ВТБ Капитал
ИНВЕСТИЦИИ

Взгляд на рынки капитала 2021

Декабрь 2020

Управление аналитических исследований

Рыночные данные предоставлены на 08.12.2020 г.

ВТБ КАПИТАЛ ИНВЕСТИЦИИ
ЛИДЕР НА РОССИЙСКОМ ИНВЕСТИЦИОННОМ РЫНКЕ

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ БАНКА ВТБ
Брокерские услуги для розничных клиентов. Возможность торговать на российском и зарубежных рынках

ВТБ КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ
Одна из самых широких линеек инвестиционных продуктов доверительного управления для российских и международных инвесторов

ВТБ Капитал ИНВЕСТИЦИИ

ВТБ КАПИТАЛ БРОКЕР
Брокерские услуги институциональным инвесторам с использованием современных технологий дистанционного обслуживания и маржинального кредитования

ВТБ КАПИТАЛ ФОРЕКС
Обслуживание физических лиц на рынке Forex. Прямой выход на международный валютный рынок

№1

ЛУЧШИЙ БРОКЕР В РОССИИ ПО ВЕРСИИ EMEA FINANCE 2018

ЛУЧШАЯ БРОКЕРСКАЯ КОМПАНИЯ НА КОНКУРСЕ ЭЛИТА ФИНАНСОВОГО РЫНКА НАУФОР В 2019 ГОДУ

ЛУЧШАЯ УК 2018 ДЛЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ ПО ВЕРСИИ НАУФОР

ЛУЧШАЯ УК ДЛЯ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В 2018 ГОДУ (НАУФОР)

ЛУЧШЕЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ 2018 ПО ВЕРСИИ РАЭК

№1 ПО ОБЪЕМУ ПРИВЛЕЧЕНИЙ В ПИФ ПО ДАННЫМ ЭКСПЕРТ РА НА 31.12.2018

ЛИДЕР ПРИВЛЕЧЕНИЯ В ПИФ, 2018 (INVESTFUNDS)

ЛУЧШИЙ РОССИЙСКИЙ ФОРЕКС-ДИЛЕР ПО ВЕРСИИ FOREX EXPO AWARDS 2018

№1 ПО КОЛИЧЕСТВУ АКТИВНЫХ КЛИЕНТОВ МОСБИРЖИ ПО ДАННЫМ КОНКУРСА ЛЧИ 2018 MOEX

> 3,2 ТРЛН РУБ.
КЛИЕНТСКИХ АКТИВОВ

> 1,1 МИЛЛИОН
КЛИЕНТОВ

ВТБ КАПИТАЛ ИНВЕСТИЦИИ
МИССИЯ И ЦЕННОСТИ

ВТБ Капитал
ИНВЕСТИЦИИ

МИССИЯ

Мы помогаем людям воплощать их планы, создавая лучшие финансовые решения

ВИДЕНИЕ

Инвестиции – неотъемлемая часть сбережений

ПРИОРИТЕТЫ

Инвестиции в каждом доме, с использованием цифровых технологий и инноваций

ЦЕЛЬ

Партнёр на всю жизнь в управлении сбережениями

АМБИЦИЯ

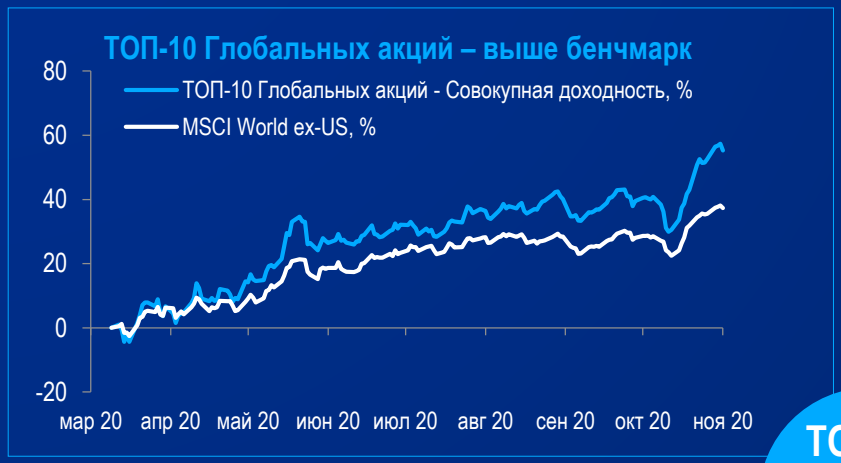
Лидер по удовлетворённости клиентов и доле рынка

ВТБ КАПИТАЛ ИНВЕСТИЦИИ

ПОДХОД 360° К ИНВЕСТИЦИЯМ

ВТБ Капитал ИНВЕСТИЦИИ

Качественная аналитика и инструментарий для инвестиционных решений – ТОП-10 акций и облигаций



ТОП-10 Облигаций и Акций

Инструментарий для инвестиционных решений и аналитика на платной основе. Для получения доступа необходим договор консультационных услуг:
www.vtbcapital-broker.ru/investitsionnoe-konsultirovanie/

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- Несмотря на текущее ухудшение эпидемиологической обстановки в Европе и США, мы считаем, что мягкая монетарная политика, старт массовой вакцинации и эффект низкой базы приведут к уверенному восстановлению мировой экономики в 2021 г.
- Доходность 10-летних гособлигаций США постепенно увеличивается в соответствии с нашими предыдущими ожиданиями. В 2021 г. доходности на дальнем конце кривой казначейских облигаций США продолжат расти в условиях ускорения инфляции и экономического роста.
- Более высокие цены на нефть и исторически низкие уровни процентных ставок окажут поддержку российской экономике, которая, по нашим оценкам, вырастет в 2021 г. на 3,1% г/г. Средняя за год инфляция останется вблизи 4% г/г, а Банк России может вернуться к повышению ключевой ставки в конце 2021 г.
- Мы сохраняем прогноз по средней стоимости нефти Brent на уровне 50 долл./барр. в условиях восстановления глобальной экономической активности. Намерение ОПЕК+ начать с января 2021 г. повышать добычу нефти на 0,5 млн барр./с в месяц с выходом в апреле на объем сокращений в 5,7 млн барр./с с текущих 7,7 млн барр./с негативно для цены нефти в краткосрочной перспективе.

Инвестиционные предпочтения*

- Мы имеем Позитивный (+) взгляд на европейские акции, которые лучше подходят для восстановительного роста мировой экономики после пандемии за счет большей ориентации на циклические сектора.
- У нас Нейтральный (=) подход к американским акциям, высокая рыночная оценка которых балансируется мягкой денежно-кредитной политикой ФРС и привлекательным фундаментальным потенциалом роста.
- Мы сохраняем Позитивный (+) взгляд на российские акции (+26%**). Среди отраслей выделяем банковский сектор, нефть и газ, стальной сектор и авиацию.
- Нейтральный (=) взгляд сохраняется в отношении российского долга, хотя рублевые облигации (+6-7%**) выглядят предпочтительней российских еврооблигаций (+1-3%**).
- Позитивный (+) взгляд остается в отношении еврооблигаций стран GEM (+3-5%**).

*Бенчмарки: MSCI ACWI Index, BofA Merrill Lynch Bond Index, Индексы МосБиржи акций и облигаций (полная доходность, в долл. США).

**Ожидаемая в 2021 г. полная доходность (в зависимости от сегмента)

Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

СОДЕРЖАНИЕ

- Инвестиционное заключение
- Глобальные инвестиционные темы
- Макроэкономика России
- Валюты
- Рублевые инструменты с фиксированной доходностью
- Валютные инструменты с фиксированной доходностью
- Глобальные акции
- Российские акции
- Секторальные темы
- Приложения

ГЛОБАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТЕМЫ

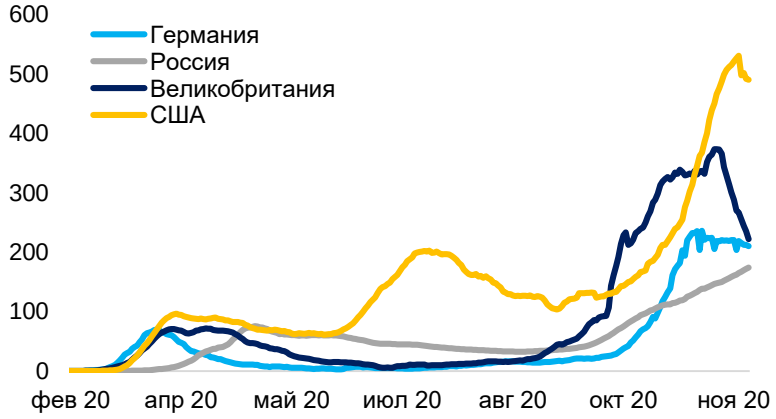
ЧИСЛО ЗАБОЛЕВШИХ КОРОНАВИРУСОМ РАСТЕТ

- Число новых случаев заболеваний COVID-19 в мире обновило рекордные значения, что привело к резкому росту госпитализаций в разных странах.
- Вторая волна эпидемии в Европе достигла своего пика, в результате чего европейские страны ввели ограничительные меры в начале ноября. В России ежедневный прирост числа заболевших достиг 28 тыс.
- Меры социального дистанцирования и более эффективное лечение позволяют избежать полного закрытия экономик.

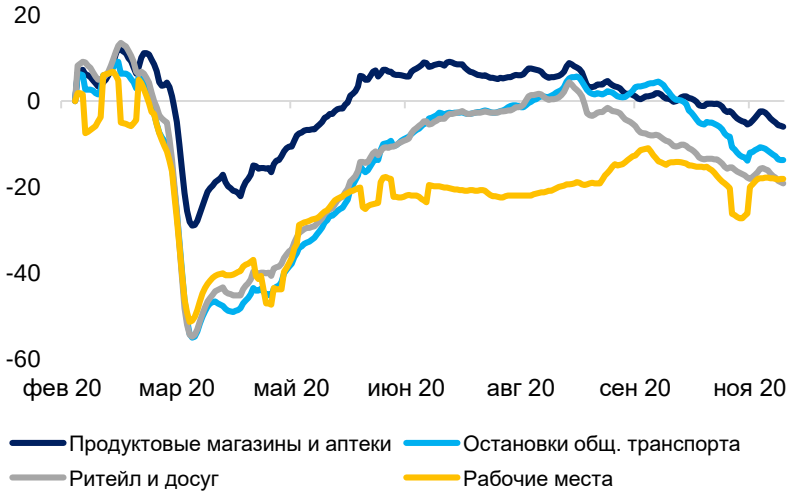
Вакцинация вселяет надежду на нормализацию

- В СМИ сообщается, что большинство вакцин являются безопасными, а их эффективность высокой (более 90%).
- Компания Pfizer сообщила о готовности произвести около 50 млн доз к концу 2020 г. и более 1 млрд доз – в 2021 г. Несколько других вакцин, вероятно, начнут производиться в ближайшие месяцы.
- Большинство развитых стран договорились с производителями вакцин о будущих поставках: Индия и ЕС получат по 1,6 млрд доз, США – 1 млрд доз, Великобритания и Канада – 360 млн доз, Япония – 290 млн доз. Вакцинация может нормализировать образ жизни людей к концу 2021 г.
- Старт массовой вакцинации запланирован на начало следующего года. Возможные проблемы с вакцинацией вряд ли будут выявлены до марта 2021 г.
- Факторами риска выступают производство и дистрибуция вакцин, мутиация вируса, а также страхи вакцинации у людей.

Число новых случаев COVID-19 (на 1 млн. чел.)



Индексы мобильности в России



Источники: ВОЗ, СМИ, ECDC

РЕЗУЛЬТАТЫ ПРЕЗИДЕНТСКИХ ВЫБОРОВ В США И ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ РЫНКОВ

Текущая политическая ситуация:

- Джо Байден станет следующим президентом США. Процесс передачи власти команде Байдена уже официально начался.
- Инаугурация президента состоится 20 января 2021 г. Мы полагаем, что Байден внесет больше ясности в свои краткосрочные политические цели в рамках инаугурационной речи.
- Последние 2 места в Сенате США будут избраны в начале января 2021 г. Вполне вероятно, что республиканцы смогут сохранить большинство.

Эффект на рынки:

- Отсутствие единства в Конгрессе США не дает оснований рассчитывать на радикальные экономические изменения. Снижение политической неопределенности выступает в поддержку рисковых активов.
- Мы ожидаем умеренную поддержку фискальной политики, при этом республиканцы в Сенате довольно консервативны в отношении мер дальнейшего стимулирования.
- Команда Байдена известна своим жестким подходом к регулированию крупных игроков сектора высоких технологий, в связи с этим следует проявлять осторожность к компаниям FAANG.
- Ключевой вопрос заключается в том, попытается ли Байден поднять налоги, как обещал во время предвыборной кампании. Мы не ожидаем, что это произойдет до полного восстановления экономики США в 2022 г.

Основные затронутые налоги	До налоговых реформ	После налоговых реформ	Влияние
Ставка налога на прибыль	35%	21%	В среднем 12% рост прибыли на акцию
Ставка на репатриацию капитала	35%	8-15.5% в зависимости от сектора	Репатриированная прибыль в размере 1 трлн долларов США, большая часть через дивиденды

Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ЭКОНОМИКА США И ПОЛИТИКА ФРС

Экономика США пока остается устойчивой к третьей волне коронавируса. ФРС продолжит проводить мягкую монетарную политику в ближайшее время

- Экономика США уверенно восстанавливается: спад ВВП сократился с -9% г/г во 2 кв. до -2,9% г/г в 3 кв. 2020 г. Опережающие индексы PMI остаются выше 50, свидетельствуя о росте деловых ожиданий.
- Тем не менее, рост заболеваемости COVID-19 в последние месяцы ухудшил ситуацию на рынке труда: по итогам ноября общее количество безработных все еще высокое (10,7 млн человек). Как следствие, риторика ФРС остается мягкой, а большинство аналитиков ожидают новых стимулов от регулятора, направленных на снижение долгосрочных процентных ставок.
- Такое решение может сдержать рост 10-летних доходностей по гособлигациям США и поддержать настроения участников рынка в краткосрочном периоде. Тем не менее, мы сохраняем свой прогноз о росте доходностей до 1,2-1,3% к концу 2021 г. на фоне усиления инфляционных ожиданий и дальнейшего роста экономики.
- Инфляция в США может ускориться до 2,5-2,6% г/г во 2 кв. 2021 г. в условиях низкой базы 2020 г. Тем не менее, к концу 2021 г. мы ожидаем стабилизации роста цен на уровне 1,9-2,0% г/г.

Доходность 10Y UST может вырасти в следующем году

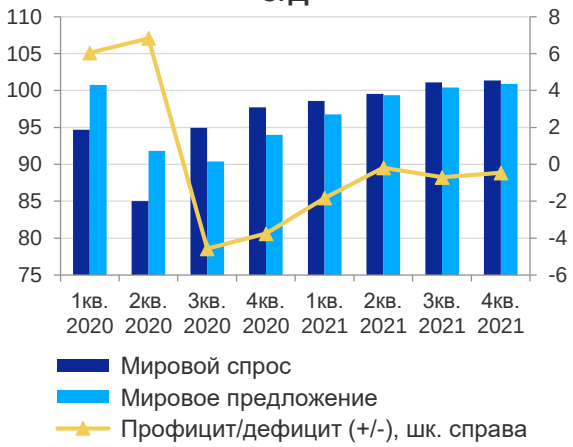
Ожидаемый рост цен на нефть указывает на ускорение инфляции в 2021 году

Источники: ФРС, Bloomberg, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

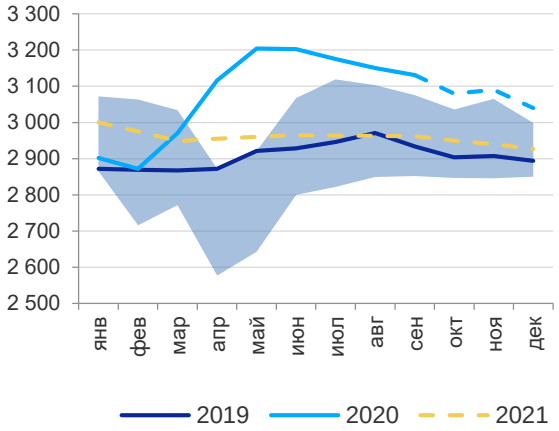
ВЗГЛЯД НА РЫНОК НЕФТИ

- На 2021 г. мы предполагаем 3 сценария: пессимистичный – $40, основной – $50, оптимистичный – $60 за барр., каждый из которых может реализоваться при определенных условиях.
- Два главных негативных фактора для цены нефти, проявившиеся в последние месяцы: Ливия резко нарастила добычу нефти с 0,1 до 1,12 млн барр./с, вторая волна пандемии привела к частичным ограничительным мерам в Европе и США, которые вызовут сокращение спроса на нефть на 1,2 млн барр./с в 4 кв. 2020 г. по оценке МЭА.
- ОПЕК+ принял решение увеличить добычу в январе 2021 г. на 0,5 млн барр./с вместо ожидаемого продления текущих квот на 1 кв. 2021 г. Будет ежемесячно проводить оценку состояния рынка, имея в виду в апреле выйти на объем сокращения добычи в 5,7 млн с текущих 7,7 млн барр./с. Мера недостаточна для компенсации последствий второй волны пандемии и наращивания добычи в Ливии.
- Сокращение добычи нефти в США с 13 до 11 млн барр./с стало одним из существенных факторов балансировки рынка. Минэнерго США ожидает, что в 2021 г. производство США не восстановится, будет 11,1 млн барр./с.
- Запасы нефти стран ОЭСР, на которые ориентируется ОПЕК+, за 3 кв. 2020 г. снизились от максимума в 3 200 до 3 070 млн барр. Мы предполагаем, что запасы нефти стран ОЭСР придут в норму к середине 2021 г. В США запасы нефти только на 6% выше уровня 5-летней средней. Запасы нефтепродуктов в регионе Амстердам-Роттердам-Антверпен от Global Insight на 30% выше годовой давности.

Мировой спрос и предложение нефти, млн б/д



Запасы нефти стран ОЭСР, млн барр



Запасы нефти и ее добыча в США

Источники: ВТБ Капитал Инвестиции, Минэнерго США, МЭА, Refinitiv, ERCE

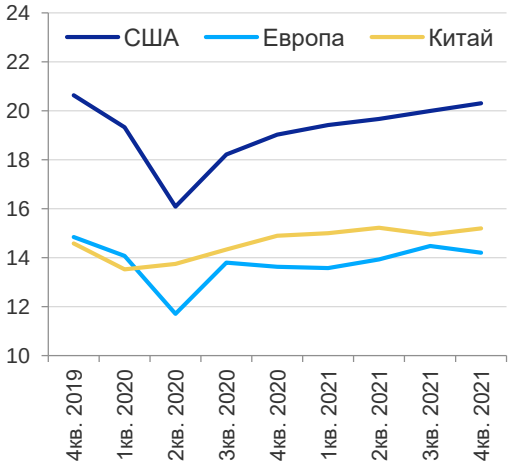
ВЗГЛЯД НА РЫНОК НЕФТИ, ПРОДОЛЖЕНИЕ

- Китай использовал сверхнизкие цены в апреле-мае для пополнения резервов, но к концу года импорт Китая упал от пика в 53 млн т до 42,5 млн т в мес. Поскольку объемы переработки Китаем выросли до 60 млн т в мес., можно ожидать восстановления спроса на нефть.
- Азиатский регион и Латинская Америка оказались не подвержены второй волне пандемии. Спрос на нефть практически восстановился в Китае, Индии, Японии, Бразилии. Спрос на нефть в Китае в 4 кв. 2021 г. превысит значение 4 кв. 2019 г. на 0,61 млн барр./с. Спрос на нефть в Европе в 4 кв. 2021 г. все еще будет ниже 4 кв. 2019 г. на 0,64 млн б/д, в США – на 0,32 млн б/д ниже по расчетам Минэнерго США.
- Победа Д.Байдена на президентских выборах в США в краткосрочной перспективе позитивна для цен на нефть, т.к. его экологическая повестка скорее приведет к различным ограничениям в добыче и транспортировке нефти, чем к поддержке потребления и производства возобновляемых источников энергии. Снятие санкций с Ирана может прибавить на рынок 2 млн б/д, но Байден потребовал от Ирана сначала вернуться к выполнению условий ядерного соглашения 2015 г., процесс снятия санкций может занять длительное время.
- Ожидаемое нами в 2021 г. продолжение тренда на ослабление доллара окажет поддержку ценам на нефть.
- Основные риски: замедление экономического роста вследствие неконтролируемого развития пандемии и введения более жестких ограничительных мер, недостаточная эффективность вакцин по сравнению с ожиданиями.

Запасы нефтепродуктов в регионе ARA, млн тонн

Месячный импорт и переработка нефти Китаем, млн тонн

Потребление нефти в отдельных странах, млн б/д



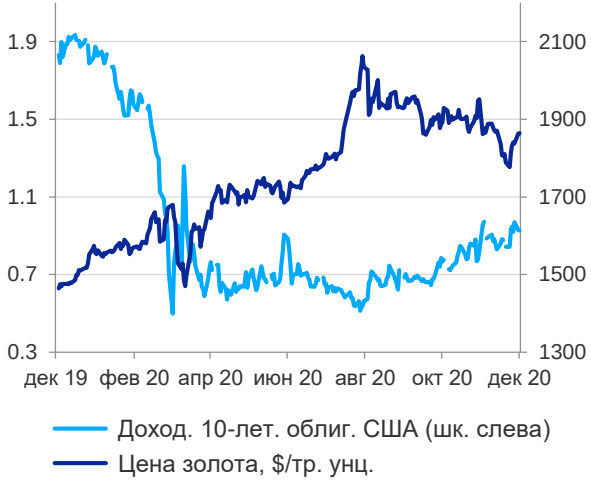
Источники: ВТБ Капитал Инвестиции, Минэнерго США, МЭА, Refinitiv, ERCE

ВЗГЛЯД НА ЗОЛОТО

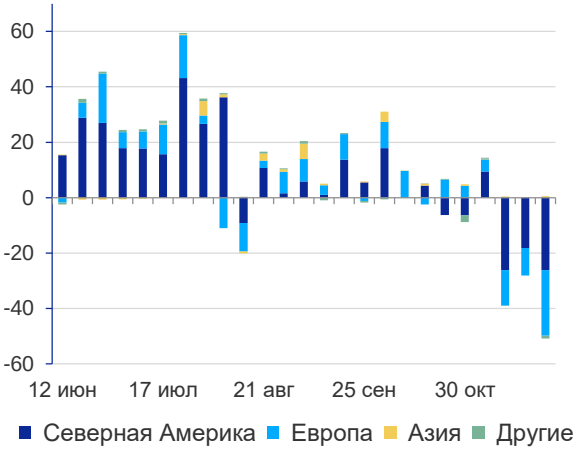
- Мы полагаем, что цена золота вырастет до $1 900 за тройскую унцию к концу 2021 г. и до $2 000 к концу 2022 г., главным драйвером движения станет ожидаемое нами ослабление доллара США.
- Привлекательность золота зависит от двух основных факторов: курса доллара и доходностей по госдолгу США. Для золота идеальна ситуация, при которой доходности останутся низкими, а доллар продолжит ослабляться. Шансы на подобное развитие событий есть: рынки ожидают, что ФРС может увеличить покупки долгосрочных бумаг.
- В краткосрочной перспективе цена золота остается под давлением и явно отстает от падения доллара. По данным World Gold Council, спрос на золото в 3 кв. 2020 г. упал на 19% г/г до 892 тонн. Спрос упал в первую очередь на ювелирные изделия (составляет до половины всего спроса), что вызвано последствиями пандемии.
- Спрос на ETF на золото был главным драйвером укрепления цены в 2020 г. (в янв.-сен. – 1 003 т против 405 т за весь 2019 г.), однако в ноябре начал наблюдаться ускоренный отток. Тенденция скорее продолжится.
- Производство золота в последние годы превышает спрос (в 2019 г. избыток составлял 330 т), текущий баланс спроса и предложения не выглядит для золота благоприятным. Вероятно, сдвиг в спросе на золото, учитывая перспективу длительного поддержания Центробанками мира отрицательных реальных ставок, еще впереди.

Корреляция между золотом и парой EURUSD

Обратная корреляция золота и 10-летних облигаций США



Недельные покупки золота фондами ETF с разбивкой по регионам, тонн



Источники: ВТБ Капитал Инвестиции, World Gold Council, Refinitiv

МАКРОЭКОНОМИКА РОССИИ

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2020-2022

Мы повысили прогноз по ВВП в 2020 г. с -4.2% г/г до -3.8% г/г и по-прежнему ждем уверенного восстановления экономики РФ в 2021 г.

Российская экономика – Прогноз и сценарии на 2021 год						Прогнозные сценарии на 2021			Консенсус-прогноз		
ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ	2018	2019	2020 П	2021 П	2022 П	Пессимистич.	Базовый	Оптимистич.	2020	2021	2022
Средняя цена на нефть, долл./бар.	70	62	42,7	50	55	40	50	60			
Вероятность сценария, %						30%	50%	20%			
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ	2018	2019	2020 П	2021 П	2022 П	Пессимистич.	Базовый	Оптимистич.	2020	2021	2022
ВВП, % г/г	2,5%	1,3%	-3,8%	3,1%	2,6%	1,3%	3,1%	4,1%	-3,9%	3,0%	2,4%
Промышленное производство, % г/г	2,9%	2,4%	-3,2%	3,7%	3,0%	1,6%	3,7%	4,4%	-3,8%	3,8%	2,5%
Потребление домохозяйств, % г/г	2,6%	1,6%	-6,3%	3,3%	2,9%	1,6%	3,3%	3,8%	-6,3%	4,3%	3,0%
ЦЕНЫ	2018	2019	2020 П	2021 П	2022 П	Пессимистич.	Базовый	Оптимистич.	2020	2021	2022
ИПЦ, % среднее за год	2,9%	4,5%	3,3%	4,0%	4,1%	5,0%	4,0%	4,3%	3,3%	3,6%	3,8%
ИПЦ, % дек. г/г	4,3%	3,0%	4,6%	3,7%	4,0%	4,8%	3,7%	4,1%			
ФИСКАЛЬНАЯ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА	2018	2019	2020 П	2021 П	2022 П	Пессимистич.	Базовый	Оптимистич.	2020	2021	2022
Ключевая ставка,% дек.	7,75%	6,25%	4,25%	4,50%	5,00%	5,25%	4,50%	4,50%	4,25%	4,00%	4,50%
Доходы федерального бюджета, млрд. руб.	19 455	20 188	17 976	19 368	20 724	20 485	19 368	20 899			
Расходы федерального бюджета, млрд.руб.	16 713	18 220	22 627	21 600	21 900	23 348	21 600	22 790			
Баланс федерального бюджета, % от ВВП	2,5%	1,8%	-4,1%	-1,9%	-0,9%	-2,5%	-1,9%	-1,5%	-4,4%	-2,5%	-1,1%
ТОРГОВЛЯ, РЕЗЕРВЫ, КУРС ВАЛЮТЫ	2018	2019	2020 П	2021 П	2022 П	Пессимистич.	Базовый	Оптимистич.	2020	2021	2022
Международные резервы, млрд. долл., дек.	468	554	581	616	622	570	616	628			
Торговый баланс, млрд. долл., дек.	194	165	82	119	121	114	119	125			
USDRUB, дек.	69,5	61,9	74,0	72,5	70,0	88,0	72,5	67,0			

- Деловая активность в России устойчиво восстанавливается, несмотря на вторую волну COVID-19. В этом году ВВП сократится менее, чем на 4%, а в следующем году вырастет на 3,1% в базовом сценарии.
- Проинфляционные риски сохранятся в ближайшее время на фоне недавнего ослабления курса рубля и роста цен на продовольственные товары.
- Продолжаем считать, что цикл снижения ставки в России завершен и ЦБ может вернуться к ее повышению в конце 2021 г.
- Мы по-прежнему ждем укрепления рубля в 2021 г. благодаря восстановлению цен на нефть и повышению аппетита к рисковым активам.

