

Инвестиционные перспективы 2021 года



19 декабря 2020

Рынок США:

ВАКЦИНАЦИЯ ОПТИМИЗМОМ

Прививки от ковида – это билеты на возвращение к нормальной жизни. От успешности этого процесса зависит скорость восстановления мировой экономики

Рынок России: Кризис – время возможностей

Рынок Украины: В гуще событий

Рынок Казахстана: 12-летние максимумы на фоне пандемии

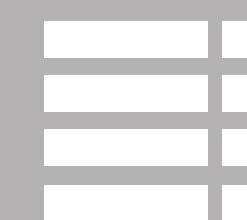
Рынок Узбекистана: Время высокой доходности и ярких реформ

Рынок Германии: Пандемическая волатильность

Инвестидеи, самые важные новости

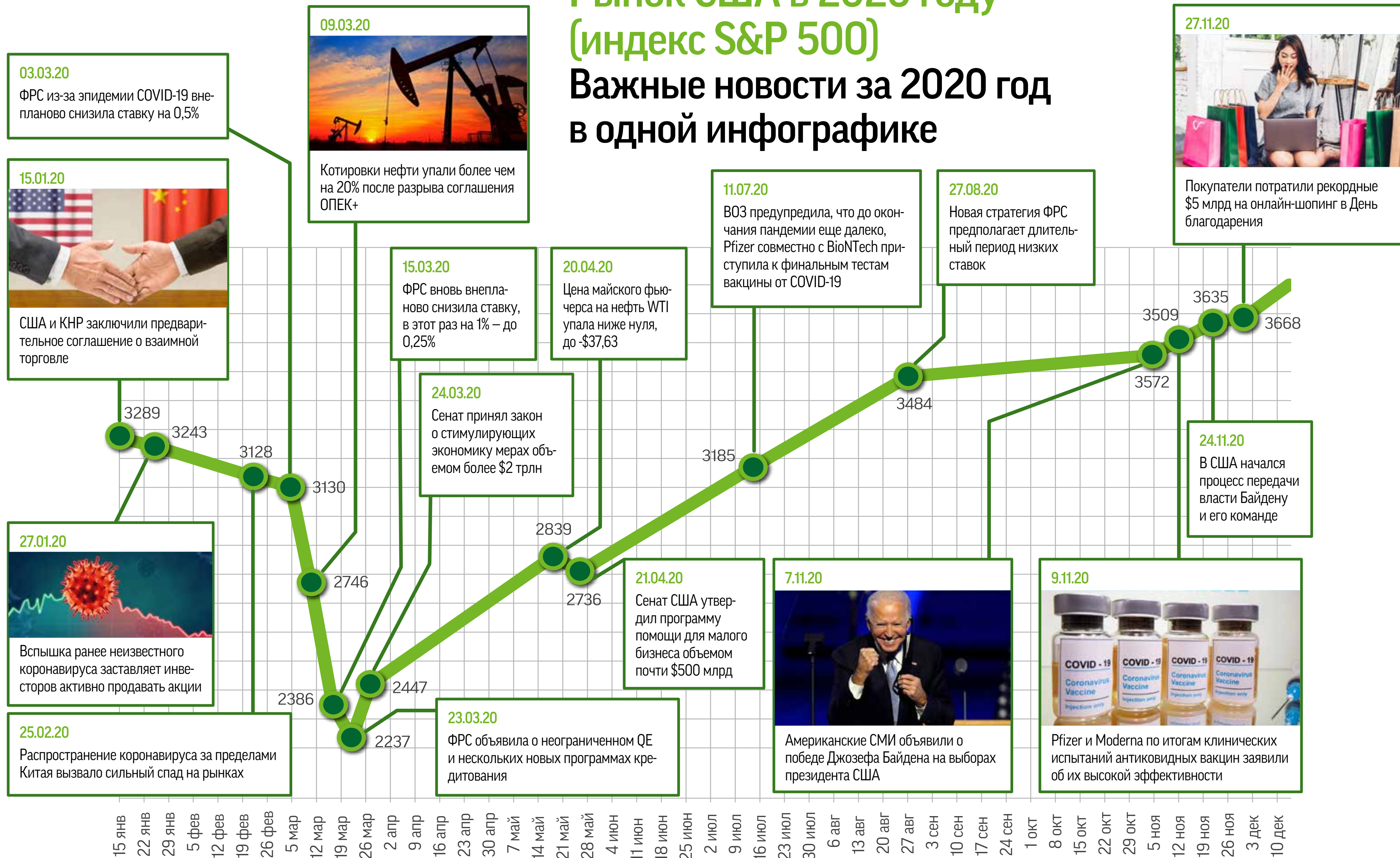
Содержание:

ИНФОГРАФИКА. Самое важное по фондовому рынку США за 2020 год (индекс S&P 500)	3
РЫНОК США. Итоги года. 2020-й – время экстремумов	4-5
РЫНОК США. Год будет богатым на сюрпризы	6-9
РЫНОК США. Бурный год позади – новый будет спокойней. Экономика США в 2020-2021 годах	10-15
РЫНОК США. Влияние избрания Байдена на позиции ИТ-гигантов	16-19
ИНФОГРАФИКА. Рынок России в 2020 году (индекс MOEX)	20
РЫНОК РОССИИ. Итоги года. Кризис – время возможностей	21-26
РЫНОК РОССИИ В 2021 ГОДУ. Сектора в 2021 году	27-29
ИНФОГРАФИКА. Рынок Украины в 2020 году (индекс UX)	30
РЫНОК УКРАИНЫ. Итоги года. В гуще событий	31
РЫНОК УКРАИНЫ В 2021 ГОДУ. Основные тренды	32
ИНФОГРАФИКА. Рынок Казахстана в 2020 году (индекс KASE)	33
РЫНОК КАЗАХСТАНА. Итоги года. 12-летние максимумы на фоне пандемии	34
РЫНОК КАЗАХСТАНА В 2021 ГОДУ. Рост фундаментально сильных компаний	35
ИНФОГРАФИКА. Рынок Узбекистана в 2020 году (индекс UCI).....	36
РЫНОК УЗБЕКИСТАНА. Итоги года. Время высокой доходности и ярких реформ	37
РЫНОК УЗБЕКИСТАНА В 2021 ГОДУ. Новые размещения и развитие долгового рынка	38
ИНФОГРАФИКА. Рынок Германии в 2020 году (индекс DAX).....	39
РЫНОК ГЕРМАНИИ. Итоги года. Пандемическая волатильность	40
РЫНОК ГЕРМАНИИ В 2021 ГОДУ. Пандемия больше не помеха	41
ИТОГИ РЫНКА IPO-2020. Почти 70% компаний торгуются выше цены размещения	42
ПРОГНОЗ НА 2021 ГОД . Самые долгожданные размещения	43-44
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА 2021 ГОД для американского рынка.....	45-54
КОНТАКТЫ	55

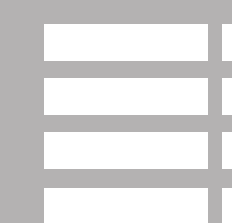


Рынок США в 2020 году (индекс S&P 500)

Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Фондовый рынок США. Итоги года

2020-й – время экстремумов

Основным событием уходящего года стала вирусная пандемия, которая привела к карантинным ограничениям и торможению экономики развитых стран. Это повлекло за собой крупнейшие фискальные стимулы. В результате своевременной поддержки экономики удалось в кратчайшие сроки сократить самую высокую за последние 80 лет безработицу.

Начав год с обновления исторических максимумов, фондовые индексы спустились на уровни четырехлетней давности и успели вновь выйти на абсолютные пики к концу 2020-го.

Начало года рынок встретил на подъеме, продолжавшемся с конца 2019-го на фоне позитива от подписания первой части торговой сделки между США и Китаем и предоставления краткосрочной ликвидности для проведения операций репо. Индекс S&P 500 обновлял максимумы в январе и первой половине февраля. Но затем произошел ряд событий, определивших образ жизни всего человечества на протяжении остальных месяцев 2020-го.

Появившийся в китайской провинции Ухань в декабре 2019 