Источники: ЦБ РФ, Росстат, Минфин, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

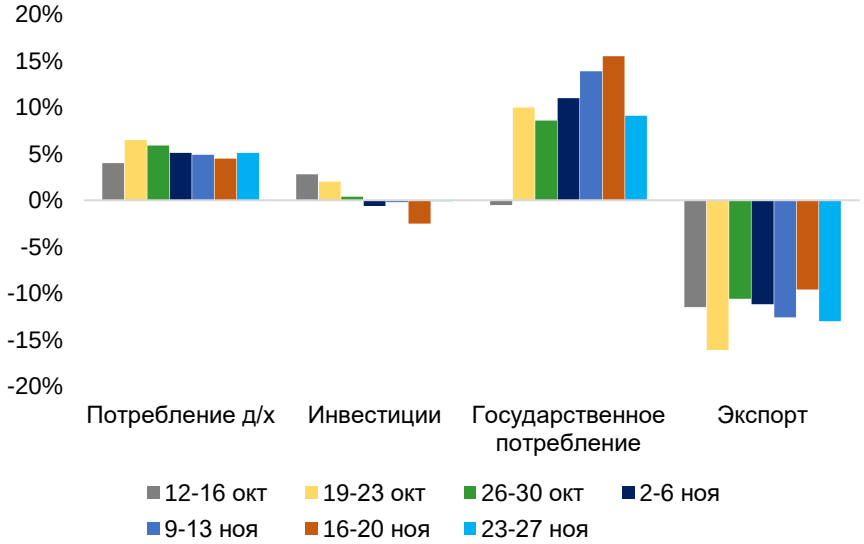
COVID-19 И ОПЕРЕЖАЮЩИЕ ИНДИКАТОРЫ

Внутренний спрос в России остается устойчивым, несмотря на рост заболеваемости

- Количество новых случаев заболеваний коронавирусом в России выросло до 28 тыс. чел. в день к началу декабря. Смертность достигло максимальных значений ~500 человек в день.
- Мэр Москвы объявил новые ограничительные меры, включая закрытие ресторанов и клубов в ночное время, ограничения на посещение мероприятий и др. Мы не ожидаем, что эти меры окажут значимое влияние на экономику.
- В соответствие с данными Банка России, несмотря на снижение финансовых потоков в некоторых отраслях потребительского сектора, рост платежей в данном секторе в целом остается устойчивым. Это объясняется смещением спроса со стороны услуг на товары, а также замещением туристических поездок товаровами длительного пользования.

Правительство не планирует вводить жесткие меры в ответ на рост заболеваемости

Отклонение входящих финансовых потоков от нормального* значения



Нормальное значение – среднее за период с 20 января по 13 марта

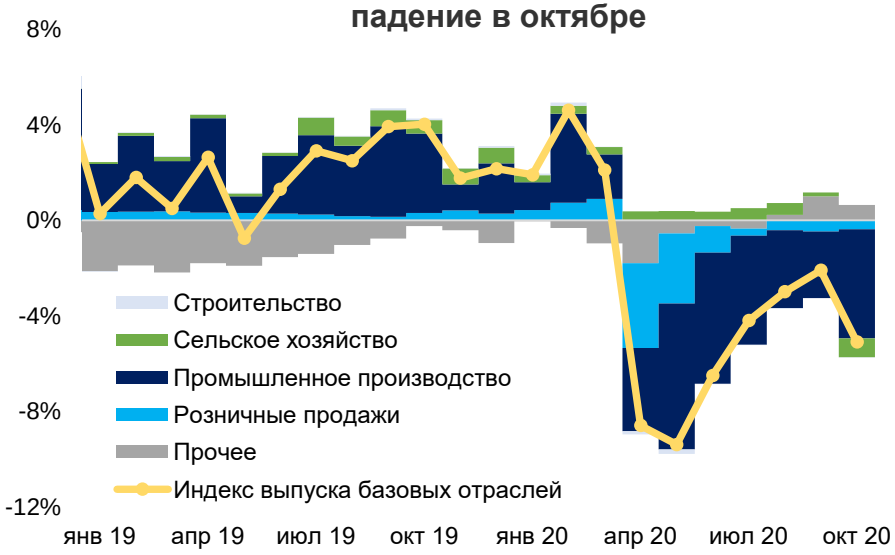
Источники: ECDC, Оксфордский университет, Банк России, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

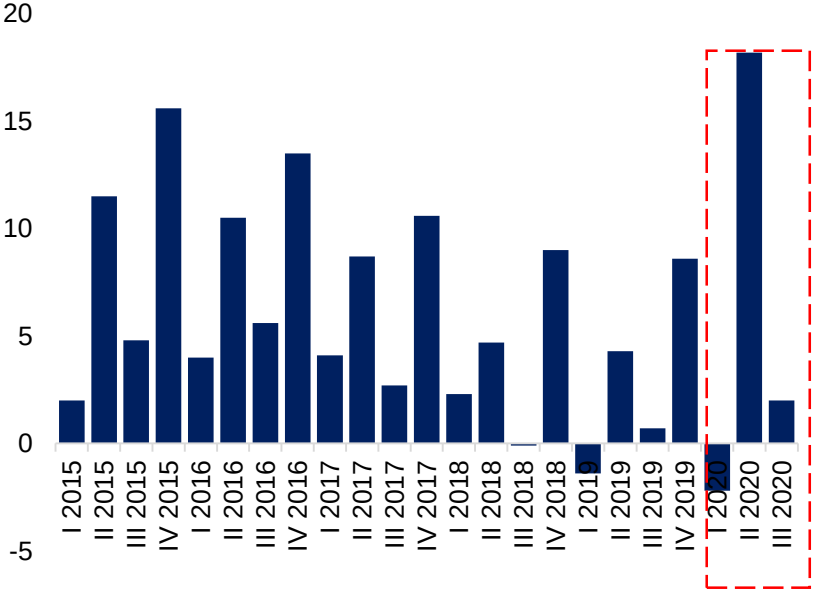
ВВП сократил спад с -8% г/г во 2 кв. до -3.6% г/г в 3 кв., частично восстановившись благодаря росту потребления домохозяйств

- Мы считаем, что потребительский сектор стал основным драйвером восстановления экономики: розничные продажи выросли с -22,6% г/г в апреле до -2,4% г/г в октябре. Дальнейшее восстановление розничных продаж поддержит финансовые результаты компаний розничной торговли за 4 кв. 2020 г.
- Склонность к сбережениям резко снизилась в 3 кв. с исторически рекордных уровней, достигнутых в разгар пандемии. Текущий кризис может не иметь долгосрочного негативного влияния на уверенность потребителей, как думают многие аналитики.
- Мы считаем, что в 4 кв. экономическая активность снизится в результате ухудшения эпидемиологической ситуации. Тем не менее, в следующем году рост ВВП превысит 3% благодаря восстановлению нефтяного рынка и исторически низким процентным ставкам.

Индекс выпуска базовых отраслей ускорил падение в октябре



Норма сбережений населения, % от доходов



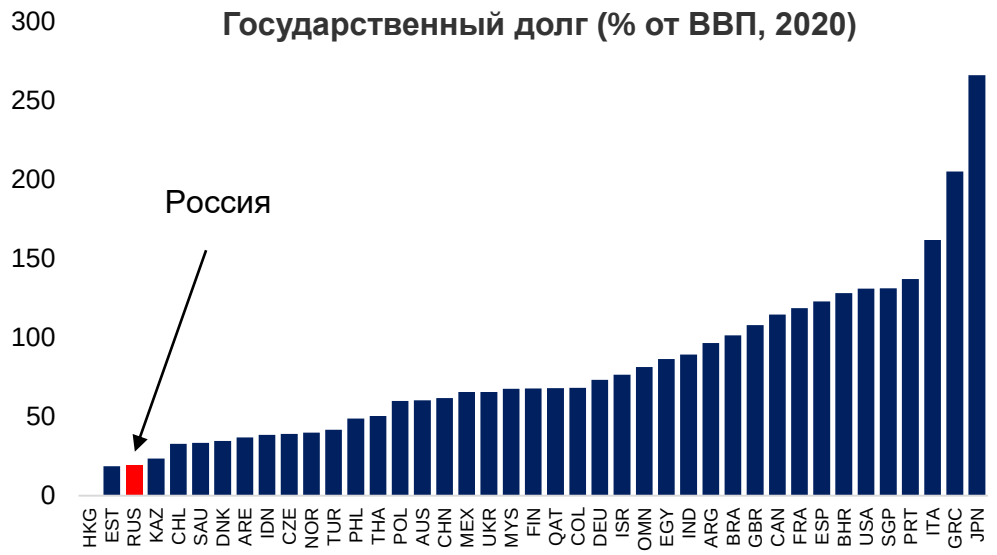
Источники: Банк России, Росстат, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

Степень бюджетной консолидации в следующем году может оказаться менее выраженной

- Дефицит федерального бюджета в этом году будет профинансирован внутренними займами. Минфин перевыполнил план заимствований на текущий год, разместив ОФЗ на 5,2 трлн руб.
- Баланс федерального бюджета останется негативным в ближайшие годы, несмотря на бюджетную консолидацию. Для финансирования предстоящих дефицитов Минфин продолжит осуществлять заимствования на внутреннем рынке. В следующем году планируется размещение ОФЗ на 3,5 трлн руб., что не должно оказать значимого повышательного давления на процентные ставки.
- Несмотря на рост внутренних займов, отношение государственного долга к ВВП в России останется одним из самых низких в мире.
- Правительство также рассматривает смягчение требований по региональным заимствованиям в следующем году. Рост региональных заимствований может привести к расхождению расходной части федерального и консолидированного бюджетов и ограничить масштаб бюджетной консолидации в 2021 г.

млрд. руб.	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Доходы	**19 454**	**20 188**	**17 976**	**19 368**	**20 724**
Нефтегазовые	9 018	7 924	4 776	6 288	6 780
Ненефтегазовые	10 437	12 264	13 200	13 080	13 944
Изм. нефтегаз. доходов, %	51%	-12%	-40%	32%	8%
Цена Brent в руб.	4 478	4 167	2 960	3 571	3 850
Расходы	**16 713**	**18 220**	**22 627**	**21 600**	**21 900**
Реальный рост	-2,5%	6,0%	20,9%	-8,7%	-2,7%
Баланс бюджета	**2 741**	**1 968**	**-4 651**	**-2 232**	**-1 176**
Баланс бюджета, % от ВВП	*2,7%*	*1,8%*	*-4,1%*	*-1,9%*	*-0,9%*



Источники: Минфин, МВФ, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

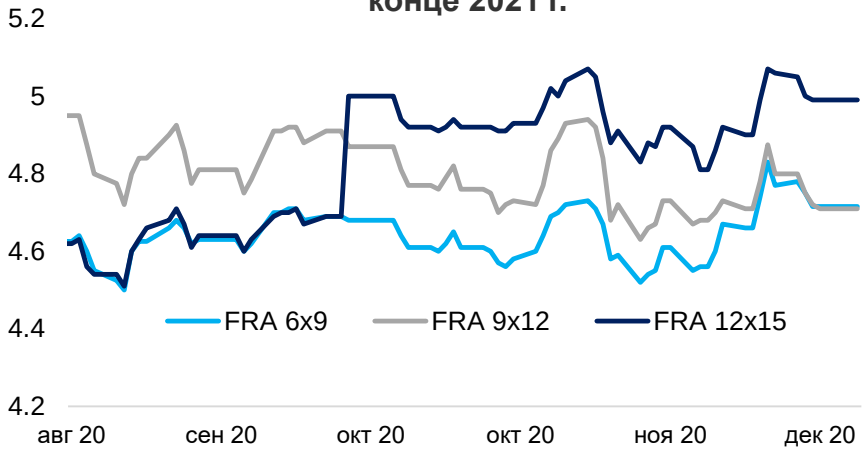
ИНФЛЯЦИЯ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

Банк России в ближайшее время сохранит ставку на неизменном уровне в условиях ускорения инфляции

- Инфляция в ноябре достигла 4,4% г/г, превысив таргет Банка России впервые с августа 2019 г.
- Ключевыми драйверами роста цен на продовольственные товары являются сахар (+65% г/г) и подсолнечное масло (+24% г/г). Перенос ослабления рубля в цены оказал повышательное давление на цены в непродовольственном сегменте.
- Мы считаем, что ускорение инфляции не позволит Банку России снизить ключевую ставку в ближайшее время. В то же время мы сохраняем предыдущий прогноз и ждем первого повышения ключевой ставки в 4 кв. 2021 г.
- Уверенный рост экономики, увеличение инфляционных ожиданий и исторически низкий уровень ставок могут сохранить инфляцию вблизи 4% г/г в 2021 г. вопреки распространенным ожиданиям резкого замедления роста цен.
- При сильном ослаблении внутреннего спроса или более жесткой бюджетной консолидации ЦБ может сохранить ставку на уровне 4,25% до 2022 г. В то же время в негативном сценарии риски финансовой стабильности могут возрасти из-за ослабления рубля, что вынудит Банк России повысить ставку до 5,25%.

Цены на продовольствие в РФ и мире, г/г

Форвардный рынок ждет повышения ставок в конце 2021 г.



Источники: Банк России, Bloomberg, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

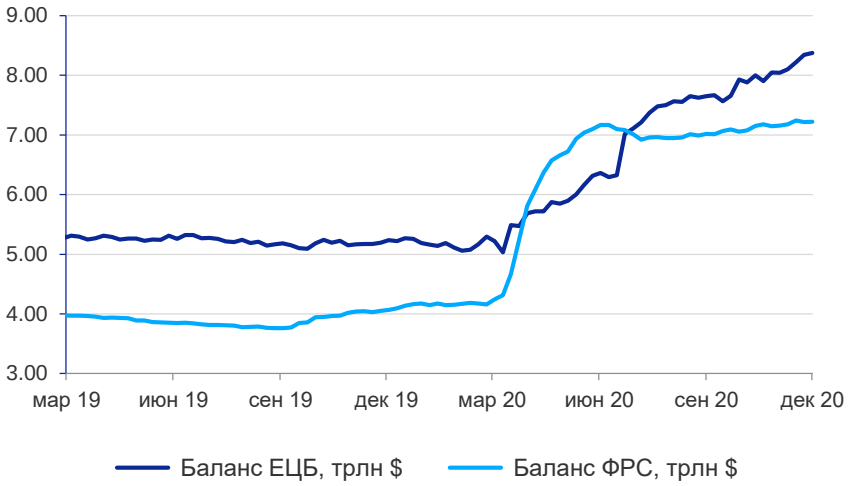
ВАЛЮТЫ

ВЗГЛЯД НА ПАРУ EURUSD

- Мы повышаем прогноз курса пары EURUSD на конец 2021 г. с 1,23 до 1,25 в связи с более быстрым, чем ожидалось, восстановлением мировой экономики, более сильными аппетитами к риску на рынках.
- Долгосрочная корреляция между разницей 2-летних ставок в США и Германии и курсом EURUSD показывает, что справедливый курс евро сейчас находится в районе отметки 1,30. Масштабная переоценка справедливого курса вследствие сдвига дифференциала ставок произошла после резкого снижения ставки ФРС в марте 2020 г.
- Среднесрочно курс EURUSD может значительно отклоняться от справедливого на длительное время (более года). Например, в силу того, что в периоды снижения глобальной экономической активности доллар пользуется повышенным спросом как валюта-убежище.
- Экономика еврозоны способна выдерживать дорогой евро только в фазе сильного экономического роста. Текущая ситуация таковой не является. Некоторое замедление восстановления из-за второй волны коронавируса также оказывает поддержку доллару.
- Выход пары EURUSD наверх из диапазона 1,15-1,20 выглядит преждевременным. Вероятен возврат ниже 1,20 на фоне расширения программы покупки активов и более быстрого сравнительного роста баланса ЕЦБ. Новая волна ослабления доллара возможна, когда средства второго пакета помощи в США начнут поступать в экономику (возможно 2 кв. 2021 г.). .
- Баланс ЕЦБ растет быстрее баланса ФРС. Ожидается, что на заседании 10 декабря ЕЦБ увеличит программу количественного смягчения на 500 млрд евро, что может оказать краткосрочное давление на курс евро.

Корреляция между парой EUR/USD и разницей ставок в США и Германии

Балансы ЕЦБ и ФРС в долларах



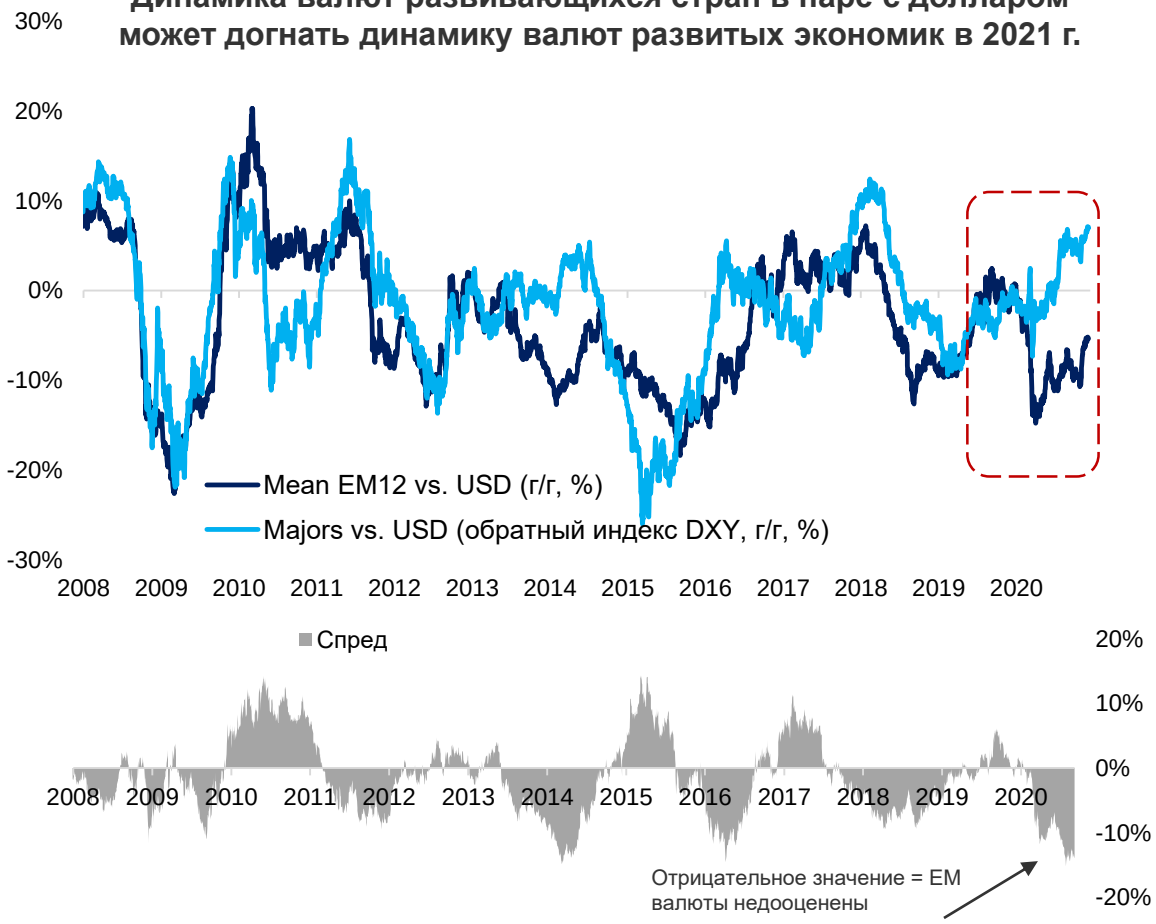
Источник: Оценки ВТБ Капитал Инвестиции, Refinitiv, US Treasury

ВАЛЮТЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН

Валюты развивающихся стран продолжат укрепляться по отношению к доллару США благодаря повышенному «аппетиту» к рисковым активам

- Изменение валют развивающихся стран (EM) по отношению к доллару США коррелирует с обратным значением индекса DXY (см. график). В нашей последней стратегии мы отмечали, что валюты развивающихся стран могут догнать валюты развитых экономик (DM) в среднесрочной перспективе.
- С тех пор большинство EM валют укрепились в паре с долларом, а их среднее значение восстановилось с -10% г/г до -5% г/г. Тем не менее, разрыв между динамикой EM и DM валют расширился. Этот разрыв может сократиться в следующем году за счет лучшей динамики валют развивающихся стран.
- Восстановление мировой экономики и торговли поддержит экспорт развивающихся рынков, а повышенный аппетит к риску может привести к росту портфельных инвестиций в эти страны. Эти два фактора окажут поддержку EM валютам.

Динамика валют развивающихся стран в паре с долларом может догнать динамику валют развитых экономик в 2021 г.



Источники: Bloomberg, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

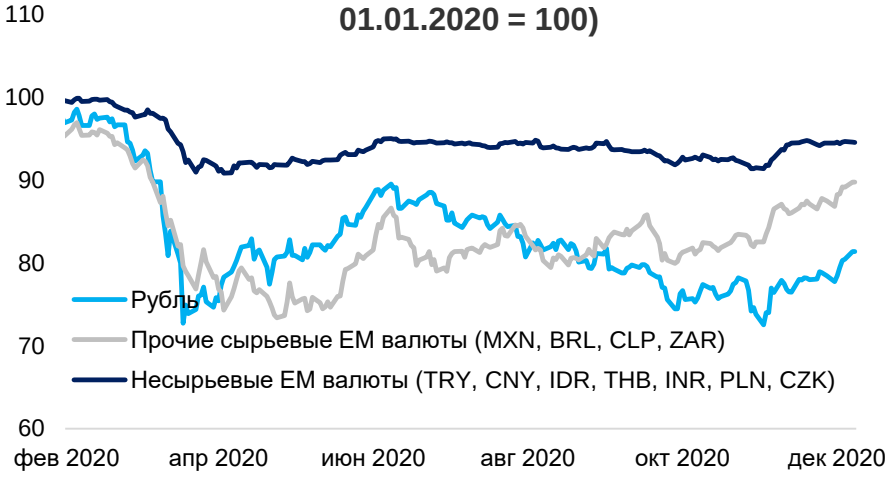
КУРС USDRUB

Мы ожидаем укрепления рубля благодаря повышенному аппетиту к риску в 2021 г.

- Рубль в последнее время торгуется в русле прочих валют развивающихся стран. Как мы и ожидали, рост цен на нефть и улучшение аппетита к риску позволили паре USDRUB снизиться с 80,5 в октябре до 73,5 в начале декабря.
- В базовом сценарии мы по-прежнему ожидаем увидеть рубль на уровне 72,5 в паре с долларом в 2021 г. Сохранение геополитической премии вряд ли позволит рублю укрепиться до фундаментальных значений вблизи 66-68.
- В негативном сценарии при реализации геополитических рисков и падении цен на нефть рубль окажется под давлением и достигнет 88 в паре с долларом. На наш взгляд, вероятность этого сценария по-прежнему около 30%.
- С другой стороны, рубль может получить поддержку от более сильного интереса инвесторов к развивающимся рынкам, а также более быстрого роста цен на нефть к 60 долл./бар. В этом сценарии с вероятностью 20% пара USDRUB снизится до 67.
- Международые резервы остаются вблизи исторических максимумов (583 млрд долл.), госдолг в РФ по-прежнему один из самых низких в мире. Все это позволит рублю показать сильную динамику в 2021 г.

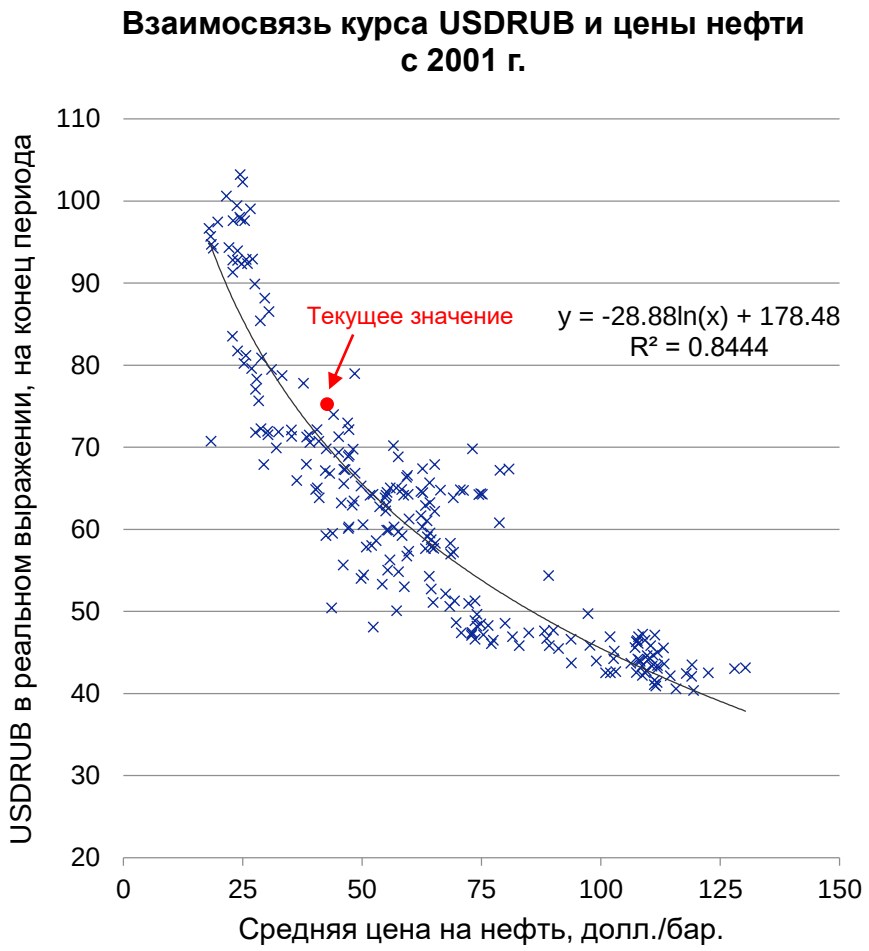
Счет текущих операций, млрд. долл., среднее за каждый квартал с 2000 г.

Рубль и прочие EM валюты (индекс, 01.01.2020 = 100)



Источники: Блумберг, Банк России, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

КУРС USDRUB – ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОГО УРОВНЯ



Цена нефти, долл./бар.	USDRUB
85	50.1
80	51.9
75	53.8
70	55.9
65	58.0
60	60.4
55	62.9
50	**65.7**
45	**68.8**
40	72.3
35	76.2
30	80.8
25	86.1
20	92.7
15	101.1

Источники: Банк России, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

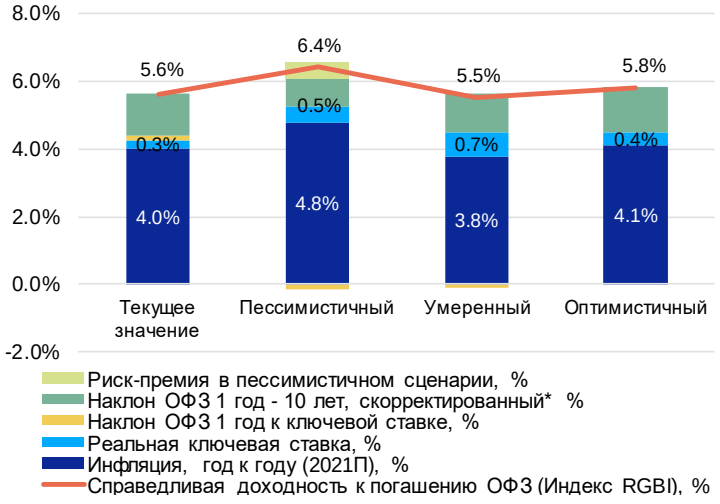
РУБЛЕВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ – ОЖИДАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ

- Мы сохраняем нейтральный взгляд на ОФЗ ввиду нормализации монетарной политики ЦБ в среднесрочном периоде.
- Наш базовый прогноз предполагает, что ЦБ не будет снижать ключевую ставку в текущем цикле. Российский регулятор может начать повышение ставки в 4 кв. 2021 г. до 4,5% для удержания инфляции на таргетируемом уровне 4%.
- Корпоративные кредитные спреды будут оставаться чуть выше своих исторических уровней 80-150 б.п. (без учета экстремальных значений).
- **Мы оцениваем полную рублевую доходность ОФЗ на уровне около 6,1-6,3% годовых (индексы МОЕХ)**, в зависимости от сегмента:
  - ✓ Индекс ОФЗ МОЕХ (дюрация 5,1 года) – приблизительно 6,1% годовых.
  - ✓ Индекс корпоративных облигаций МОЕХ (дюрация 2,5 года) – около 6,3% годовых

Рублевые облигации	Текущее значение	Пессимис-тичный	Умерен-ный	Оптимис-тичный
Z-спред к ОФЗ, корпоративные облигации, б.п.	135	200	100	70
Средневзвешенная дюрация, лет				
Государственные облигации (индекс Мосбиржи)	5.1	5.1	5.1	5.1
Корпоративные облигации (индекс Мосбиржи)	2.8	2.8	2.8	2.8
Ожидаемая доходность к погашению облигаций, %				
Государственные облигации (индекс Мосбиржи)	5.6%	6.4%	5.5%	5.8%
Корпоративные облигации (индекс Мосбиржи)	6.1%	8.1%	6.0%	5.9%
Ожидаемая совокупная доходность инвестирования в облигации, %				
Государственные облигации (индекс Мосбиржи)		2.5%	6.1%	4.9%
Корпоративные облигации (индекс Мосбиржи)		2.6%	6.3%	6.5%
Средняя ожидаемая доходность, % годовых		2.5%	6.2%	5.7%
Условная вероятность сценария, %		30%	50%	20%

Декомпозиция справедливой доходности ОФЗ, индекс Мосбиржи



* Наклон, скорректированный на дюрацию референсного индекса

Источник: Московская биржа, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

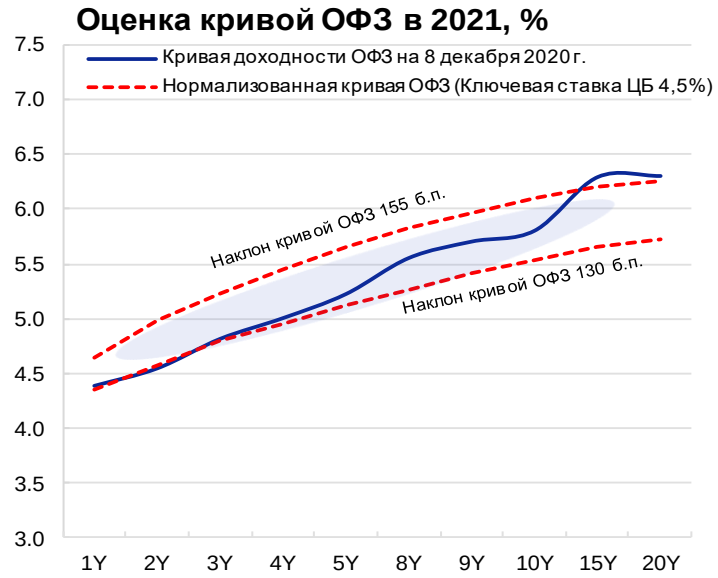
ОЦЕНКА КРИВОЙ ОФЗ И ПОЛНОЙ ДОХОДНОСТИ

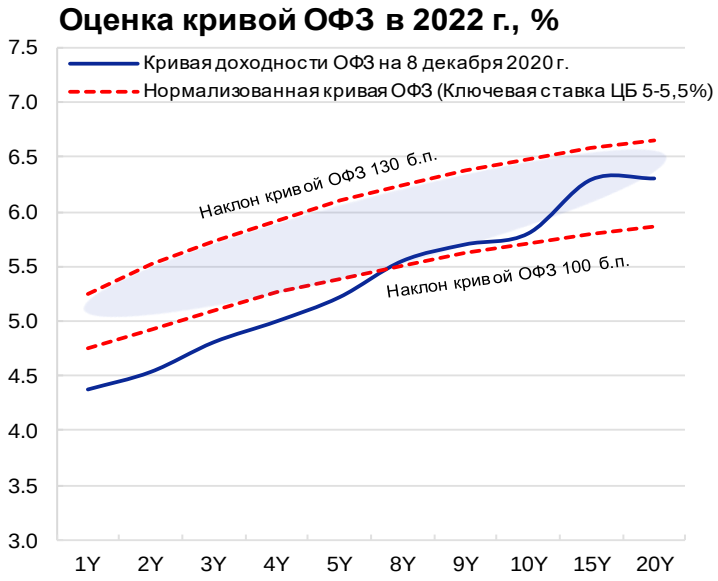
Оценка кривой ОФЗ в 2021 г.: ЦБ вероятно повысит ключевую ставку до 4,5% ближе к концу 2021 г.

- Доходности ОФЗ будут закладывать в котировки растущие ожидания повышения ключевой ставки ЦБ на 25 б.п. до 4,50% в 4 кв. 2021 г.
- Наклон кривой доходности ОФЗ может принимать более пологую форму за счет роста доходности коротких гособлигаций следом за повышением ключевой ставки ЦБ.
- Доходности ОФЗ отражают паузу в снижении ключевой ставки. Более того, ОФЗ на участке кривой 7-20 лет уже закладывают в цены начало нормализации уровня ключевой ставки в 2022 г. до нейтральных значений в 5-5,5%.

Среднесрочные ОФЗ выглядят оптимально по уровню ожидаемой полной доходности выше 7% годовых с меньшими рисками волатильности.

ОФЗ: ожидаемая полная доходность в 2021 г.		
Краткосрочные	Среднесрочные	Долгосрочные
1-5 лет	6-9 лет	10-20 лет
6.0-6.5%	7.0-7.8%	7.5-8.3%



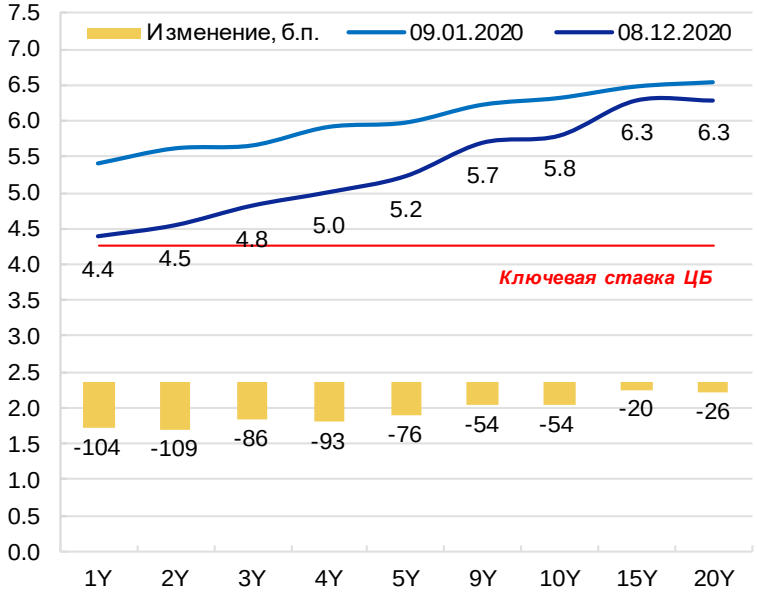


Источник: ЦБР, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

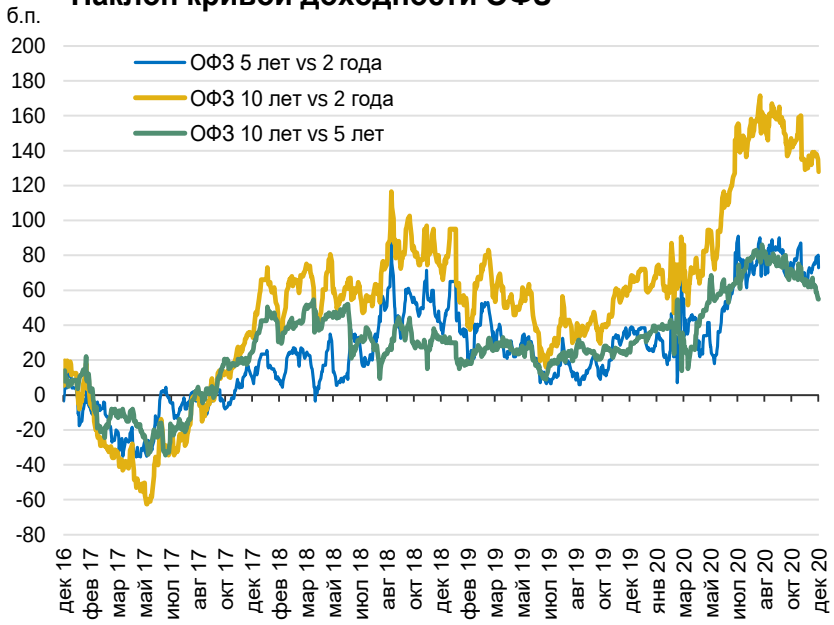
РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

- С начала 2020 г. доходность ОФЗ сократилась в среднем на 25-110 б.п. до 4,4-6,3% ввиду снижения ключевой ставки ЦБ на 200 б.п. до 4,25% с февраля по июль 2020 г. Масштабные аукционы Минфина в 4 кв. 2020 г. (квартальный план перевыполнен на 12%) не стал препятствием для рынка с учетом выбранной ведомством тактики по наращиванию предложения ОФЗ-ПК.
- В 4 кв. 2020 г. доходности коротких госбумаг выросли до 4,4% (выше ключевой ставки ЦБ) в момент, когда профицит банковской ликвидности достиг новых минимумов (0,2-0,3 трлн руб. в ноябре против 1,4-2,1 трлн руб. в 3 кв. 2020 г.). Ситуация, скорее всего, изменится ближе к концу 2020 г., когда расходы из бюджета приведут к росту потоков ликвидности обратно в банки.
- В течение 2020 г. наклон кривой ОФЗ (спред доходности 10-летних и 2-летних госбумаг) стал круче и достиг 137 б.п. (+65 б.п. с начала года) с пиковыми значениями около 170 б.п. в августе-сентябре.

Кривая доходности ОФЗ, %



Наклон кривой доходности ОФЗ

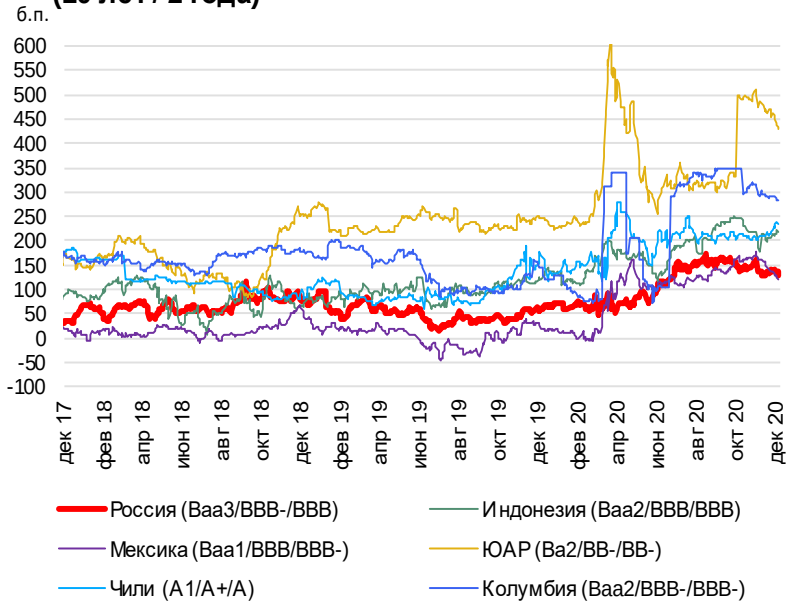


Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки VTB Capital Investments

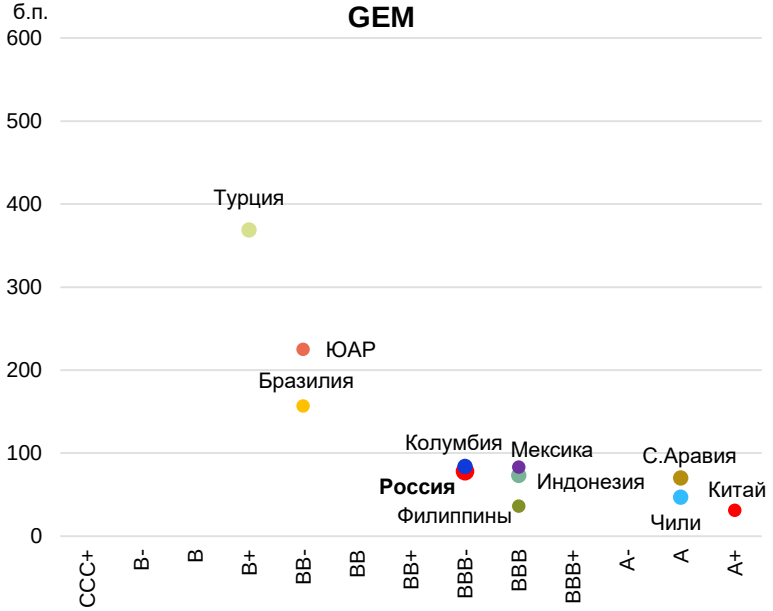
СУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ: СРАВНЕНИЕ ЛОКАЛЬНЫХ РЫНКОВ

- Наклоны кривых суверенных облигаций ряда локальных рынков из сопоставимых развивающихся стран по рейтингам и уровню кредитных спредов (например, Индонезия, Колумбия, Чили) находятся на более высоких уровнях в 200-300 б.п., чем российские ОФЗ.
- В сравнение с сопоставимыми странами, Россия обладает устойчивыми макро показателями, высокими запасами резервов в иностранной валюте и низким уровнем госдолга. На основе данных индикаторов наклон кривой ОФЗ должен быть более пологим (по крайней мере, на уровне 130 б.п. против текущих 137 б.п.).
- В 2021 г. мы ожидаем, что наклон кривой ОФЗ может стать более пологим из-за ослабевающих внешних рисков, что так же обусловит нормализацию монетарной политики к нейтральным уровням в 2022 г. (ключевая ставка ЦБ – 5,0-5,5%).

Наклон кривой локальных бондов GEM (10 лет / 2 года)



CDS (5 лет) / кредитные рейтинги стран GEM



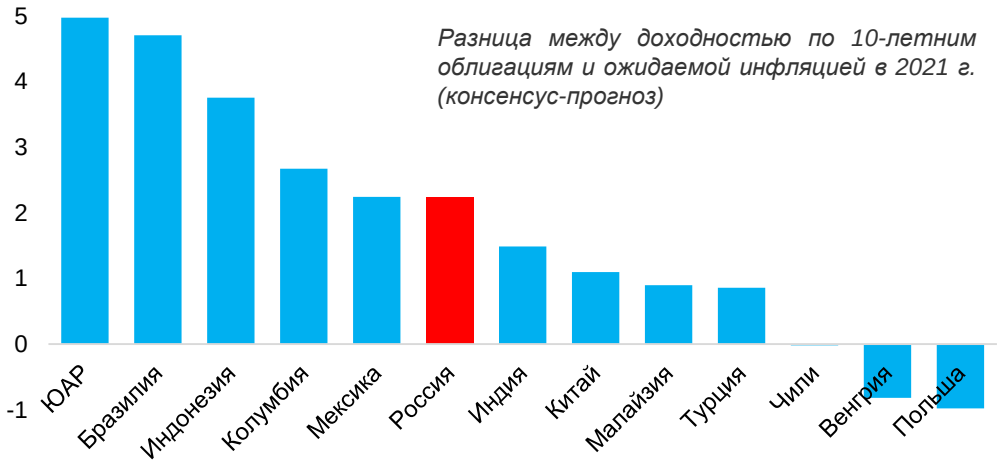
Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки VTB Capital Investments

РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ И ОПЕРАЦИИ CARRY-TRADE

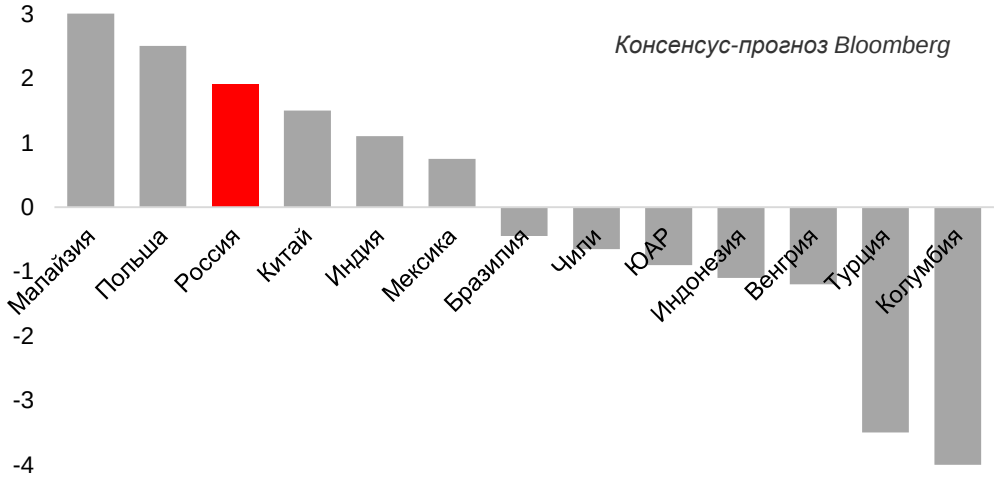
Несмотря на то, что реальная доходность в РФ выглядит менее привлекательно, чем в прочих развивающихся странах, сильные макроэкономические показатели поддержат спрос на carry-trade в рублях

- Реальная доходность по 10-летним облигациям России выглядит менее привлекательно в сравнении с другими развивающимися странами. Тем не менее, накопленные макроэкономические буферы и низкий государственный долг выделяют Россию среди этих стран.
- Геополитика остается ключевым фактором риска для операций carry-trade в рублях. Волатильность рубля (вмененный показатель исходя из 3-месячных опционов) несколько снизилась, но остается выше среднего значения валют развивающихся стран.
- Счет текущих операций в России в 2020 г. остался в положительной области, несмотря на падение цен на нефть. Профицит текущего счета, в первую очередь, объясняется сокращением зарубежных поездок россиян.
- В среднесрочной перспективе поддерживать спрос на carry-trade операции в рублях будут низкий уровень государственного долга (менее 20% ВВП), высокий объем международных резервов (583 млрд долл.) и ожидаемое укрепление курса рубля.

Реальная доходность государственных облигаций, %



Баланс текущего счета в 2020 г., % от ВВП



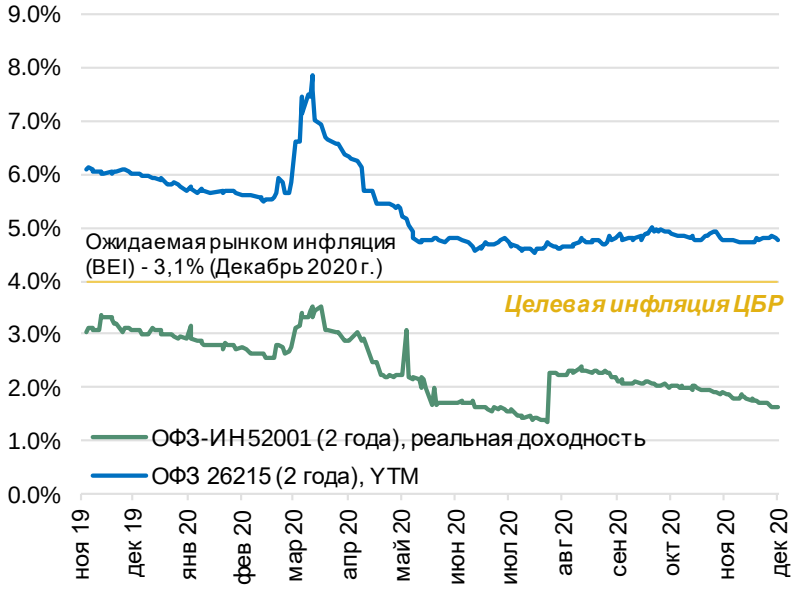
Источники: Bloomberg, оценки ВТБ Капитал Инвестиции

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОФЗ НЕДООЦЕНЕНЫ

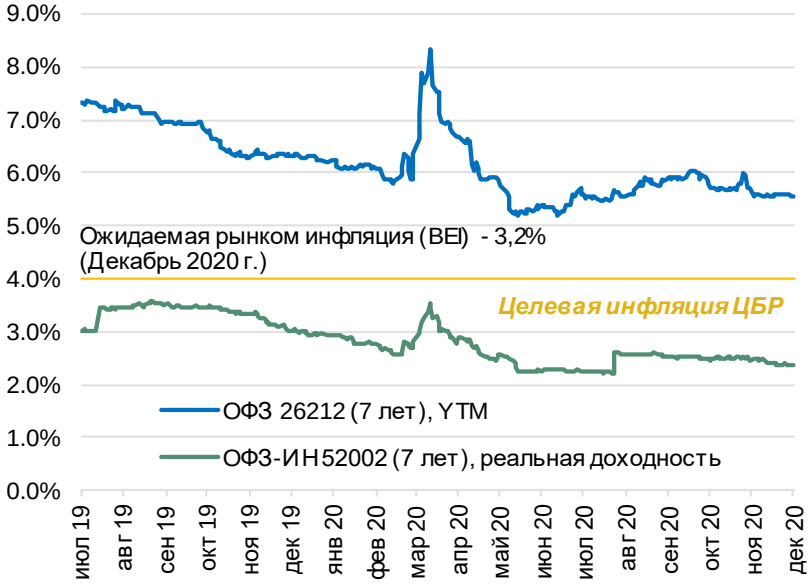
Ускорение инфляции под конец 2020 г. повышает интерес к инфляционным ОФЗ

- В декабре 2020 г. вмененный ожидаемый уровень инфляции (BEI) и реальная доходность индексируемых ОФЗ:
  - ✓ ОФЗ-ИН 52001 (2-летний линкер) – 3,1% (BEI) and 1,7% соответственно;
  - ✓ ОФЗ-ИН 52002 (7-летний линкер) – 3,2% (BEI) and 2,4% соответственно.
- Текущий уровень индексируемых ОФЗ в сравнении с госооблигациями с постоянным купоном отражает рыночные ожидания низкой инфляции – ниже целевого уровня ЦБР в 4%. Ускорение инфляции под конец 2020 г. повышает интерес к инфляционным ОФЗ.
- При таргетируемой ЦБР инфляции в 4% и с учетом текущих уровней ОФЗ с постоянным купоном реальная доходность ОФЗ-ИН 52001 и ОФЗ-ИН 52002 должна быть на уровне 0,8% и 1,6% соответственно.

ОФЗ 26215 vs ОФЗ 52001



ОФЗ 26212 vs ОФЗ 52002



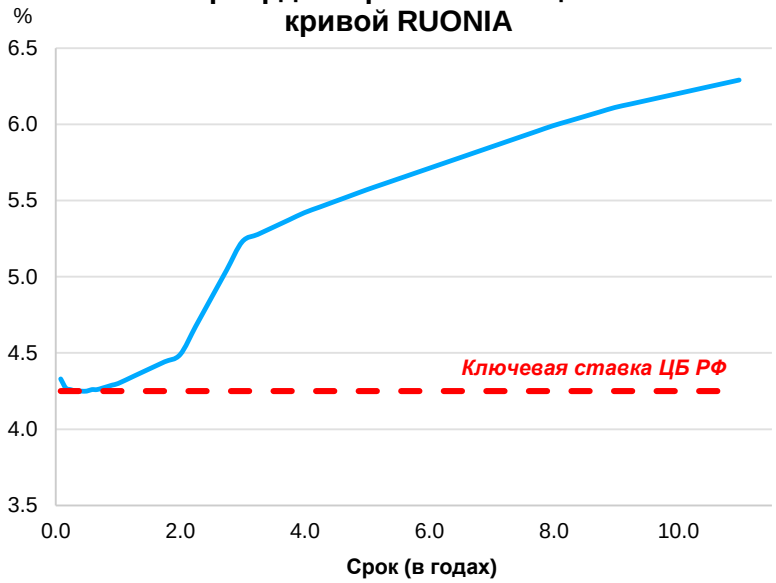
Источник: ЦБР, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ОФЗ-ПК ДЛЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ ПРОЦЕНТНОГО РИСКА

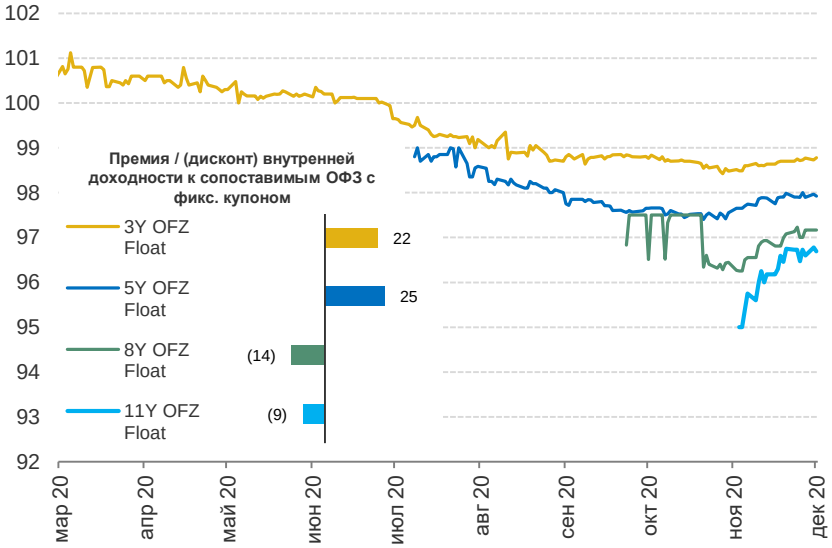
С учетом ожиданий нормализации монетарной политики ЦБ, ОФЗ-ПК могут стать хорошим инструментом для хеджирования процентного риска

- В 2020 г. Минфин значительно нарастил объем ОФЗ-ПК в обращении. Данный тип госбумаг позволил ведомству достичь рекордных объемов первичных размещений ОФЗ (доля «флоутеров» была в среднем выше 80% с сентября 2020 г.). Высокий спрос со стороны локальных банков определялся завершением цикла монетарного смягчения ЦБ и ожиданиями нормализации уровня ключевой ставки.
- С учетом текущей форвардной кривой RUONIA и некоторых расчетов, краткосрочные и среднесрочные ОФЗ-ПК (сроком 5-6 лет) предлагают премию около 20-25 б.п. к сопоставимым ОФЗ с фиксированным купоном в терминах внутренней доходности, в то время как долгосрочные ОФЗ-ПК (свыше 8 лет) торгуются с соответствующим дисконтом около 10-15 б.п.
- ОФЗ-ПК могут стать хорошим инструментом диверсификации в портфеле инвестора. Помимо хеджирования процентного риска, бумаги отличаются также пониженной волатильностью в сравнение с классическими ОФЗ.

Форвардные рыночные оценки кривой RUONIA



Динамика некоторых ОФЗ-ПК, % от номинала

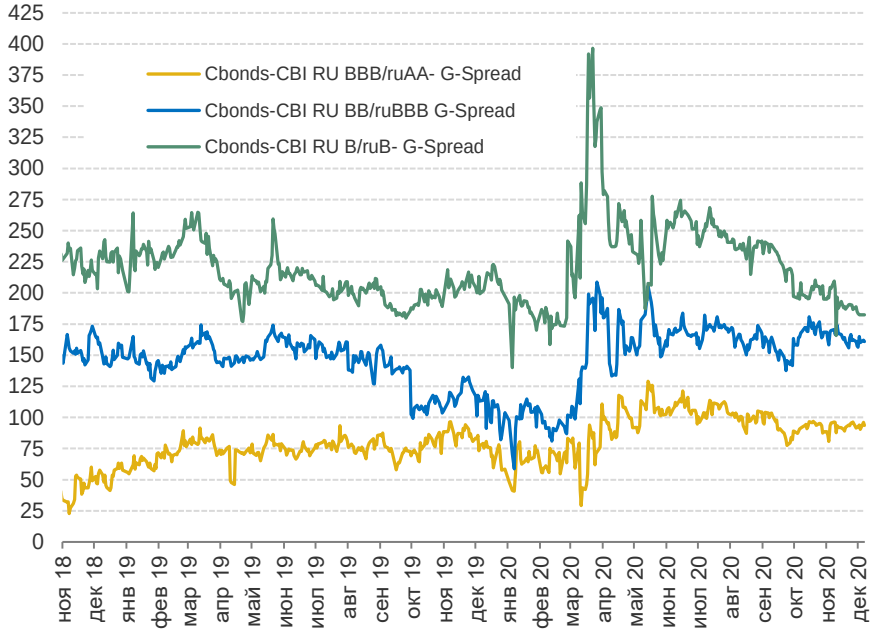


Источники: Московская биржа, Bloomberg, оценки VTB Capital Investments
Примечание: данные на конец ноября 2020 г.

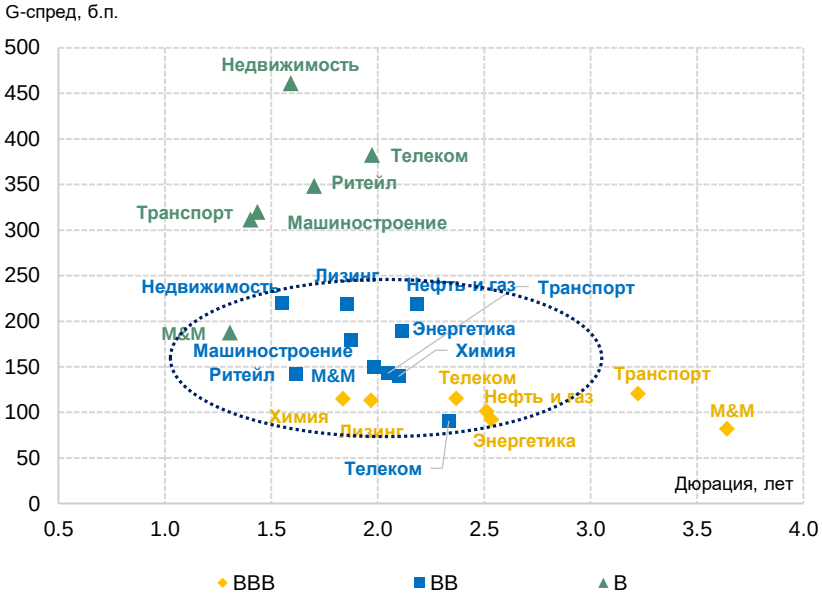
РУБЛЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ СПРЕДЫ ПО РЕЙТИНГУ

- BBB/BB/B корпоративные спреды консолидировались, но продолжают находиться выше средних уровней. Облигации с рейтингом BBB торгуются с G-спредом ниже 100 б.п., в то время как спреды бумаг рейтинговой категории BB и B сближаются к уровням 165-170 б.п. и 190-200 б.п. соответственно.
- Тем не менее, в сравнении с доходностями ОФЗ, рублевые корпоративные облигации остаются привлекательными. Мы предпочитаем бумаги с рейтингом BBB/BB дюрацией до 3 лет и G-спредом 100-150 б.п.
- Облигации с рейтингом BBB ведущих российских добывающих и металлургических (M&M) и транспортных компаний выглядят относительно дорого, в то время как телекоммуникационные компании (BBB), бонды M&M и сектора промышленного производства категории BB, а также облигации ритейлеров и энергетиков (BB) выглядят привлекательно в терминах G-спреда / дюрации.

G-спред корпоративных облигаций, б.п.



Карта корпоративных облигаций по секторам



Источники: Bloomberg, Cbonds, оценки VTB Capital Investments

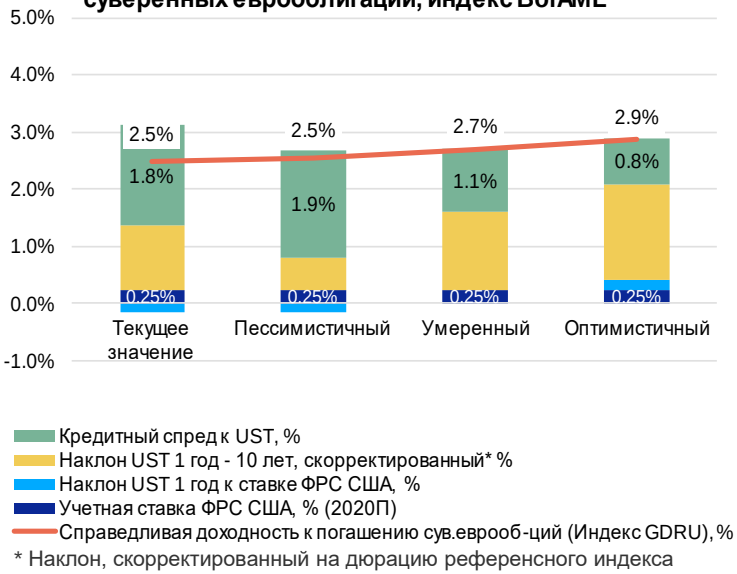
ВАЛЮТНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ – ОЖИДАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ

- В 2020 г. на фоне пандемии коронавируса ФРС снизила ставку на 150 б.п. до 0-0,25% и объявила о неограниченных покупках казначейских бумаг, обеспеченных ипотекой облигаций, корпоративных облигаций и биржевых фондов (ETFs).
- В августе 2020 г. ФРС анонсировала новую стратегию монетарной политики «таргетирования средней инфляции».
- Изменения в монетарной политике ФРС и ожидаемое восстановление мировой экономики в 2021 г. вызвали пересмотр траектории долларовой процентной ставки в наших прогнозах. Мы ожидаем доходность 10-летних казначейских бумаг на уровне 1,25% в 2021 г. (базовый сценарий) против текущих 0,9% годовых.
- **Наш базовый сценарий на 2021 г. предполагает полную доходность российских долларовых евробондов на уровне 0,7-2,7%**, в зависимости от сегмента:
  - ✓ Суверенный еврооблигации (GDRU индекс) (дюрация 9,4 года) – около 0,7% годовых.
  - ✓ Корпоративные еврооблигации (IG / HY индексы) (дюрация 3,6 / 3,0 года) – около 1,2% / 2,7% годовых.

Российские еврооблигации	Текущее значение	Пессимис-тичный	Умерен-ный	Оптимис-тичный
Спреды к казначейским облигациям США, б.п.				
Государственные еврооблигации (GDRU Index)	176	190	110	80
Корпоративные инвестиционного рейтинга (ERUI Index)	178	270	140	130
Рисковые корпоративные еврооблигации (ERUH Index)	245	470	250	230
Средневзвешенная дюрация, лет				
Государственные еврооблигации (GDRU Index)	9.4	9.4	9.4	9.4
Корпоративные инвестиционного рейтинга (ERUI Index)	3.6	3.6	3.6	3.6
Рисковые корпоративные еврооблигации (ERUH Index)	3.0	3.0	3.0	3.0
Ожидаемая доходность к погашению еврооблигаций на горизонте 12 мес, %				
10-летние казначейские облигации США	0.9%	0.5%	1.3%	1.7%
Государственные еврооблигации (GDRU Index)	2.5%	2.5%	2.7%	2.9%
Корпоративные инвестиционного рейтинга (ERUI Index)	1.9%	3.0%	2.2%	2.3%
Рисковые корпоративные еврооблигации (ERUH Index)	3.0%	5.0%	3.2%	3.2%
Ожидаемая совокупная доходность инвестирования в еврооблигации в долларах США, % годовых				
Государственные еврооблигации (GDRU Index)		2.0%	0.7%	-0.9%
Корпоративные инвестиционного рейтинга (ERUI Index)		-1.0%	1.2%	0.8%
Рисковые корпоративные еврооблигации (ERUH Index)		-0.9%	2.7%	2.6%
Средняя ожидаемая доходность в долларах США		0.0%	1.5%	0.8%
Условная вероятность сценария, %		30%	50%	20%

Декомпозиция справедливой доходности суверенных еврооблигаций, индекс BofAML



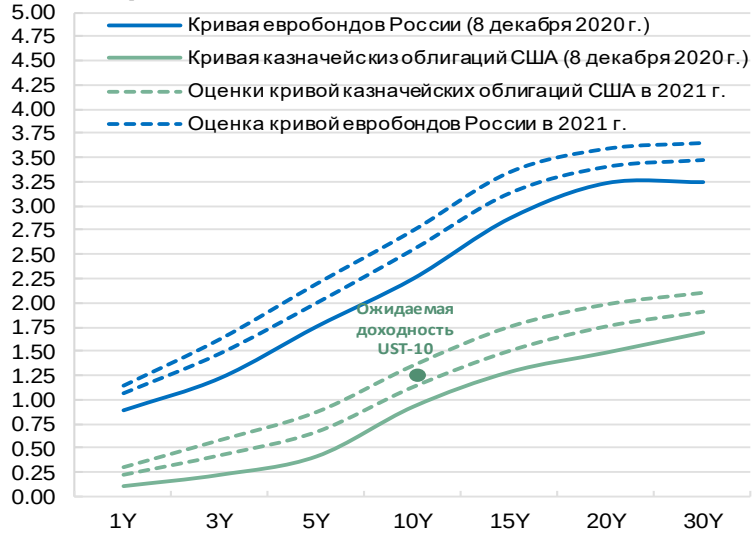
* Наклон, скорректированный на дюрацию референсного индекса

Источник: BofAML, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

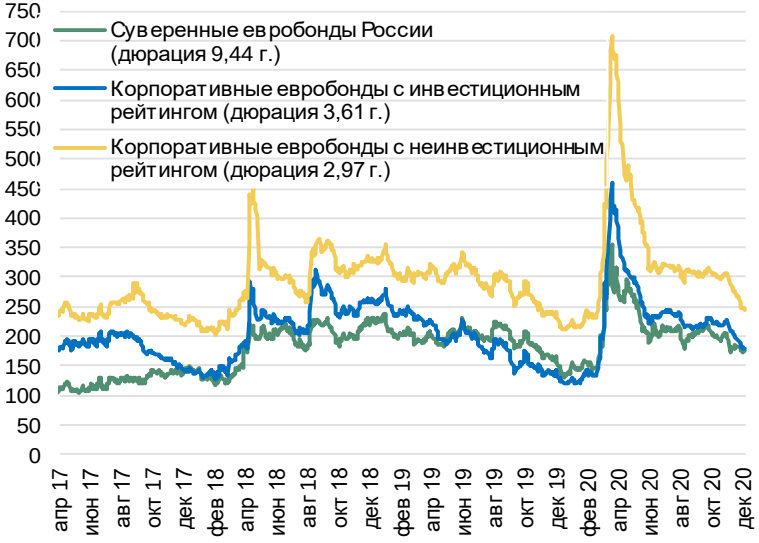
ОЦЕНКА ИЗМЕНЕНИЯ КРИВОЙ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- В 2021 г. кривая доходности российских суверенных еврооблигаций, вероятно, будет расти следом за кривой UST на фоне восстановительного роста мировой экономики и ускорения инфляции.
- Российские еврооблигации могут частично повторить сдвиг кривой доходности UST, компенсировав движение сжатием спредов, которые на расширенных уровнях (индексы BofA).
- Наклон кривой российских суверенных евробондов, вероятно, станет более крутым, отражая форму кривой казначейских облигаций США. В этом случае полная ожидаемая доходность российских еврооблигаций, скорее всего, не превысит 1,0–2,25% годовых.
- G-спреды российских корпоративных еврооблигаций относительно узкие, изменение доходности, вероятно, будет в соответствии с кривой суверенных бумаг. Полная ожидаемая доходность корпоративных евробондов инвестиционного уровня может составить 1,5–3,0%, ниже инвестиционного – 2,0-4,2% годовых. Среднесрочные евробонды 5-7 лет выглядят привлекательней по соотношению риск / доходность.

Оценка кривой доходности евробондов России в 2021 г., %



Индексы спредов (BofA) суверенных и корпоративных евробондов России, б.п.

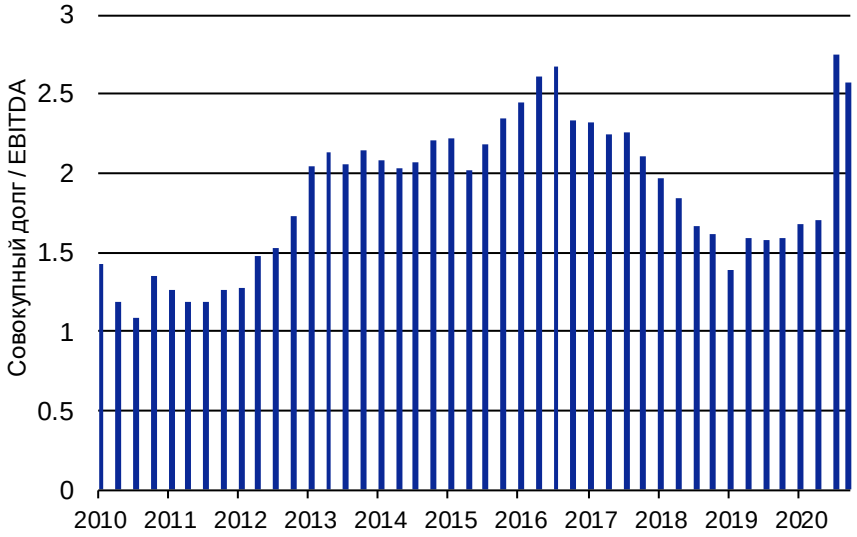


Источник: BofAML, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

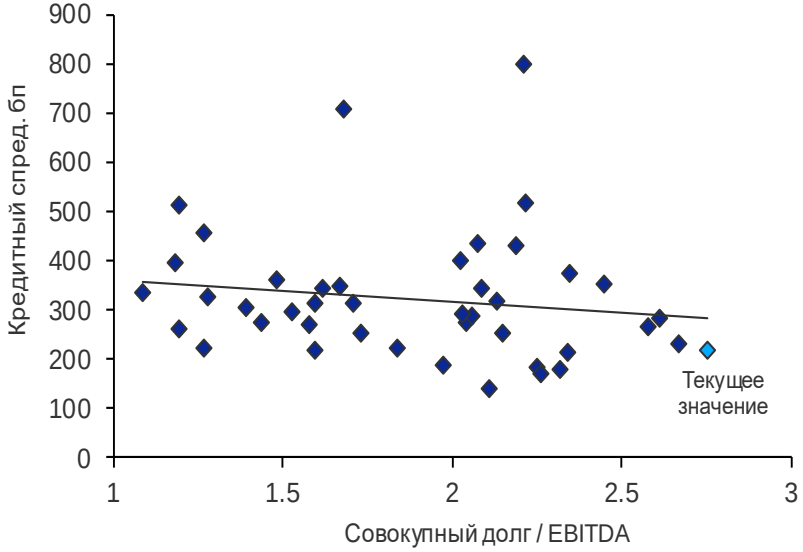
ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА И КРЕДИТНЫЕ СПРЕДЫ

- Несмотря на геополитические риски в 2014-2016 гг., российскому корпоративному сектору удается избегать ухудшения кредитных метрик во-многом благодаря сокращению капвложений и разумной долговой политике.
- С 2010 года агрегированная долговая нагрузка эмитентов российских корпоративных еврооблигаций (исключая банковской сектор) Долг/EBITDA выросла с 1,5x до 2,8x (по индексу CEMBI). Затем этот показатель снизился до 1,7x благодаря восстановлению прибыльности эмитентов и снижению заимствований. Из-за начавшегося в 1 кв. 2020 г. эпидемиологического кризиса показатель вырос до 2,8x, преимущественно из-за сокращения EBITDA, однако метрика начинает постепенно восстанавливаться.

Агрегированная долговая нагрузка для вселенной российских корпоративных еврооблигаций (исключая Банки)



Долговая нагрузка относительно кредитных спредов



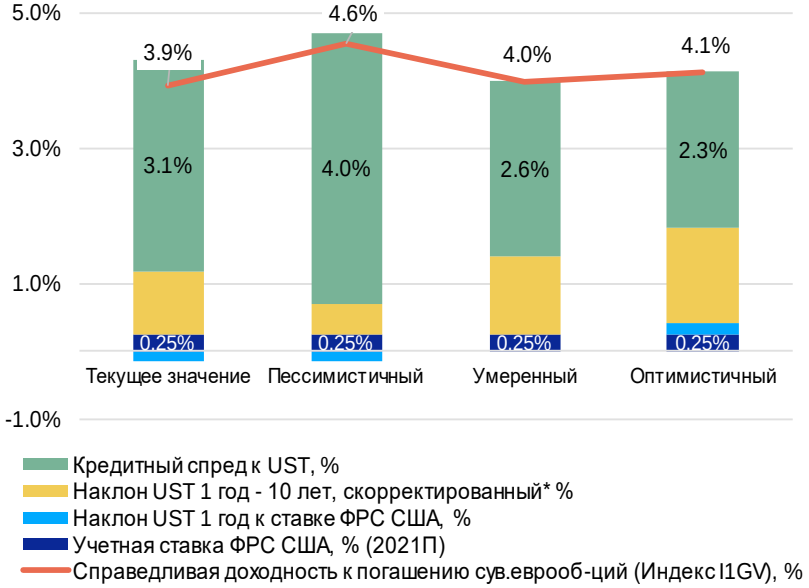
Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ЕВРООБЛИГАЦИИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ – ОЖИДАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ

- К концу 2020 г. рынок долговых инструментов развивающихся стран (GEM) в основном восстановил свои позиции с точки зрения доходности после распродаж в марте. Однако во вселенной GEM все еще есть пространство для маневра, главным образом, при работе с кредитными спредами.
- В 2021 г. наш базовый сценарий предполагает однозначные значения полной доходности (3,4-4,9%) для евробондов развивающихся стран (индексы BofA), с учетом возможного роста доходности казначейских бумаг США (до 1,25% для10-летнего бенчмарка).
- Для сравнения, полная доходность российских долларовых еврооблигаций (0,7-2,7%) уступает в абсолютных значениях еврооблигациям развивающихся рынков.

GEM Еврооблигации	Текущее значение	Пессимис-тичный	Умерен-ный	Оптимис-тичный
Спреды к казначейским облигациям США, б.п.				
GEM государственные еврооблигации (I1GV Index)	312	400	260	230
GEM корпоративные еврооблигации (EM3R Index)	356	530	330	310
Средневзвешенная дюрация, лет				
GEM государственные еврооблигации (I1GV Index)	8.0	8.0	8.0	8.0
GEM корпоративные еврооблигации (EM3R Index)	4.5	4.5	4.5	4.5
Ожидаемая доходность к погашению еврооблигаций, %				
10-летние казначейские облигации США	0.9%	0.5%	1.3%	1.7%
GEM государственные еврооблигации (I1GV Index)	3.9%	4.6%	4.0%	4.1%
GEM корпоративные еврооблигации (EM3R Index)	4.4%	5.7%	4.2%	4.3%
Ожидаемая совокупная доходность инвестирования в еврооблигации в долл., % годовых				
GEM государственные еврооблигации (I1GV Index)		-0.5%	3.4%	2.5%
GEM корпоративные еврооблигации (EM3R Index)		-0.3%	4.9%	4.5%
Условная вероятность сценария, %		30%	50%	20%

Декомпозиция справедливой доходности суверенных еврооблигаций GEM, индекс BofAML



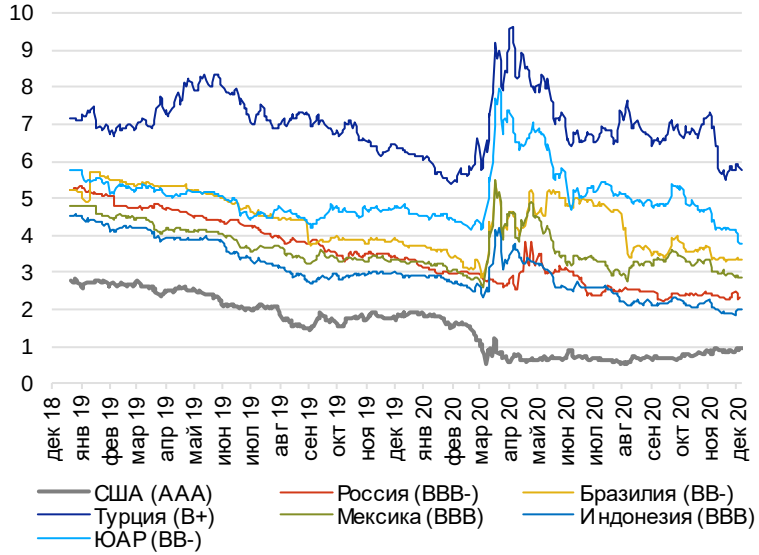
* Наклон, скорректированный на дюрацию референсного индекса

Источник: BofAML, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

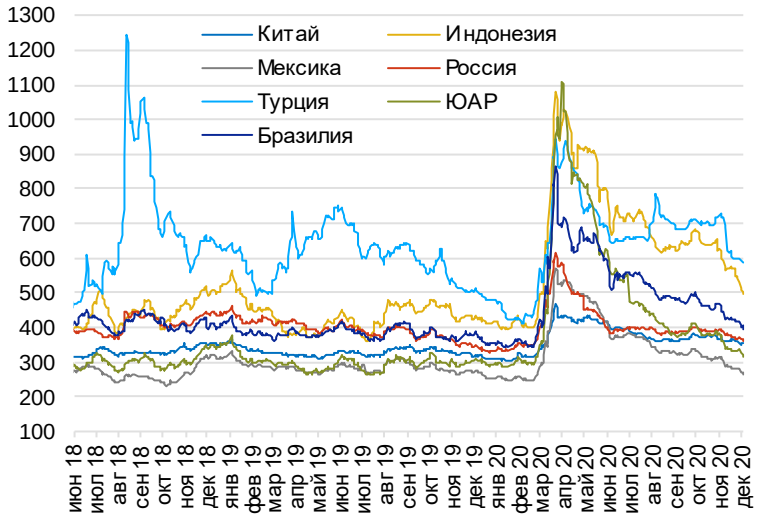
ЕВРОБОНДЫ GEM: ДОХОДНОСТИ И СПРЕДЫ

- После шока в 1 кв. 2020 г. еврооблигации GEM восстанавливались во 2-4 кв. до уровней перед пандемией. Мягкая монетарная политика глобальных Центробанков позволила ряду стран с инвестиционными рейтингами достичь исторических минимумов по доходности.
- Евробонды России и Индонезии – одни из наиболее стабильных в пандемию среди развивающихся стран, бенчмарки Турции и ЮАР вернулись на докризисный уровень, несмотря на понижение рейтингов до «B+/BB-». Евробонды Мексики и Бразилии отстают от динамики стран GEM, заслуживая внимания в 2021 г. на фоне начала массовой вакцинации.
- Появление вакцин снижает риск новых карантинных мер. Несмотря на это Z-спреды остаются расширенными. Это сохраняет привлекательность корпоративных евробондов в Азии и Латинской Америке как в секторах устойчивых к пандемии (пищевая промышленность, упаковка, телекоммуникации, ИТ и др.), так и пострадавших от коронакризиса (нефтегаз, авиация, торговля и др.).

Доходность суверенных евробондов GEM и облигаций США (10 лет), %



Корпоративные Z-спреды стран GEM, б.п.

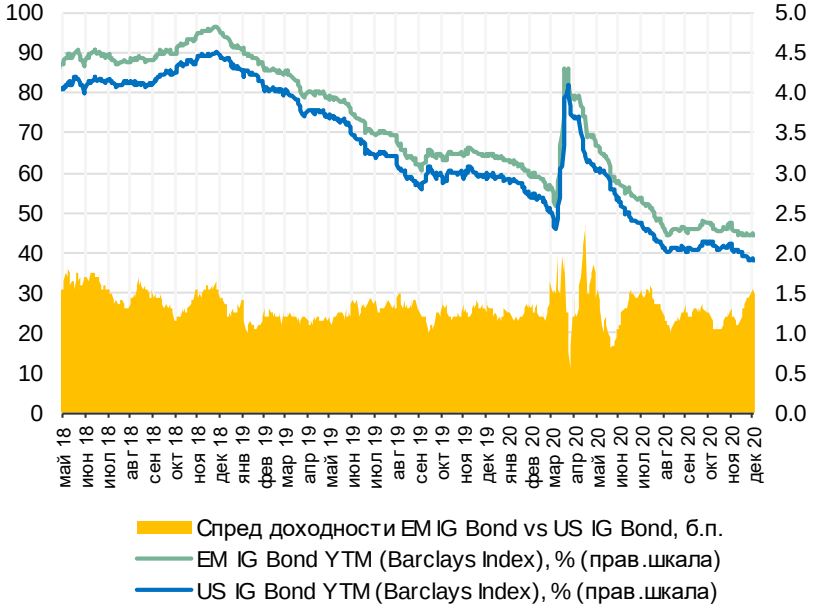


Sources: Bloomberg, JP Morgan, VTB Capital Investments research estimates

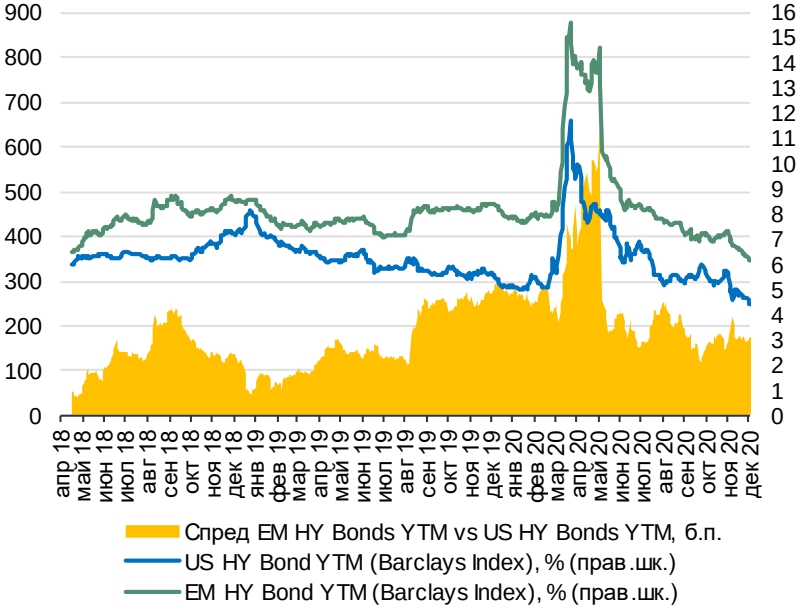
GEM ЕВРООБЛИГАЦИИ ПРОТИВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ США

- Во 2-3 кв. 2020 г. низкорисковые и высокодоходные облигации в иностранной валюте восстановили свои позиции после распродаж в марте из-за пандемии коронавируса в мире.
- Беспрецедентные меры стимулирования ФРС привели к заметному снижению доходностей американских корпоративных бондов. В марте ФРС анонсировала программу выкупа корпоративных бондов на 750 млрд долл.
- Доходности евробондов развивающихся стран также вернулись к уровням до момента распродаж в марте, спреды евробондов инвестиционной категории к американским низкорисковым бумагам находятся на уровне среднегодовых значений в ~26 б.п. (индексы Barclays).
- Мы отдаем предпочтение инвестиционным еврооблигациям развивающихся стран и видим привлекательную премию в отдельных высокодоходных еврооблигациях рейтинговой группы «BB», если эмитенты имеют устойчивую позицию ликвидности, низкую долговую нагрузку и сильную поддержку акционеров.

Доходности Investment Grade Bonds US и EM в долларах (Barclays Indexes)



Доходности High Yield Bonds US и EM в долларах (Индексы Barclays)



Источник: Bloomberg, JP Morgan, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ГЛОБАЛЬНЫЕ АКЦИИ

ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА

Наши предпочтения:

- Мы предпочитаем пострадавшие от COVID секторы в расчёте на успешную вакцинацию.
- Мы сохраняем осторожный взгляд на сектора-бенефициары COVID, но не ожидаем негативной динамики по сравнению с рынком облигаций.

Сектор	Вклад в S&P 500:		Мультипликатор P/E		Наш взгляд	
	Капитализация '20	EPS '20	Прогноз '20	Прогноз '21		
Товары выборочного спроса	11%	7%	42.2	28.9	Позитивный	Ожидаем рост потребительских расходов на фоне восстановления экономики
Нефть и газ	2%	-1%	-136.0	36.4	Позитивный	Вакцинация приведет к восстановлению мобильности и спроса на нефть, что в результате приведет к ее дефициту
Здравоохранение	14%	21%	17.9	16.1	Позитивный	Предпочитаем сравнительно дешевые фармкомпании и отдельные имена в субсекторах биотехнологий и медтех
Материалы	3%	3%	26.9	20.9	Позитивный	Ожидаем опережающего роста в сегменте сельскохозяйственных товаров
Услуги связи	11%	12%	25.6	21.8	Нейтральный	Выигрышное положение телекомов в период карантина уже полностью учтено в ценах
Товары повседневного спроса	7%	8%	22.0	20.6	Нейтральный	Сектор выглядит переоцененным после выгодного позиционирования в пандемию
Финансы	10%	16%	17.7	14.6	Нейтральный	Низкие мультипликаторы компенсируются высокими регуляторными рисками
Промышленность	9%	5%	40.8	23.8	Нейтральный	Сохраняем осторожный взгляд, предпочитая авиалинии и географически диверсифицированные компании
Информационные технологии	27%	24%	28.6	25.4	Нейтральный	Выделяем недооцененные подсектора нацеленные на восстановление экономики
Недвижимость	3%	1%	48.5	47.4	Негативный	Не видим перспективы для дальнейшего роста с учетом ожиданий по увеличению процентных ставок в будущем
Энергоснабжение	3%	4%	18.5	17.5	Негативный	Не ожидаем увидеть существенного роста в защитных секторах
Индекс	100%	100%	26.2	21.5		

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СЫРЬЯ (НЕФТЬ И ГАЗ, МЕТАЛЛЫ, С/Х ПРОДУКЦИЯ)

Нефть и сельское хозяйсво предпочтительнее металлов на фоне восстановления мировой экономики

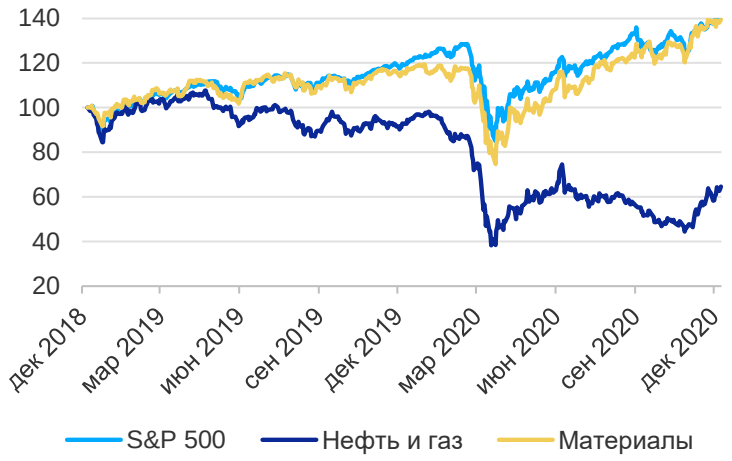
ВЗГЛЯД

- С марта по сентябрь 2020 г. мы отдавали предпочтение металлам и горной добыче, в том числе железной руде, поскольку ожидали сильного роста экономики Китая: Китай – ключевой потребитель сырьевых товаров. Также мы были очень позитивны в отношении золота.
- В квартальном обзоре от 2 октября мы подняли прогноз по Brent на 2021 г. с 45 до 50 долл./барр. и сместили предпочтения в пользу нефти и с/х продукции, в том числе кукурузы и пшеницы – на ожидании скорой разработки вакцин и дальнейшего восстановления мобильности населения и роста спроса на нефть с дальнейшим дефицитом на рынках нефти.
- Мы подтверждаем наш взгляд: в 2021 г.нефть предпочтительнее металлов, горной добычи и золота. Акции нефтяных компаний выступают явными “акциями стоимости”. Также нам нравятся отдельные с/х производители. Качественные имена среди металлургов и горнодобытчиков также могут хорошо показать себя, но потенциал роста ограничен.

АКЦИИ НА ПОКУПКУ

- Royal Dutch Shell (RDSA US) Среди глобальных нефтянников теперь мы предпочитаем RDSA, а не Total. Мы рассчитываем получить выгоду от роста цен на нефть. Рынок может недооценить результаты за 2021 г. на фоне роста цен на нефть и оптимизации расходов.
- ADM (ADM US) У нас положительный взгляд на рынок продовольствия в США, и мы предпочитаем акции ADM за счет сильного позиционирования и стабильно дистрибуторской сети. С/х компании могут выиграть от роста экспорта США. Результаты за 4 кв. 2020 г. могут оказаться сильными за счет роста цен на сою.

Динамика отраслевых индексов



	RDSA LN	ADM US
Сектор	Нефть и газ	Пищевая продукция
Рыночная капитализация, млрд. долл.	144	28
Динамика в 2020 г.	-34%	12%
Див. Доходность (оц.)	6.8%	2.9%
EV / EBITDA '21	5.6	10.1
Чистый долг / EBITDA	1.8x	2.3x
% рекомендаций "Покупать"	63%	77%

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ЗДРАВООХРАНЕНИЕ

Несмотря на сильные результаты крупные фармкомпании торгуются с дисконтом к рынку

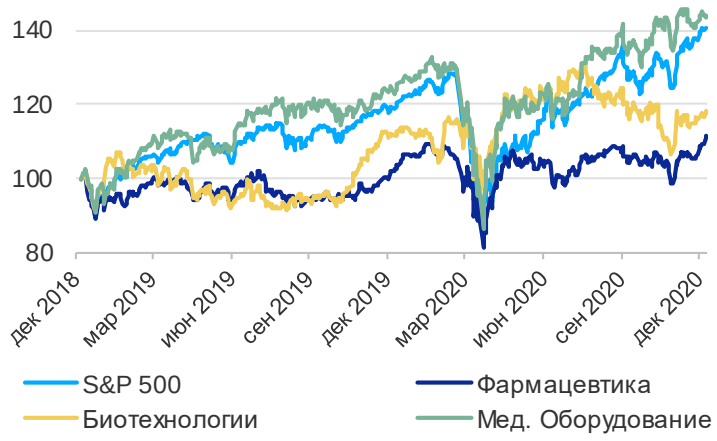
ВЗГЛЯД

- Мы считаем, что Байден сфокусируется на борьбе с пандемией, увеличит объемы тестирования и ускорит вакцинацию, что, на наш взгляд, уже заложено в ценах.
- Сектор не стал бенефициаром пандемии. Большинство компаний столкнулись с отложенным спросом и задержками при проведении клинических испытаний.
- На наш взгляд, доходность сектора превзойдет S&P 500 на фоне внушительного роста EPS, снижения рисков и изобилия «акций стоимости». Мы предпочитаем крупные фармкомпании и отдельные имена среди Био- и Медтех.

АКЦИИ НА ПОКУПКУ

- Boston Scientific (BSX US) остается нашим фаворитом в Медтех благодаря фундаментальным факторам роста и высокой диверсификации выручки. Мы считаем, что отложенный спрос не полностью учтен в консенсусе и оценка BSX сравняется со средней в индустрии.
- Vertex Pharmaceuticals (VRTX US) предлагает лучшее соотношение риск / доходность в сегменте Биотех. Мы ожидаем положительные результаты AADT испытаний в 1 пол. 2021 г. и закладываем в модель рост выручки от франшизы муковисцидоза с $4 до $9 млрд к 2025 г.
- Novartis (NVS US) - одна из самых недооцененных европейских компаний с обширным портфелем препаратов и высокими дивидендами.

Динамика отраслевых индексов



	BSX US	VRTX US	NVS US
Сектор	Мед. Оборудование	Биотехнологии	Фармацевтика
Рыночная капитализация, млрд. долл.	49	60	225
Динамика в 2020 г.	-25%	5%	0%
Див. Доходность (оц.)	0.0%	0.0%	3.7%
EV / EBITDA '21	16.8	13.2	14.0
Чистый долг / EBITDA	2.2x	N/M	1.5x
% рекомендаций "Покупать"	89%	82%	100%

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

IT И ТЕЛЕКОМЫ

Мы предпочитаем адекватно оцененные сектора с понятными перспективами роста

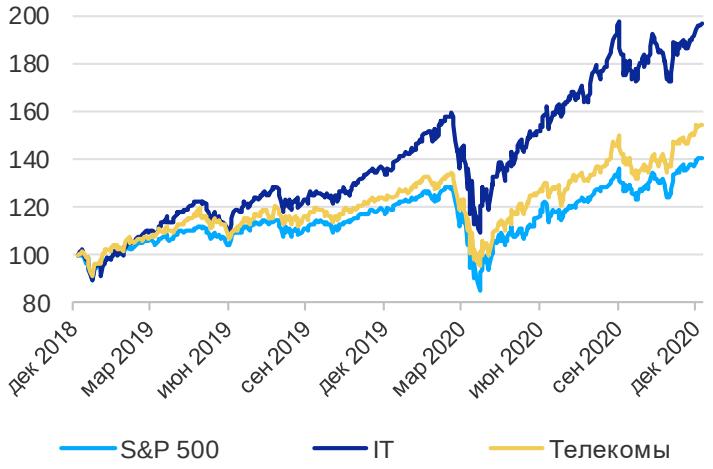
ВЗГЛЯД

- Мы ожидаем, что режим работы из дома сохранится в 1 пол. 2021 г. и поддержит результаты IT компаний, однако эти ожидания уже заложены в текущие цены акций.
- Низкие процентные ставки, скромная инфляции и активная монетарная политика обычно положительно влияют на цены активов с долгосрочным потенциалом роста. Мы ожидаем, что 2021 г. станет хорошим годом для быстрорастущих IT компаний, но не ожидаем роста цен на их акции в связи с текущей высокой оценкой.
- В 2021 г. мы отдаем предпочтение адекватно оцененным индустриям с понятными перспективами роста в условиях посткризисного восстановления экономики. В их число входят разработчики видеоигр, дистрибьютеры контента и производители полупроводников.

АКЦИИ НА ПОКУПКУ

- Comcast (CMCSA US) станет бенефициаром продолжающегося перехода на широкополосный интернет и посткризисного восстановления рекламных расходов на ТВ, где CMCSA занимает лидирующие позиции по созданию и дистрибуции контента.
- Electronic Arts (EA US) выиграет от растущего спроса на онлайн игры. Мы ожидаем, что новое поколение консолей и карантинные меры будут основными драйверами спроса на видеоигры в 2021 году.

Динамика отраслевых индексов



	CMCSA US	EA US	LITE US
Сектор	Медиа	Развлечения	ИТ оборудование
Рыночная капитализация, млрд. долл.	235	38	7
Динамика в 2020 г.	17%	23%	14%
Див. Доходность (оц.)	1.9%	0.0%	0.0%
EV / EBITDA '21	10.1	15.1	9.2
Чистый долг / EBITDA	2.9x	N/M	N/M
% рекомендаций "Покупать"	68%	63%	88%

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ТОВАРЫ

Стремительное восстановление потребления на фоне восстановления экономики

ВЗГЛЯД

- Мы ожидаем продолжение ротации в пользу компаний потребительского сектора в 2021 г., однако стоит быть готовым к краткосрочным просадкам, в случае если скорость восстановления экономики замедлится.
- Мы отдаем предпочтение европейским компаниям, так как рассчитываем на более стремительное восстановление потреб. расходов после отмены ограничительных мер.
- Мы предпочитаем качественные компании с умеренным риск-профилем. Наши фавориты: сети туристических отелей, рестораны и производители одежды.

АКЦИИ НА ПОКУПКУ

- Ralph Lauren (RL US) Несмотря на признаки быстрого восстановления продаж и фокус на операционную эффективность, компания торгуется по 7.7x EV/EBITDA ’22, что дешевле оценки сопоставимых компаний (8,4x).
- Darden Restaurants (DRI US) В условиях банкротства частных ресторанов крупные сети получили возможность для консолидации рынка. Сокращение персонала и количества наименований в меню увеличат маржу на 100-150 б.п., что сулит более высокую оценку бизнеса.
- Whitbread (WTB LN) Будучи крупнейшим отельным оператором Великобритании с фокусом на бюджетный сегмент, компания отлично позиционирована на вакцинацию населения и восстановление туризма

Динамика отраслевых индексов

	RL US	DRI US	WTB LN
Сектор	Мода	Отели и рестораны	Отели и рестораны
Рыночная капитализация, млрд. долл.	7	15	9
Динамика в 2020 г.	-16%	4%	-24%
Див. Доходность (оц.)	2.3%	1.9%	0.0%
EV / EBITDA '21	11.4	16.6	31.5
Чистый долг / EBITDA	1.1x	3.8x	6.4x
% рекомендаций "Покупать"	35%	61%	54%

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

COVID-19 подавил предыдущий промышленный цикл. Новый цикл уже показывает свою силу

ВЗГЛЯД

- В 2020 г. пандемия COVID-19 полностью погасила предыдущий промышленный цикл, который медленно затухал в течение 2 лет. Промышленные мощности показали сильный рост после пары месяцев абсолютных минимумов.
- Мы видим ещё больше потенциала для роста промышленного сектора в 2021 г. Отдаем предпочтение акциям крупных промышленных конгломератов с хорошими фундаментальными характеристиками, генерирующих стабильно высокие денежные потоки и выплачивающих привлекательные дивиденды.
- Также мы считаем привлекательным подсектор авиаперевозок, который пострадал от пандемии в наибольшей степени, однако он является одним из главных бенефициаров новостей о вакцинах. Также мы считаем, что рост мобильности населения благоприятно скажется на поездках на такси.

Динамика отраслевых индексов

АКЦИИ НА ПОКУПКУ

- Caterpillar (CAT US) – одна из крупнейших промышленных компаний с доходностью свободного денежного потока 4.5-5.4% и дивидендной доходностью 2.4-2.6% в 2021-22 гг.
- Southwest Airlines (LUV US) станет бенефициаром распространения вакцины и восстановления авиатрафика. Southwest Airlines выглядит наиболее безопасно среди американских авиалиний: негативный чистый долг и наибольшая концентрация на внутренних перевозках.
- Lyft (LYFT US). Постепенное снятие карантинных ограничений и рост мобильности населения окажут поддержку выручке агрегаторов такси. Мы также ожидаем, что все больше американских штатов законодательно разрешат не нанимать водителей в качестве постоянных штатных работников, что снимет угрозу более высоких операционных расходов у агрегаторов такси.

	LUV US	CAT US	LYFT US
Сектор	Авиалинии	Машинная техника	Транспорт
Рыночная капитализация, млрд. долл.	28	97	15
Динамика в 2020 г.	-12%	25%	8%
Див. Доходность (оц.)	0.8%	2.4%	0.0%
EV / EBITDA '21	18.3	12.8	N/M
Чистый долг / EBITDA	N/M	0.3x	N/M
% рекомендаций "Покупать"	74%	48%	65%

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

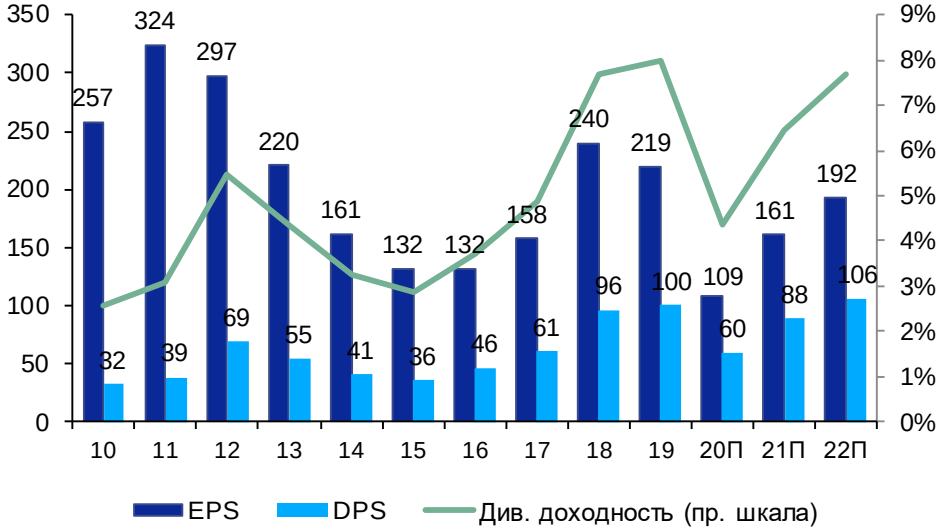
РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

ДИВИДЕНДНОЕ “КЕРРИ” В АКЦИЯХ – МЕЧТА РАНТЬЕ

- **Нормы дивидендных выплат постепенно повышаются с 2011 года.** Совокупный коэффициент дивидендных выплат для индекса РТС может превысить 50% по итогам 2020 года за счет того, что ряд компаний имеют желание и возможность сгладить выплаты акционерам в трудный год. В долгосрочной перспективе мы ожидаем стабилизации нормы выплат в районе 55-65%, поскольку государственные компании движутся к 50%, а частные в большинстве своём платят более 50%.
- **Низкий уровень долга.** Агрегированный показатель Долг / EBITDA составляет ~3, Чистый долг / EBITDA ~2.5
- **Дивидендная доходность около 4.4% по итогам сложного года – это больше, чем многие альтернативные рынки могут обеспечить даже в хороший год**. После восстановления прибылей с циклического дна дивидендная доходность может превысить 7,5%.

Дивидендная доходность российского рынка акций превышает доходность суверенных еврооблигаций на 400бп

Прогноз агрегированной прибыли на акцию (EPS), дивиденда (DPS) и дивидендной доходности для индекса РТС



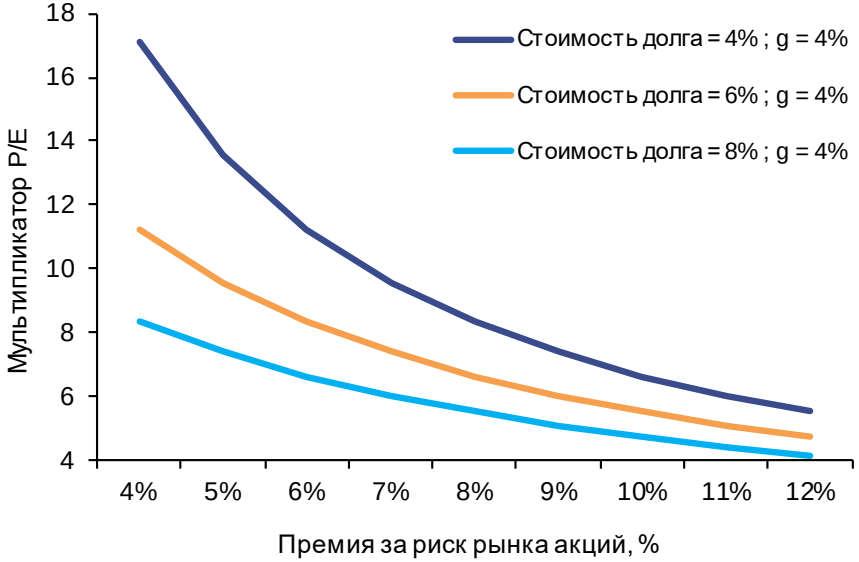
Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

СНИЖЕНИЕ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА => ПОЗИТИВНАЯ ПЕРЕОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ

- **Стоимость долга существенно снизилась.** Обслуживание одной и той же суммы долга сейчас обходится в 2+ раза дешевле, чем 5 лет назад. С точки зрения теории корпоративных финансов для максимизации стоимости компании должны увеличивать выплаты акционерам за счет роста доли долга в структуре капитала.
- **Снижение стоимости капитала означает более высокую оценку акций**. Эффект от снижения на 1% компонента премии за акционерный риск (ERP) в ставке дисконтирования, применяемой в моделях оценки акций, при прочих равных усиливается в среде низких процентных ставок. Если такая среда сохранится и усилится, то оценка российского рынка акций в диапазоне “менее 10 по P/E” может остаться атрибутом прошлого.

Стоимость привлечения долга для российских заемщиков в рублях и в валюте снизилась в 2+ раза с 2015 г.

Теоретическая зависимость мультипликатора P/E от премии за риск рынка акций согласно DDM-модели

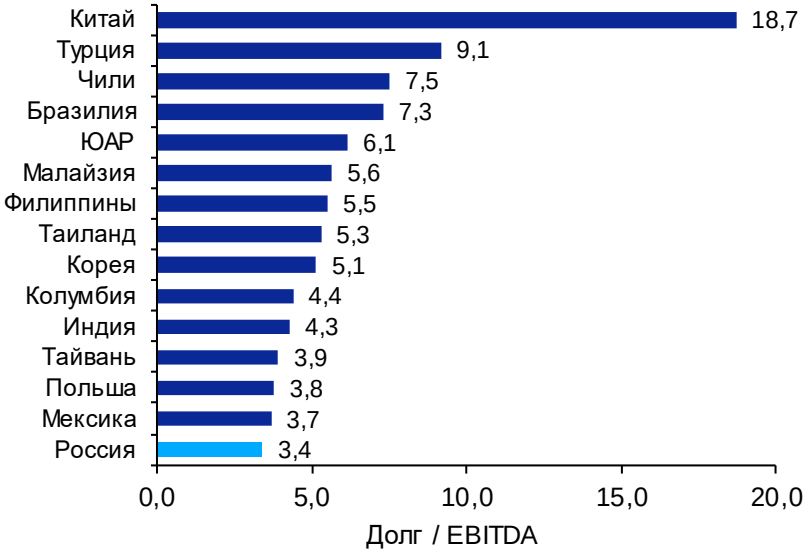


Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

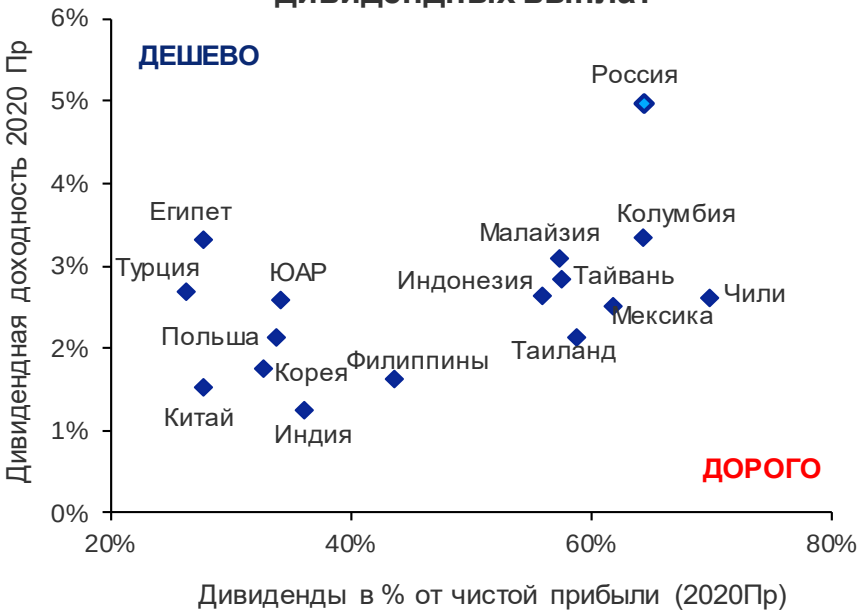
ТЕКУЩИЕ ДИВИДЕНДЫ УСТОЙЧИВЫ

- **Низкий уровень долговой нагрузки:** после достижения максимального значения в 2013 г. до 2,6x, совокупное значение Долг/EBITDA компаний, входящих в индекс РТС, стало снижаться.
- Дивидендные выплаты могут увеличиваться дальше, т.к. **дивиденды хорошо покрыты свободным денежным потоком**.
- **Большое пространство для увеличения долговой нагрузки.** По итогам 2020 г. публичные компании могут направить на дивиденды до 70% чистой прибыли, что приведет к росту показателя Долг / EBITDA до 3,4x, что является умеренным показателем.

Долговая нагрузка российских публичных комапний - наименьшая среди развив. рынков



Дивидендная доходность и норма дивидендных выплат



Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛА РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ «TOP-DOWN»

- Мы прогнозируем доходность российского рынка на уровне около 26% на базе метода дисконтируемых дивидендных потоков (DDM) для оценки потенциала.
- Мы ожидаем, что рост показателя EPS индекса РТС в 2021 г. составит около 69% исходя из цены нефти марки Brent в $50 / барр.

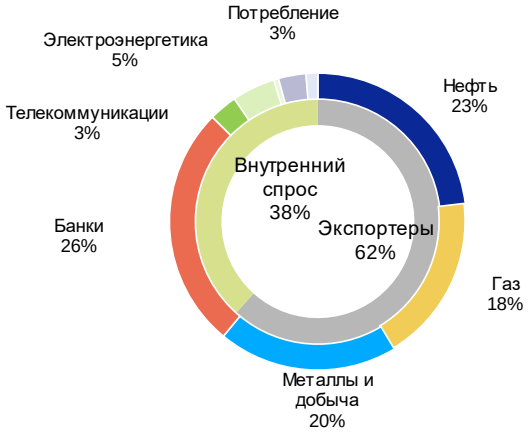
Анализ top-down: сценарии российского рынка акций на ближайшие 12 мес.			
Показатель	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Прибыль на акцию индекса РТС в 2019 г., $	99,6	99,6	99,6
Изменение прибыли на акцию в 2021 г., %	51%	69%	95%
Прибыль на акцию индекса РТС в 2021 г., $	149,9	168,1	194,0
Норма выплаты дивидендов, %	50%	55%	60%
Дивиденды на акцию индекса РТС по итогам 2021 г.	75,0	92,5	116,4
Страновой риск РФ, %	2,5%	2,7%	2,9%
Премия за риск инвестирования в акции РФ, %	6,0%	4,5%	4,0%
Долгосрочный темп роста прибыли, %	1,5%	1,5%	1,5%
Справедливое значение индекса РТС, пунктов	1065	1624	2164
Целевая дивидендная доходность	7,0%	5,7%	5,4%
Целевой мультипликатор P/E	7,1	9,7	11,2
Текущий индекс РТС, пунктов	1365	1365	1365
Потенциал роста (+)/снижения (-) РТС, %	-21,9%	19,0%	58,6%
Дивидендная доходность РТС, %	5,5%	6,8%	8,5%
Совокупная доходность (USD), %	-16,4%	25,8%	67,1%
Взвешенное среднее по 3-м сценариям		**21,4%**	
Условная вероятность сценария, %	30%	50%	20%
Справочно: среднегодовая цена нефти Urals $/брр	40	50	60

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

2021 ГОД – РОСТ EPS

- Основной вклад в восстановление показателя прибыли на акцию индекса РТС в 2021 г. относительно 2020 г ожидается за счет газового (+24,0 пп), нефтяного (+21,7 пп) и финансового (+9,8 пп) секторов и сектора металлургии (+6,5 пп).
- Сектора розничной торговли и телекоммуникации продемонстрировали стабильную или даже более высокую маржинальность во время пандемии COVID-19.
- Агрегированный показатель ROE индекса РТС (прогноз ~11% на 2021г. в базовом сценарии) недалек от исторически минимальных значений.

Доля секторов в EPS индекса РТС (2021)



Вклад отдельных отраслей в изменение EPS индекса РТС 2021/2020, п.п. (базовый сценарий)

Доходность акционерного капитала (ROE) по сценариям, индекс РТС**

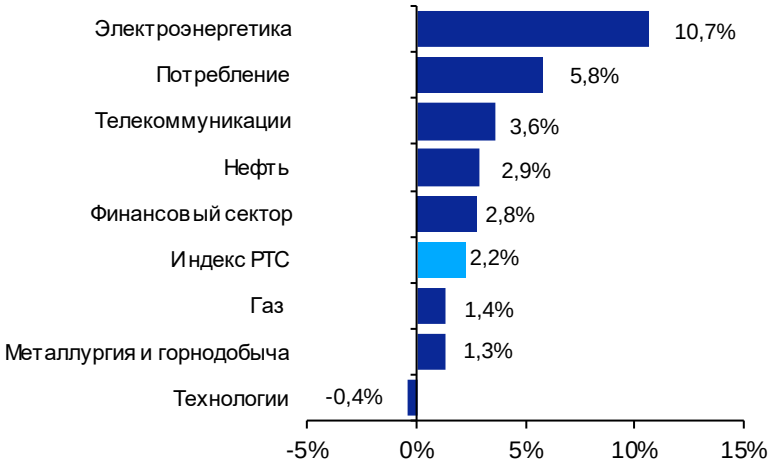
* EPS = Earnings per share (прибыль на акцию) ** ROE = доходность акционерного капитала

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

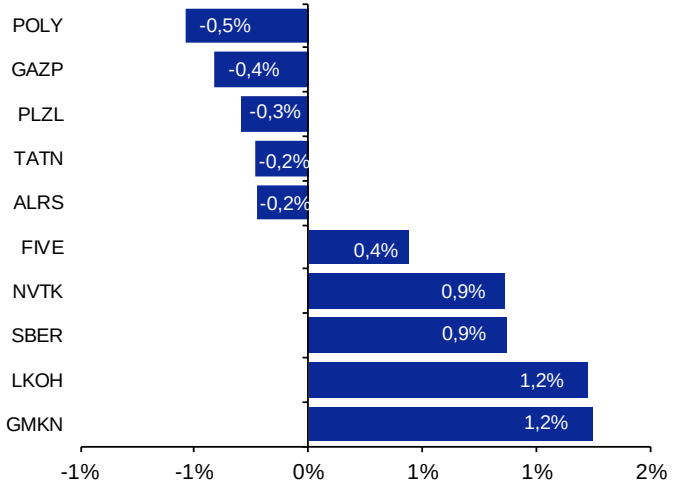
НАШИ ПРОГНОЗЫ ПО СРАВНЕНИЮ С РЫНОЧНЫМИ ОЖИДАНИЯМИ

- Наши оценки EPS чуть выше консенсусных ожиданий за 2021 год. Мы более позитивны в отношении компаний внутреннего спроса, чем текущий конесус.
- Наши оценки практически совпадают с оценками по компаниям газового сектора, сектора металлургии и горнодобычи, но незначительно ниже по технологическому сектору.

Оценки EPS от ВТБ Капитал Инвестиции против рыночного консенсуса по секторам на 2021 г. (взвеш. по индексу)



Вклад компаний в различие оценок ВТБ Капитал Инвестиции и рынка относительно EPS за 2021 год



Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

КОМПОНЕНТЫ ОЖИДАЕМОЙ ДОХОДНОСТИ ОТ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКИЕ АКЦИИ НА БЛИЖАЙШИЕ 3 ГОДА

Компонент	Оценка
Дивидендная доходность	7% в год
Рост прибыли на акцию (EPS’20=100)	30% в год(EPS’23=220)
Итого	**37% годовых (+157% за 3 года)**

Факторы ожидаемой доходности	Рыночные темы
Дивидендная доходность	Увеличение коэффициентов дивидендных выплат
Рост прибыли на акцию	Восстановление рентабельности с нижней точки цикла
Переоценка рыночного мультипликатора “цена/прибыль”	Восстановление спроса на рисковые активы, обратный выкуп акций эмитентами
Экспертиза портфельного управляющего	Позитивный трек-рекорд инвестиционной команды ВТБ Капитал УА в области выбора секторов и компаний.
	Неэффективности рынка вследствие низкого спроса на риск инвестирования в Россию

Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Управление активами

СЕКТОРАЛЬНЫЕ ТЕМЫ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: НАШИ РЕКОМЕНДАЦИИ

НЕФТЬ И ГАЗ:

Мы позитивно смотрим на сектор на фоне ожиданий восстановления мобильности благодаря эффективной вакцинации:

- **Газпром:** восстановление рынка газа может привести к дивидендной доходности на уровне 8,0%. Принятие опционной программы для менеджмента и приверженность дивидендной политике унифицируют интересы акционеров и менеджмента.
- **Роснефть:** реализация проекта Восток Ойл; приверженность дивидендной политике и реализация программы обратного выкупа акций на 2 млрд долларов;
- **Лукойл:** распределение 100% свободного денежного потока через дивиденды; низкая долговая нагрузка, возможность возврата к реализации программы выкупа при сохранении капитальных затрат на уровне прошлых лет;
- **Привилегированные акции Сургутнефтегаза:** 18,7% дивидендная доходность в 2020 г. на фоне слабого рубля (базовый сценарий - 74 руб. на конец 2020 г.).

МЕТАЛЛЫ И ДОБЫЧА:

Оставляем позитивный взгляд на сектор стали на фоне сильной ценовой и потребительской конъюнктуры.

- **НЛМК:** выделяем экспортноориентированную бизнес модель компании, которая будет выигрывать от позитивных настроений на внешних рынках; прогнозируемая дивидендную доходность 12,7% в 2021 г. и 13% в 2022 г.
- **Северсталь:** в дополнение к высоким ценам на сталь, высокие котировки на железную руду будут оказывать положительный эффект на свободный денежный поток; прогнозируемая дивидендная доходность 10,5% в 2021 г. и 10,7% в 2022 г.
- **ММК:** спрос со стороны строительного сектора продолжит поддерживать домашние цены на сталь; прогнозируемая дивидендная доходность 12% в 2021 г. и 12,7% в 2022 г.

ФИНАНСЫ:

Мы ожидаем увидеть умеренный объем отчислений в резервы в секторе и снижение стоимости риска в 2021 г., что должно обеспечить стабильные выплаты дивидендов.

- **Сбербанк:** наша предпочтительная позиция благодаря фундаментальным характеристикам, сохранению дивидендной политики (коэффициент выплат 50%), обновленному целевому показателю ROE выше 17% и наличию потенциала от дальнейшей интеграции экосистемы и внедрения AI.

АВИАЛИНИИ:

Мы считаем, что динамика акций качественных авиакомпаний (большой внутренний рынок, управляемая долговая нагрузка) может быть лучше рынка в долгосрочной перспективе на фоне эффективной вакцинации:

- **Аэрофлот:** национальный перевозчик России (доля пассажиропотока 41,3%) может оказаться основным бенефициаром этой тенденции.

Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

НЕФТЬ: НА ПУТИ К НОРМАЛИЗАЦИИ

Мы видим больший потенциал роста акций нефтегазовых компаний на фоне постепенной ребалансировки рынка нефти.

Прогноз цен на нефть в 2021 г.: 50 дол./баррель на фоне сделки ОПЕК + и более быстрого восстановления мобильности населения на фоне эффективной вакцинации. Восстановление дополнительных объемов из Ливии и Ирана и сокращение спроса на фоне 2-ой или 3-ей Covid волны могут оказать дополнительное давление на рынок.

Вкратце: российские вертикально интегрированные нефтяные компании являются производителями с низкими издержками, которые имеют низкую долговую нагрузку и привлекательные дивидендные политики (50% к-т выплат от чистой прибыли или 100% свободного денежного потока).

В 2021 г. мы ожидаем обновления стратегий компании на фоне действия соглашения ОПЕК+ и роста экологических инициатив в мире. Мы ожидаем большей оптимизации затрат, продажи непрофильных активов и пересмотра взгляда к реализации программ обратного выкупа.

Мы прогнозируем рост EPS на 123% в 2021 г., однако прибыль на акцию составит 70% от уровня до пандемии. Ограничение добычи нефти на фоне сделки ОПЕК+ и налоговых изменений окажет давление на дивидендную доходность нефтяного сектора, который торгуется на уровне дивидендной доходности российского рынка (6,7% при 50 долл. за баррель).

Налоговые поправки 2020 г. касаются только части налоговых льгот, поэтому существует долгосрочный риск того, что в будущем могут произойти новые изменения.

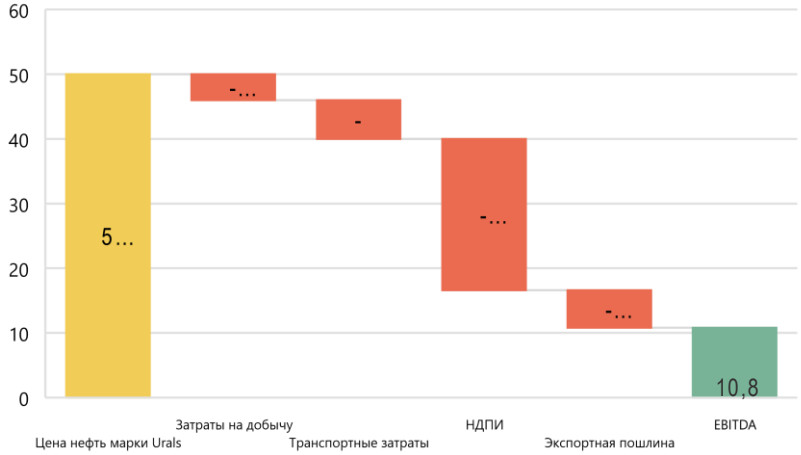
Роснефть (ROSN) - реализация проекта Восток Ойл; приверженность дивидендной политике и реализация программы обратного выкупа акций на 2 млрд долларов;

Лукойл (LKOH) - распределение 100% свободного денежного потока через дивиденды; низкая долговая нагрузка, возможность возврата к реализации программе выкупа при сохранении капитальных затрат на уровне прошлых лет;

Привилегированные акции Сургутнефтегаза (SNGSP) торгуются с двузначной дивидендной доходностью за 2020 г. (18,7% исходя из курса -74 руб. за долл.).

Риски:
Возможные изменения налогообложения
Волатильность цен на нефть
Рост тенденций в области ESG и переход к низкоуглеродной экономике.

Экономика российского барреля, $/баррель



Компания	Чистый долг / EBITDA	Дивидендная доходность за 2021 г.,%	Выплата дивидендов, %	Выкуп
Роснефть	2,7	5,7%	50% чистой прибыли по IFRS	2 млрд долларов США
Лукойл	0,2	7,5%	100% скорр. свободного денежного потока	- (утверждено 3 млрд долларов США)

Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ГАЗ: В ПРОЦЕССЕ РЕБАЛАНСИРОВКИ

Мы предпочитаем Газпром на фоне позитивного взгляда на европейский рынок газа и приверженности дивидендной политике.

Рынки газа балансируются на фоне сезонного роста спроса и снижения предложения, включая сокращение поставок СПГ из США. Однако запасы газа в США и Европе (около 92%) остаются выше среднего уровня за пять лет (85,6% в Европе).

Долгосрочный взгляд: экологическая политика Китая продолжит стимулировать рост спроса на газ. Потребление газа в Китае в 2020 г. может вырасти на 4% г/г по сравнению с 10% ежегодным ростом в течение предыдущих 5 лет.

Перспективы СПГ:

Впервые за десятилетие не было принято инвестиционных решений о строительстве новых значимых СПГ проектов. Отсутствии добавления новых мощностей может привести к дефициту на рынке в 2024 году при ожиданиях сохранения роста спроса на СПГ.

Новая парадигма маркетинга СПГ создает дополнительные риски для проектов СПГ. Доля спотовых объемов СПГ увеличилась до 30%. Коэффициент индексации нефти в СПГ контрактах снизился с 14,4% до 11,7%, привязка к нефти в контрактах исчезнет в долгосрочной перспективе.

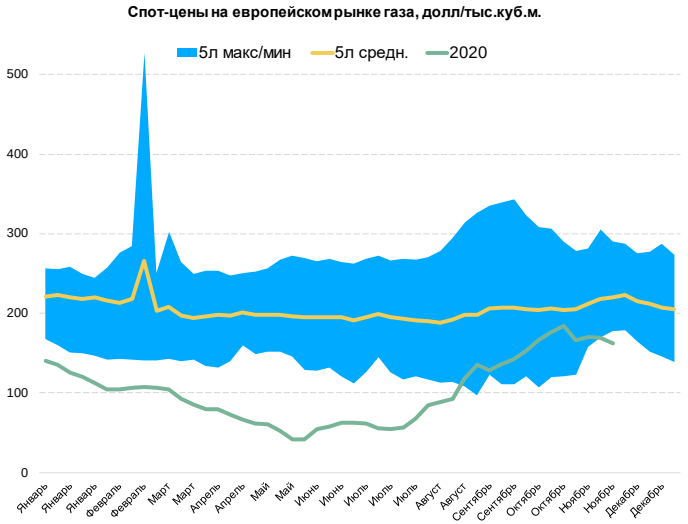
Мы сохраняем позитивный взгляд на **Газпром (GAZP)** на фоне восстановления газового рынка. Восстановление объемов и цен в Европе (180 млрд куб. м (+4,2% г/г) по цене 162 долл. / тыс. куб. м (+22% г/г)), а также рост цен в Китае должны поддержать финансовые показатели в 2021 г.

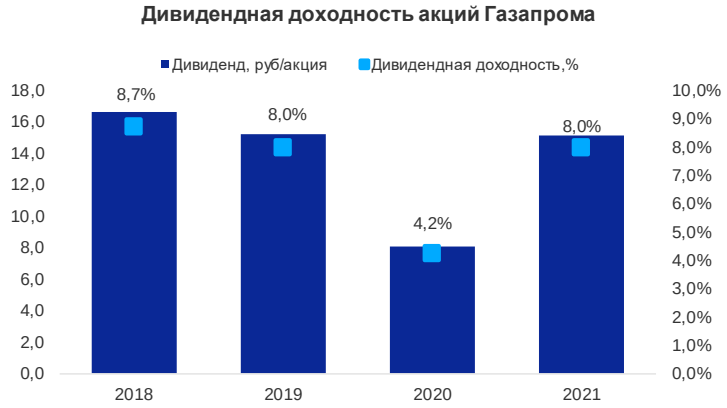
Новатэк (NVTK) - качественная история роста, торгуемая по высоким мультипликаторам (13x PE 2021). Изменение дивидендной политики должно быть положительно воспринято рынком, но приведет к дивидендной доходности ниже рыночной (3,8% при условии 50% коэффициент выплат против 6,5% индекса РТС). Ключевой катализатор: запуск Арктик СПГ-2 показывает хороший прогресс реализации 29%, но будет запущен только в 2023 г.

Риски:

Распространение вируса и неудачная вакцинация

Динамика европейского рынка газа (погода в зимний период, возможный рост экспорта СПГ из США в Европу)





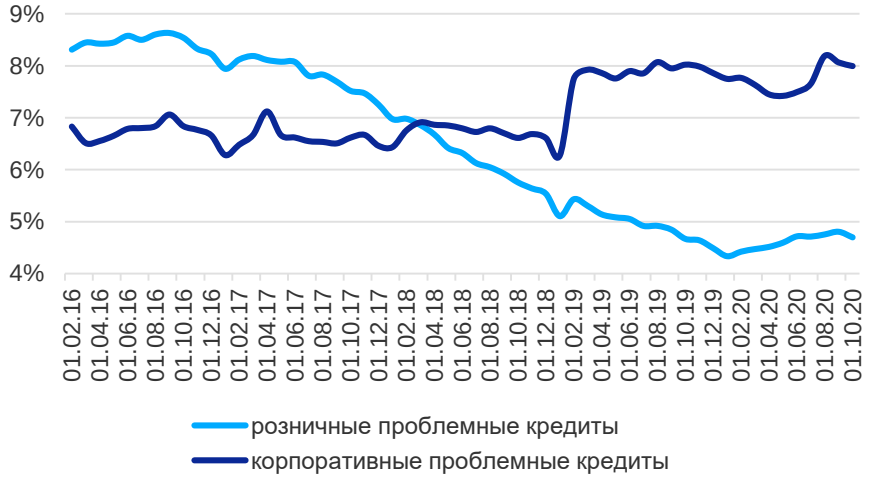
Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: ДОЛЖЕН ВЫИГРАТЬ ОТ ВОССТАНОВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ В 2021 ГОДУ

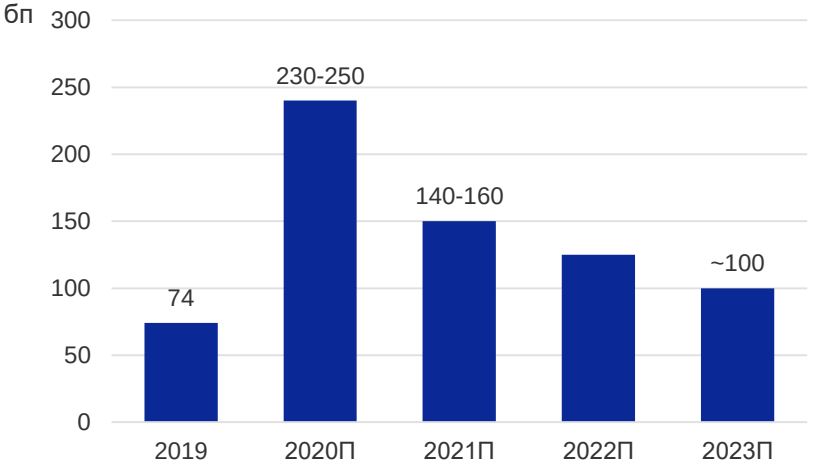
Мы ожидаем увидеть умеренный объем отчислений в резервы и снижение стоимости риска в 2021 г., что должно благоприятно отразиться на дивидендах. Объем проблемных кредитов в секторе может стать более заметным, но благодаря реструктуризации отложенный эффект сохранится.

- **Ипотека останется драйвером кредитования.** Ипотечное кредитование, вероятно, останется ключевым драйвером в 2021 г. (несмотря на замедление темпов роста) благодаря продлению программы субсидирования до июля 2021 г.: 15% г/г в 2021 г. против 20% в 2020 г.
- **Взгляд.** Мы ожидаем сокращения резервов в 2021 г. с учетом восстановления экономики и возможного роспуска макроэкономической надбавки, что должно поддержать рост прибыли на акцию и обеспечить стабильные выплаты дивидендов. Качество реструктурированных кредитов остается ключевой проблемой для сектора, и из-за реструктуризации может оставаться неопределенным в течение длительного периода.
- **Наши предпочтения.** Мы по-прежнему предпочитаем Сбербанк на фоне сильных фундаментальных показателей, подтвержденной дивидендной политики (коэффициент выплат 50%) и обновленной целевой рентабельности собственного капитала выше 17%. Стратегия развития нефинансовых активов экосистемы сможет поддержать позиции банка в сфере финансовых услуг.

Российский банковский сектор: динамика проблемных кредитов



Прогноз Сбербанка: стоимость риска постепенно нормализуется



Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции, ЦБ РФ, данные компани

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: РАСКРЫТИЕ ДИВИДЕНДНОГО ПОТЕНЦИАЛА

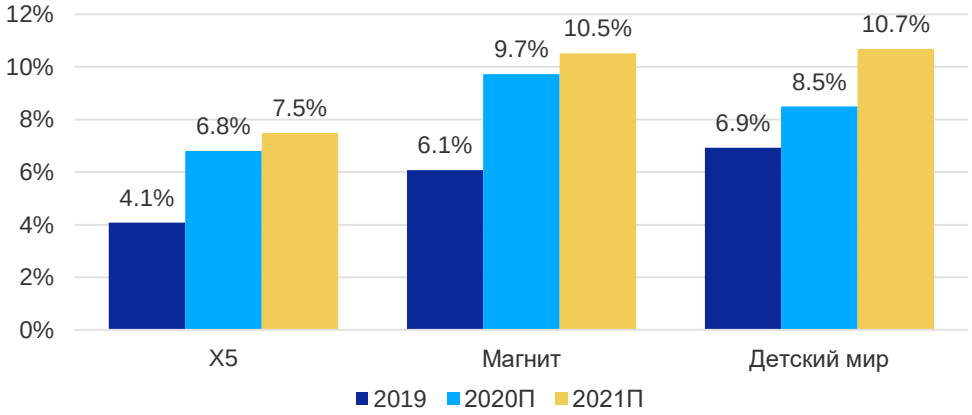
Благодаря исключительной динамике в сегменте продовольственной розницы в этом году российские ритейлеры могут предложить привлекательные дивидендные доходности, что кажется нам устойчивым трендом.

Дивиденды. Сильные тенденции в розничной торговле продуктами питания в этом году позволили Магниту увеличить дивиденды за 9М20 на 67% г/г, в то время как X5 объявила о своих первых промежуточных дивидендах. Мы ожидаем, что размер дивидендов каждого ритейлера за весь 2020 г. достигнет рекордного уровня (около 50 млрд руб.) и видим возможности для сохранения текущих уровней выплат.

Тенденции. Всплеск внутреннего потребления, наблюдавшийся в этом году, вероятно, нормализуется в 2021 г., в то время как результаты за 4К20 сохранят сильную динамику с учетом введения ограничений на фоне второй волны.

Дискаунтеры. Оба лидера рынка - Магнит и X5 - пилотируют форматы дискаунтеров, которые, на наш взгляд, востребованы на рынке, принимая во внимание давление на доходы и отсутствие крупных федеральных игроков в этом сегменте.

Потребительский сектор: высокая дивидендная доходность выглядит устойчивой



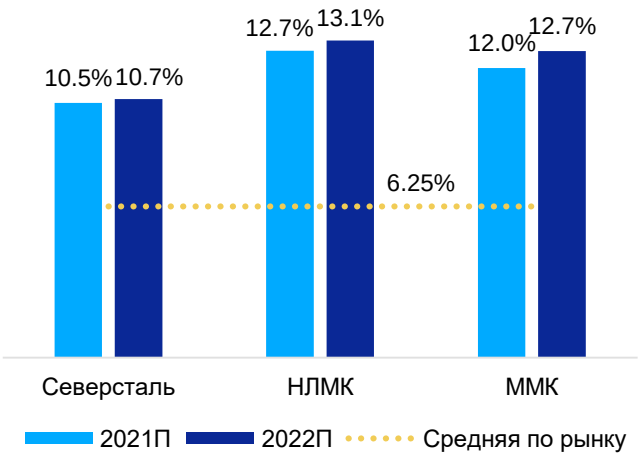
- Новая стратегия X5 Retail Group предполагает рост цифровизации бизнеса и дальнейшую интеграцию онлайн-доставки. Мы ожидаем структурное повышение рентабельности EBITDA в среднесрочной перспективе до 7,5-7,8% (с 7,0-7,3% в 2018-2019 годах).
- Магнит оптимизировал CVP в течение 2020 г. и должен быть готов к более агрессивному расширению в 2021 г. как органически, так и за счет слияний и поглощений. Ритейлер начал развивать онлайн-доставку и расширил свои партнерские программы на большее количество городов.
- Детский Мир имеет сбалансированную стратегию онлайн-развития и агрессивной офлайн-экспансии (увеличение базы магазинов в 2,4 раза до 2023 г.) вкупе со стабильными дивидендами. У компании 100% акций находятся в свободном обращении, однако, по сообщениям медиа, Altus Capital может приобрести до 29,9% ритейлера по цене предложения 160 руб. за акцию (+26% к цене до объявления), став крупнейшим акционером.

Источник: оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции, данные компаний

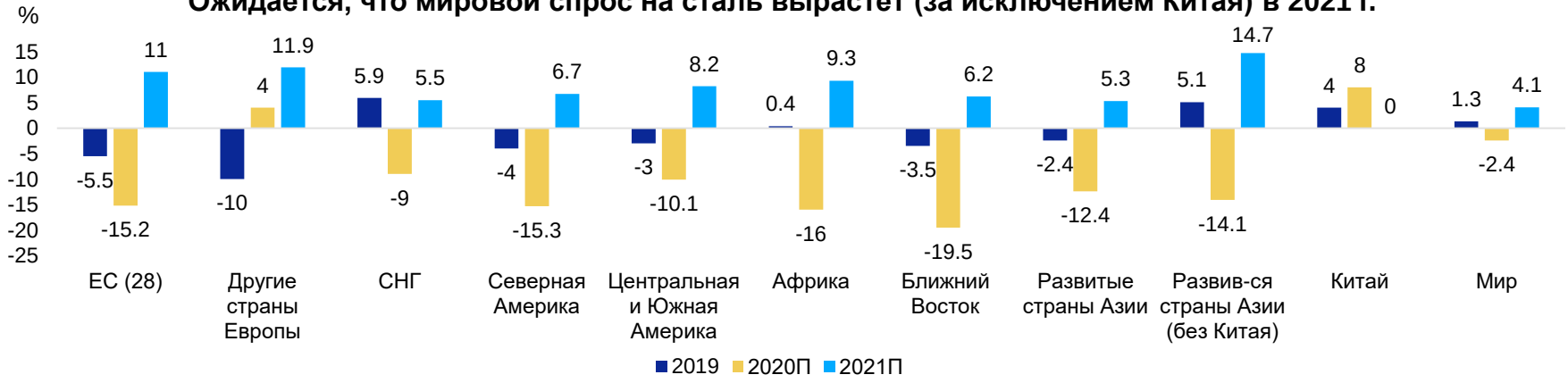
СТАЛЬ - ПОДТВЕРЖДАЕМ ПОЗИТИВНЫЙ ПРОГНОЗ

- Привлекательный возврат на капитал благодаря щедрой дивидендной политике, растущему свободному денежному потоку и низкой долговой нагрузке.
- Высокий спрос и растущий оптимизм поддерживают цены на сталь в ключевых регионах:
  - Китай остается локомотивом спроса (2021 г. ВВП +8%, озвученные планы по развитию Китая до 2035 г. предполагают ежегодный рост ВВП +4-5%) с учетом продолжения стимулирующих инвестиций в инфраструктуру и недвижимость; отложенное потребление и полное открытие экономик в остальных регионах должны стать дополнительным импульсом.
  - Внутренний рынок стали РФ продолжит получать поддержку со стороны строительного сектора и низких процентных ставок.
- Высокий ESG профиль и фокус на снижение углеродного следа и других выбросов при производстве стали должны привлечь отвественных инвесторов.
- Ограниченный риск и низкая чувствительность к возможному изменению режима НДПИ.

Доходности идни из самых высоких на рынке



Ожидается, что мировой спрос на сталь вырастет (за исключением Китая) в 2021 г.



Источники: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции,

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА – КЛЮЧЕВЫЕ ДРАЙВЕРЫ

Интер РАО – реализация новой стратегии и планы по росту финансовых показателей (6,8% среднегодовой темп роста EBITDA 2019-25 гг.) позитивны для роста капитализации.

Драйверы

Использование свободного денежного потока на сделки M&A (генерация, сбыт, IT-активы) или новые проекты (локализация производства турбин, мегапроект Восток Ойл) с необходимой внутренней нормой доходности.

Запуск опционной программы для менеджмента.

РусГидро – дивиденды за 2020 г. будут выше, чем за 2019 г.

Драйверы

Высокий операционный денежный поток за счет рекордного отпуска электроэнергии на фоне увеличения притока воды, ввода новых мощностей и увеличения потребления электроэнергии на Дальнем Востоке.

Уменьшение влияния переоценки активов на чистую прибыль (база для расчета дивидендов).

Юнипро – перезапуск энергоблока №3 Березовской ГРЭС.

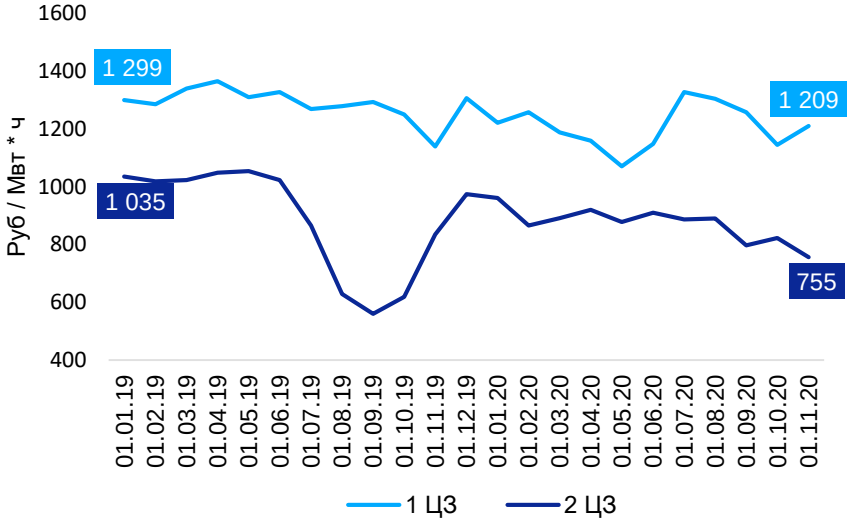
Драйверы

Существенный рост финансовых показателей после запуска 3-го блока Березовской ГРЭС за счет ДПМ контрактов.

Дивиденды могут вырасти с 14 до 20 млрд руб.

Потребление электроэнергии в ЕЭС

Индексы цен на рынке на сутки вперед



Источники: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции,

АВИАКОМПАНИИ: ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ НА БОРТ

Мы считаем, что акции качественных авиакомпаний (большой внутренний рынка, управляемая долговая нагрузка) могут в долгосрочной перспективе превзойти рынок. Ключевой риск - неудачная вакцинация.

Среднесрочный прогноз сектора:

- В 2021-2022 гг. этот сектор авиаперевозок имеет наибольший потенциал роста на фоне вакцинации и возможного более быстрого восстановления мобильности населения.
- Сектор может вернуться к положительному свободному денежному потоку в 2022 году, согласно нашим оценкам. Тем не менее, инвесторы могут начать увеличивать позиции в акциях авиакомпаний раньше .
- **Рейсы в условиях пандемии:** внутренний рынок России полностью восстановился до уровней, существовавших до пандемии, через 3 месяца после остановки во 2К20.
- **Аэрофлот (AFLT RX),** национальный перевозчик России (доля 41,3%) Пассажиропоток Аэрофлота в 2020-2021 гг. будет составлять 50-84% от уровней до пандемии, согласно нашим оценкам.
- **Долговая нагрузка:** Долговая нагрузка Компании увеличилась до 7,7 млрд долларов США (10,2 Чистый долг / EBITDA на 2020 г. с 3,2 Чистый долг / EBITDA на 31/12/2019). Восстановление международных рейсов в 2021-22 гг. нормализует этот показатель.

Долгосрочные триггеры:

- Новая стратегия компании предполагает рост пассажиропотока до 130 млн пассажиров к 2028 г. (среднегодовой темп роста 7,2% в 2019-2028 гг.) благодаря росту бизнеса а/к «Победа».
- Российский рынок имеет сильный потенциал роста благодаря низкому проникновению авиаперевозок и размеру территории (пассажиропоток на душу населения: 1 в России по сравнению 1,9 в Европейском союзе).

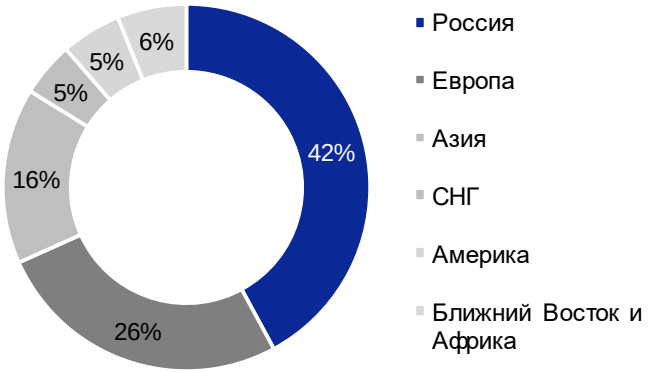
Оценка:

- Аэрофлот торгуется по мультипликаторам EV/EBITDA 5,4-3,9 за 2021-2022 гг.
- Аэрофлот исторически торговался по EV/EBITDA 4 - 5 с дисконтом к европейским дискаунтерам, Ryanair и EasyJet, (6-8 EV/EBITDA). Рост доли бизнеса Победы в выручке Аэрофлота может привести к переоценке акций в долгосрочной перспективе.

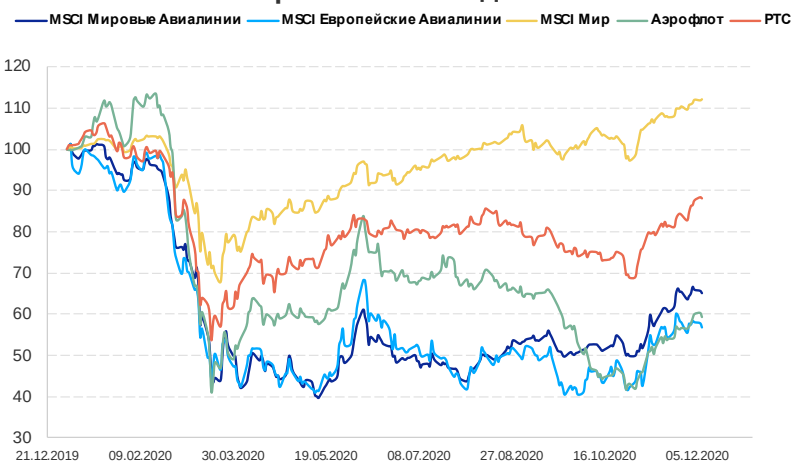
Риски:

- Распространение вируса и неудачная вакцинация
- Макроэкономические риски

Структура выручки Аэрофлота в 2019 году



Динамика цены акций Аэрофлота по сравнению с индексами

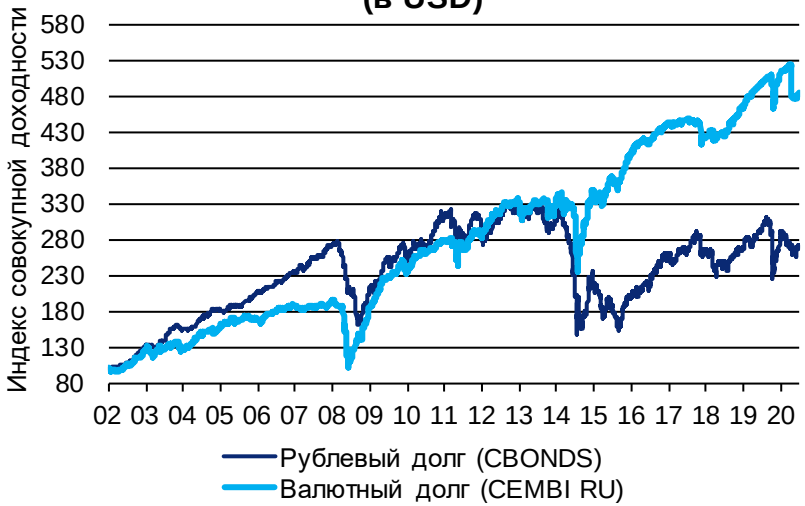


Источники: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции,

РУБЛЕВЫЙ ДОЛГ ОТНОСИТЕЛЬНО ВАЛЮТНОГО ДОЛГА

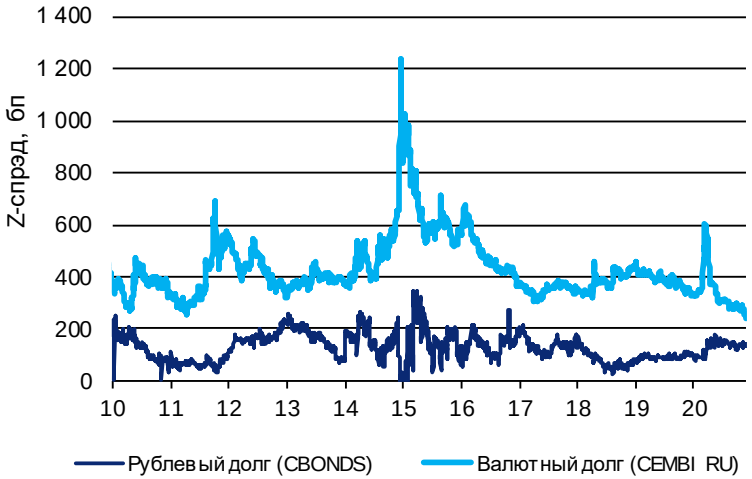
- С начала 2002 г. российские корпоративные еврооблигации обеспечили среднегодовую доходность в 9,0% годовых, что на 3,4% в год превосходит результат инвестирования в рублевые корпоративные облигации в пересчете в USD при схожей волатильности около 14%.
- **Тактически мы сохраняем Нейтральный (=) взгляд на российский долг при этом рублевые облигации выглядят предпочтительнее еврооблигаций**, исходя из ожиданий процентных ставок и кредитных спредов, оценки рубля.
- **Российский рубль выглядит недооцененным против USD исходя из регрессии с ценами на нефть в реальном выражении и паритета покупательной способности.**

Совокупная доходность от инвестирования накопленным итогом (в USD)



Валютный долг относительно рублевого долга (в USD)

Спрэды к бескупонной кривой

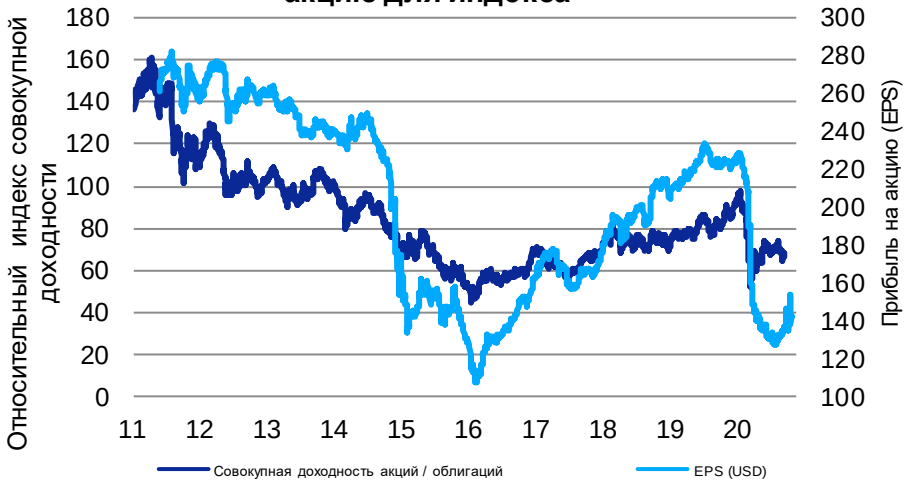


Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

АКЦИИ ОТНОСИТЕЛЬНО ОБЛИГАЦИЙ

- **На длинном горизонте мы ожидаем восстановления прибылей с низкой базы**.
- **Для долгосрочных инвесторов акции выглядят предпочтительнее облигаций.** Основной вклад в результат от инвестирования в акции будет вносить рост корпоративных прибылей.
- **Позитивная переоценка рыночных мультипликаторов остается долгосрочной возможностью**, которая может закрыть накопленное за последние 10 лет отставание по совокупной доходности от долгового рынка.
- Ожидаемая доходность акций выше по сравнению с облигациями, но при большей волатильности акций по сравнению с облигациями (47% против 14% с 2002 г.).

Совокупный результат инвестирования в акции относительно еврооблигаций и динамика прибыли на акцию для индекса



Див. доходность компаний, ориентированных на внутренний спрос по сравнению с доходностью ОФЗ

Див. доходность экспортеров по сравнению с доходностью еврооблигаций РФ

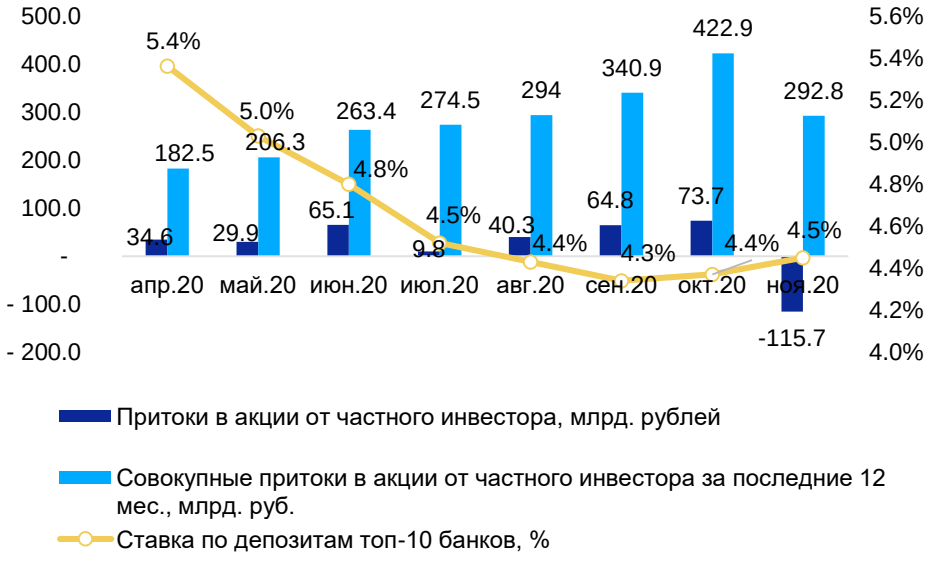
Источник: Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

ПРИЛОЖЕНИЯ

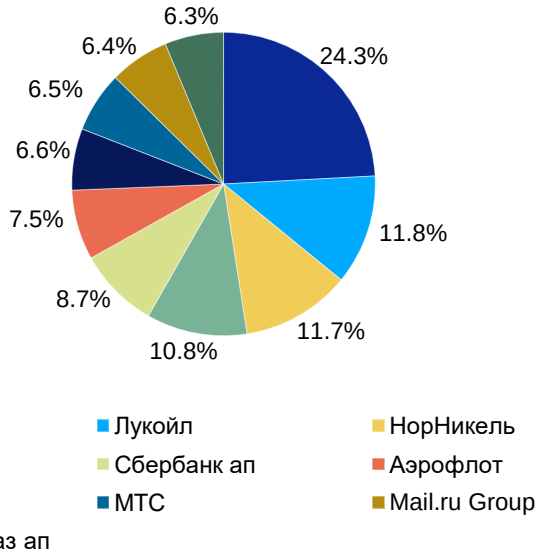
ЧАСТНЫЙ ИНВЕСТОР СТАЛ ЗНАЧИМОЙ СИЛОЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

- Доля инвестиций в ценные бумаги в структуре сбережений россиян остается самой низкой среди развитых и развивающихся стран.
- Ставка по депозитам существенно снизилась за последние 12 мес. Более высокая дивидендная доходность и доходность корпоративных облигаций делает инвестиции в ценные бумаги более привлекательными по сравнению с депозитами.
- Притоки в фонды акций и облигаций, а также на розничные брокерские счета продемонстрировали устойчивую динамику в 1 пол. 2020 г., несмотря на потрясения на рынке. Мы полагаем, что снижение ставок по депозитам будет способствовать тому, что частные инвесторы продолжат больше инвестировать в ценные бумаги.

Ставка по депозитам и притоки от частного инвестора



Топ-10 самых популярных акций в портфеле розничного инвестора, Ноябрь



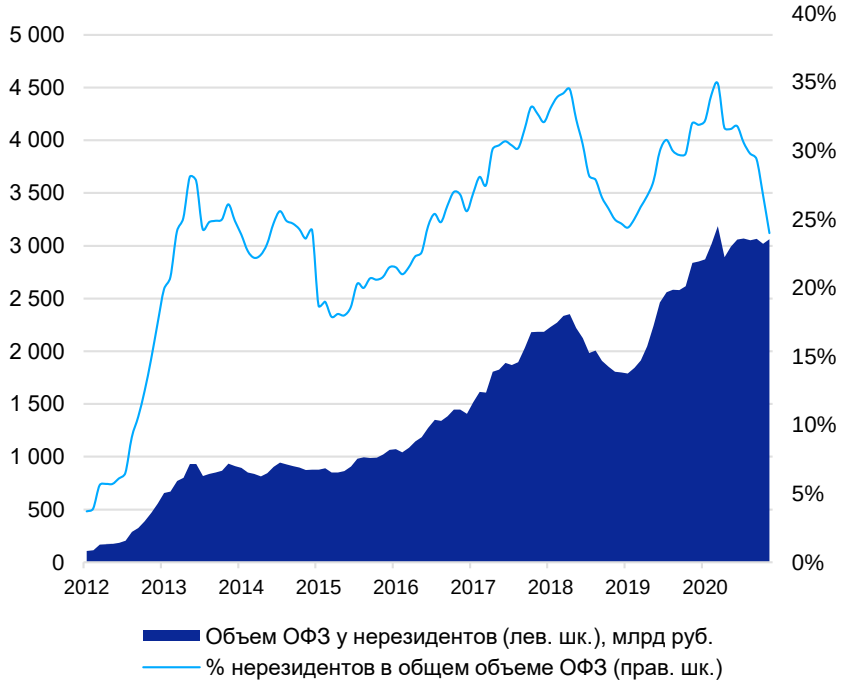
Источники: Статистика Московской биржи, ЦБ РФ

ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ НА РЫНКЕ ОФЗ

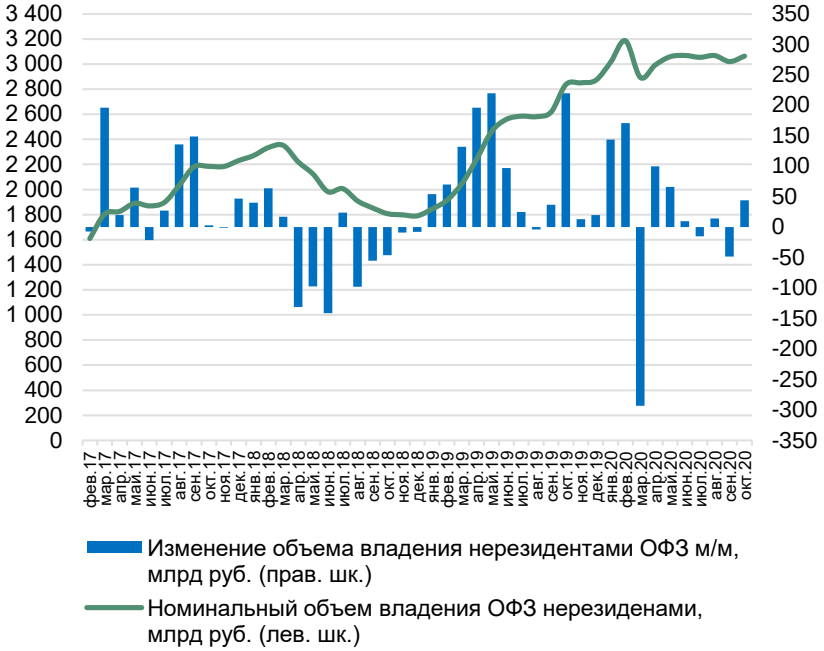
В октябре спрос на ОФЗ со стороны нерезидентов показал некоторое восстановление, общий объем владения иностранным инвесторами увеличился на 44 млрд руб.

- В октябре доля нерезидентов на рынке ОФЗ снизилась на 2,8 п.п. до 24,0% или 3,07 трлн руб. (около 40,3 млрд долл.) (данные ЦБ). Притоки со стороны иностранных инвесторов составили 44 млрд руб. против оттока в 48 млрд руб. в сентябре. Объем рынка ОФЗ вырос на 1,5 трлн руб. и достиг 12,76 трлн руб.
- В октябре доля участия нерезидентов в первичных размещениях ОФЗ на аукционах снизилась до 4,1% , что на 3,5 п.п. ниже, чем в предыдущем месяце (7,6%).
- Умеренные притоки в госбумаги могут продолжиться в следующие несколько месяцев. Согласно оперативным данным НРД, с начала ноября иностранные инвесторы увеличили свои вложения на примерно 90 млрд руб.

Вложения нерезидентов в ОФЗ



Изменение номинального объема ОФЗ, принадлежащих нерезидентам



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 540 млрд долл.

Российский рынок облигаций обладает емким внутренним рынком долга в национальной валюте, на который приходится 3/4 выпусков в долларовом выражении.

Еще 1/4 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте.

В структуре российского рынка долга преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 2/3 выпусков и около 1/3 составляют суверенные облигации.

Динамика и объем рынка российских инструментов с фиксированной доходностью, USD млрд.

Структура рынка российских инструментов с фиксированной доходностью

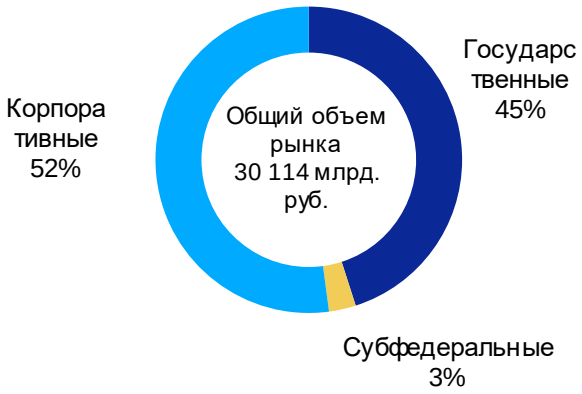
Источник: Московская биржа, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

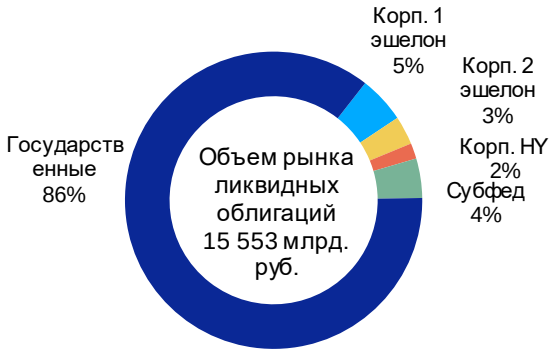
Российский рынок рублевых облигаций это:

- 30,1 трлн руб. выпусков в обращении
- Средний кредитный рейтинг инвестиционного уровня “BBB-”
- Преобладание облигаций финансового сектора, э/энергетики и транспорта в корпоративном сегменте
- Ликвидный и торгуемый сегмент ОФЗ
- Преобладание внутренних инвесторов (банки, финансовые организации, пенсионные фонды)

Структура рынка рублевых облигаций

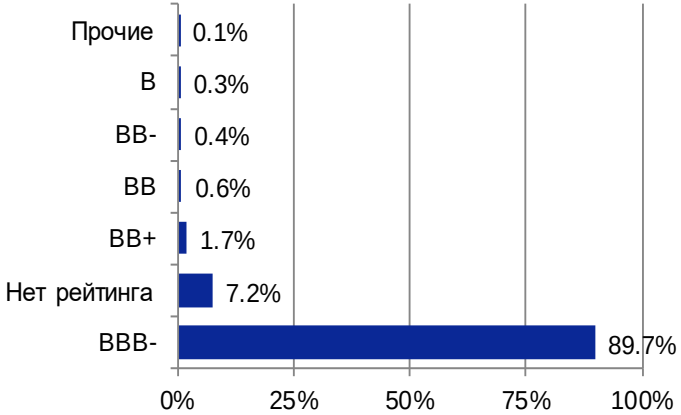


Карта наиболее торгуемых рублевых облигаций



Наиболее торгуемые корпоративные рублевые облигации по отраслям

Наиболее торгуемые рублевые облигации по кредитному качеству

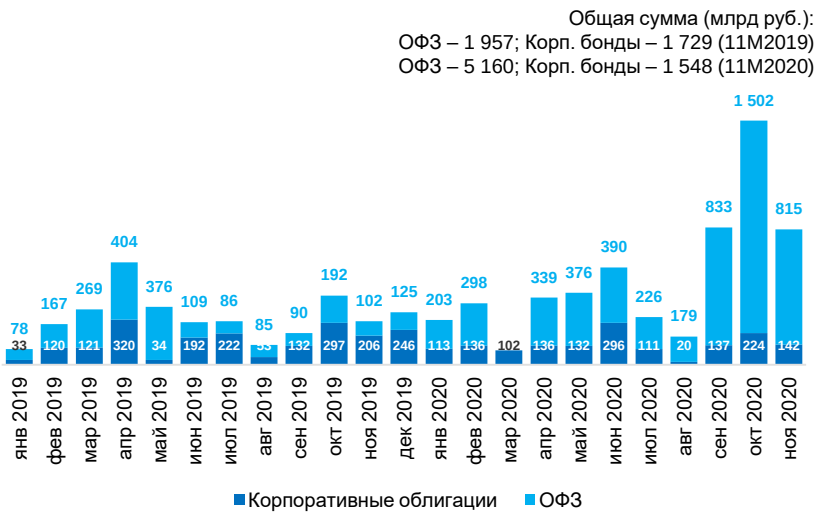


Источник: Московская биржа, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

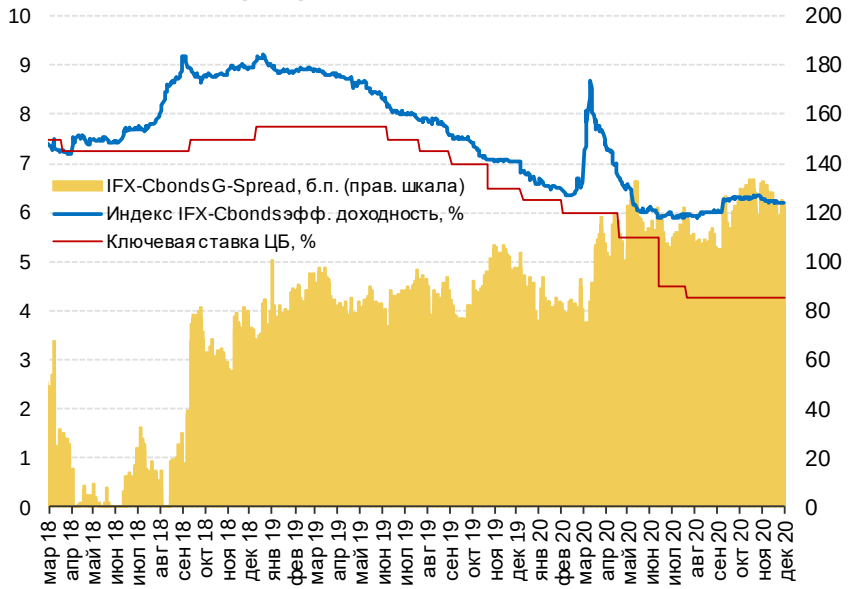
РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- В ноябре 2020 г. объем размещений ОФЗ достиг 815 млрд руб., что в два раза меньше в сравнение с рекордом в октябре. За 11 мес. 2020 г. было размещено ОФЗ на 5,16 трлн руб. (против 5,0-5,5 трлн руб. скорректированного плана на 2020 г.).
- В 4 кв. 2020 г. план Минфина по заимствованиям составил 2 трлн руб. Он был ожидаемо перевыполнен на 12% в середине ноября.
- В ноябре 2020 г. объем размещений корпоративных облигаций составил 142 млрд руб., за 11 мес. 2020 г. – 1,55 трлн руб. (-10,5% г/г). Объем заимствований поддерживался преимущественно корпоративными эмитентами второго и третьего эшелонов.
- Спред корпоративного сегмента бондов BBB/BB консолидировался в диапазоне 125-130 б.п., что добавляет определенный инвестиционный потенциал.

Аукционы ОФЗ и первичные корпоративные размещения облигаций, млрд руб.



Индексы корпоративных облигаций



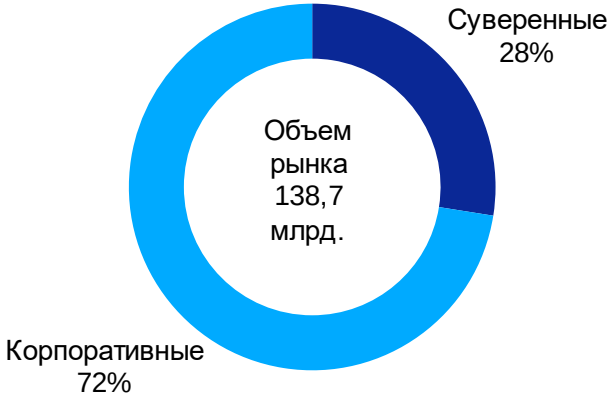
Источники: Минфин, Bloomberg, Cbonds, VTBC, оценки VTB Capital Investments

РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

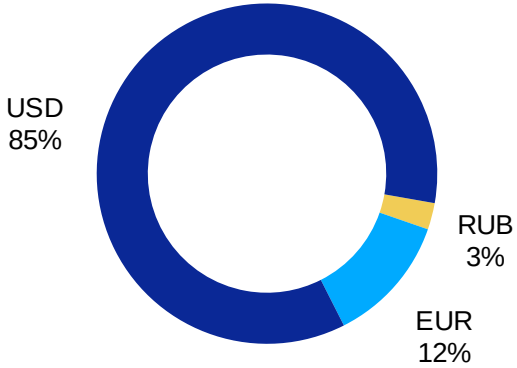
Российский рынок еврооблигаций это:

- 138,7 млрд долл. выпусков в обращении
- Средний кредитный рейтинг инвестиционного уровня “BBB-”
- Преобладание облигаций финансового, нефтегазового и металлургического секторов в корпоративном сегменте
- Преобладающая роль иностранных инвесторов
- Преимущественно долларовые выпуски.

Структура рынка российских еврооблигаций

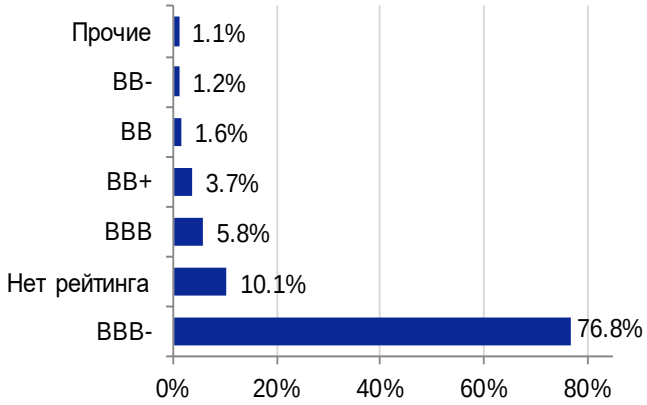


Структура российских еврооблигаций по валютам



Наиболее торгуемые российские еврооблигации по секторам

Наиболее торгуемые российские еврооблигации по кредитному качеству



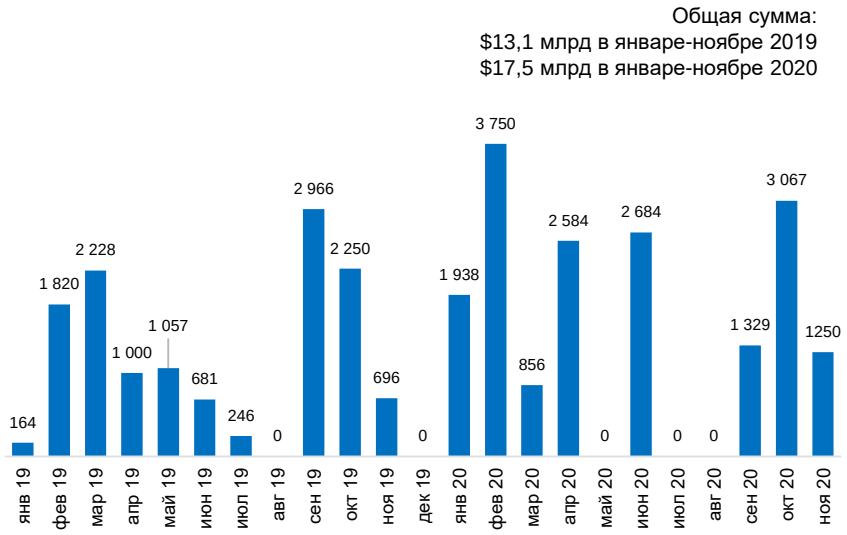
Источник: Московская биржа, Bloomberg, оценки и расчеты ВТБ Капитал Инвестиции

РОССИЯ И СНГ: ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ

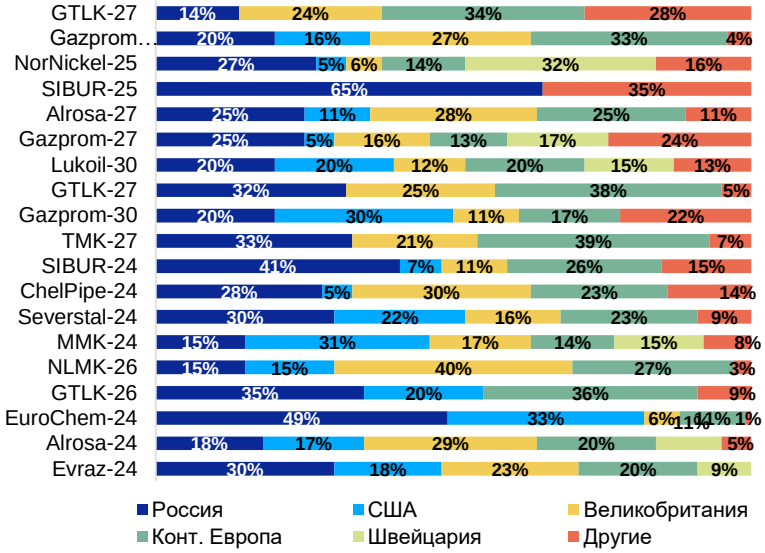
Благоприятная конъюнктура поддерживает активность первичного рынка в России и СНГ

- За 11 мес. 2020 г. размещено ~17,5 млрд долл. российских корпоративных еврооблигаций (+33,2% г/г). В ноябре VEON разместил выпуск 7-летних бондов с доходностью 3,375% годовых на 1,25 млрд долл.
- В ноябре Россия, впервые с июня 2019 г., выпустила суверенные евробонды: 7-летние выпуск на 750 млн евро с доходностью 1,125% и 12-летние бумаги на 1,25 млрд евро с доходностью 1,85%.
- Узбекистан вернулся на международный рынок с 10-летними еврооблигациями на 555 млн долл. с доходностью 3,70% и дебютными локальными бумаг (с привязкой к долл. США) на 2 трлн сум (~200 млн долл.). С момента дебюта суверена в феврале 2019 г. с 5- и 10-летними бумагами, три госбанка республики успешно выпустили евробонды в схожем формате (300 млн долл., Reg S only). Запланированы размещения корпоративных эмитентов и банков на фоне проводимых экономических реформ в стране и масштабного плана приватизации в 2020-25 гг.

Первичные российские корпоративные размещения евробондов, млн в долл. эквиваленте



Структура инвесторов в российские евробонды в долларах при размещении, 2019-20 гг.



Источники: Cbonds, Интерфакс, оценки VTB Capital Investment Management

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Банк ВТБ (ПАО) (Банк ВТБ). Генеральная лицензия Банка России № 1000. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 040–06492–100000, выдана: 25.03.2003 г.

ООО ВТБ Капитал Брокер (ВТБК Брокер), Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №045-12014-100000, выдана: 10 февраля 2009 г., Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №045-12021-010000, выдана: 10 февраля 2009 г., Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №045-12027-000100, выдана: 10 февраля 2009 г.

АО ВТБ Капитал Управление активами (ВТБК УА), лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 № 045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия).

ООО ВТБ Капитал Пенсионный резерв (ВТБК ПР) лицензия ФСФР России от 07.02.2003 г. № 21-000-1-00108 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия.

ООО ВТБ Форекс (ВТБ Форекс) Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности форекс-дилера № 045–13993–020000, выдана: 01 сентября 2016 г.

ООО ВТБ Форекс является членом саморегулируемой организации «Ассоциация форекс-дилеров» (СРО АФД). ООО ВТБ Форекс в своей работе руководствуется Базовыми стандартами, утвержденными Банком России, а также Внутренними стандартами СРО АФД .

1. Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение Банка ВТБ/ ВТБК Брокера/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс/ совместно или каждого в отдельности, о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не является офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение Банка ВТБ/ ВТБК Брокера/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс совместно или каждого в отдельности, предоставить услуги инвестиционного советника, кроме как на основании соответствующего договора, заключаемого между Банком ВТБ/ ВТБК Брокером/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форексом и клиентом. Ни Банк ВТБ/ ни ВТБК Брокер/ ни ВТБК УА/ ни ВТБК ПР /ни ВТБ Форекс не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят всем лицам, которые ознакомились с такими материалами, и/или соответствуют их инвестиционному профилю. Финансовые инструменты, продукты и услуги, упоминаемые в информационных материалах, могут быть ограничены в обороте и не предназначены для широкого круга инвесторов. Ни Банк ВТБ/ ни ВТБК Брокер/ ни ВТБК УА/ ни ВТБК ПР /ни ВТБ Форекс не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия Вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, или перед приобретением конкретного финансового инструмента или инвестиционного продукта, свою готовность и возможность принять такие риски. При принятии инвестиционных решений Вы не должны полагаться на мнения, изложенные в настоящих материалах, но должны провести собственный анализ финансового положения эмитента и всех рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты.

Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантируют и не определяют получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем материале могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений общей рыночной конъюнктуры, в том числе процентных ставок, инвестор может потерять первоначальную инвестиционную сумму.

Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс/ не гарантируют доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

2. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в материале, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам и нормативно-правовым актам, или обязывала бы Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР/ ВТБ Форекс выполнить требование о регистрации в такой юрисдикции. Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс предлагает Вам убедиться в том, что Вы имеете право инвестировать средства в упомянутые в настоящих информационных материалах финансовые инструменты, продукты или услуги. Таким образом, Ни Банк ВТБ/ ни ВТБК Брокер/ ни ВТБК УА/ни ВТБК ПР /ни ВТБ Форекс не могут быть ни в какой форме привлечен к ответственности в случае нарушения Вами применимых к Вам в какой-либо юрисдикции запретов.

3. Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс прилагают разумные усилия для получения информации из надежных, по их мнению, источников. Вместе с тем, Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс не делают каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в представленном информационном материале, являются достоверными, точными или полными. Любые выражения мнений, оценок и прогнозов являются мнениями авторов на дату написания материала. Любая информация, представленная в настоящих информационных материалах, может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Любая приведенная информация и оценки не являются условиями какой-либо сделки, в том числе потенциальной.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Многие факторы могут стать причиной того, что фактические результаты будут существенно отличаться от предполагаемых результатов, содержащихся в заявлениях прогнозного характера, включая, среди прочего, такие факторы, как общие условия экономической деятельности, конкурентная среда, изменения рыночной конъюнктуры, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, а также другие риски, связанные с деятельностью как Банка ВТБ, так и ВТБК Брокер, ВТБК УА, ВТБК ПР, ВТБ Форекс.

4. Банк ВТБ/ ВТБК Брокер/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс совместно или каждый в отдельности настоящим информируют Вас о возможном наличии конфликта интересов при предложении рассматриваемых в документе финансовых инструментов, продуктов и услуг, который может возникать в силу широкой диверсификации видов деятельности Банка ВТБ, ВТБК Брокер, ВТБК УА, ВТБК ПР и ВТБ Форекс на финансовых рынках. При урегулировании возникающих конфликтов интересов каждая из компаний руководствуется прежде всего интересами своих клиентов.

5. Любые логотипы, иные чем логотипы Банка ВТБ/ВТБК Брокера/ВТБК УА/ ВТБК ПР/ВТБ Форекс, если таковые приведены в настоящей презентации, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых такими компаниями, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

6. Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

7. Настоящие материалы предназначены для распространения только на территории Российской Федерации и не предназначены для распространения в других странах, в том числе Великобритании, странах Европейского Союза, США и Сингапуре, а также, хотя и на территории Российской Федерации, гражданам и резидентам указанных стран. Ни Банк ВТБ/ ни ВТБК Брокер/ ни ВТБК УА/ни ВТБК ПР /ни ВТБ Форекс не предлагает финансовые услуги и финансовые продукты гражданам и резидентам стран Европейского Союза.

Все права на представленную информацию принадлежат Банку ВТБ/ ВТБК Брокеру/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс. Данная информация не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения Банка ВТБ/ ВТБК Брокера/ВТБК УА/ ВТБК ПР / ВТБ Форекс.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий материал носит исключительно информационный характер и предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями. Настоящий материал не является публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству в отношении любых продуктов, финансовых или консультационных услуг, либо предложением о покупке или продаже ценных бумаг/финансовых инструментов, советом или рекомендацией в отношении продуктов, услуг или ценных бумаг/финансовых инструментов, а также не является рекомендацией Компании по принятию каких-либо инвестиционных решений и основана на доступной в настоящее время публичной информации, которой располагает Компания на дату его выхода и считает надежной. Компания не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и соответственно, на нее нельзя полагаться как на полную и достоверную информацию. Вся информация, дана по состоянию на дату выпуска настоящего документа и может быть изменена без предварительного уведомления.

Инвестору следует учитывать, что стоимость любых инвестиций может увеличиваться и уменьшаться в результате изменений на рынке, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале.

Настоящие материалы предназначены для распространения только на территории Российской Федерации и не предназначены для распространения в других странах, в том Великобритании, странах Европейского Союза, США и Сингапуре, а также, хотя и на территории Российской Федерации, гражданам и резидентам указанных стран. Компании, поименованные ниже, не предлагают финансовые услуги и финансовые продукты гражданам и резидентам стран Европейского Союза.

Услуги по доверительному управлению оказываются компаниями ВТБ Капитал Управление Инвестициями.

Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями: АО ВТБ Капитал Управление активами, ООО ВТБ Капитал Пенсионный резерв.

АО ВТБ Капитал Управление активами имеет необходимые для осуществления деятельности лицензии (лицензия ФСФР России № 045-10038-001000 от 20.03.2007 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами; лицензия ФКЦБ России № 21-000-1-00059 от 06.03.2002 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия). ООО ВТБ Капитал Пенсионный резерв имеет лицензию ФСФР России от 07.02.2003 г. № 21-000-1-00108 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления фондом. Получить информацию о Фондах и ознакомиться с Правилами доверительного управления Фондов, с иными документами, предусмотренными Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» и нормативными актами в сфере финансовых рынков, можно по адресу: 123112, Россия, Москва, наб. Пресненская, д. 10, пом. III и/или 123112, Россия, г. Москва, наб. Пресненская, д. 10, этаж 15, пом. III, ком. 20 по телефону 8-800-700-44-04 (для бесплатной междугородной и мобильной связи), по адресам агентов или в сети Интернет по адресам www.vtbcapital-am.ru, www.vtbcapital-pr.ru.

Услуги по брокерскому обслуживанию оказываются специалистами ВТБ Банк (ПАО).

Всю информацию об условиях предоставления продуктов банка и о тарифах вы можете получить на официальном сайте www.vtb.ru, а также по первому требованию во всех филиалах и дополнительных офисах ВТБ. Условия действительны на 11.12.2018 г. Банк ВТБ (ПАО). Генеральная лицензия Банка России № 1000. Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 040-06492-100000, выдана: 25.03.2003г.

Услуги по брокерскому обслуживанию и финансовому консультированию оказываются специалистами ООО ВТБ Капитал Брокер.

Деятельность ООО ВТБ Капитал Брокер предоставляет услуги исключительно на территории Российской Федерации на основании соответствующих лицензий профессионального участника рынка ценных бумаг: на осуществление брокерской деятельности № 045-12014-100000, на осуществление дилерской деятельности № 045-12021-010000, на осуществление депозитарной деятельности № 045-12027-000100, выданные Федеральной службой по финансовым рынкам 10 февраля 2009 года без ограничения срока действия.

Услуги по торговле на рынке форекс оказываются специалистами ВТБ Форекс.

ВТБ Форекс обладает необходимой для осуществления деятельности лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности форекс-дилера № 045–13993–020000. ВТБ Форекс является членом саморегулируемой организации «Ассоциация форекс-дилеров» (СРО АФД). ВТБ Форекс в своей работе руководствуется Внутренними стандартами СРО АФД, а также Базовыми стандартами, утвержденными Банком России.

Настоящий документ не раскрывает все потенциальные риски и иные аспекты, связанные с инвестированием в конкретные ценные бумаги/транзакции. До осуществления транзакций потенциальные инвесторы должны убедиться в полном понимании условий таких инвестиций/транзакций и любых рисков, связанных с ними.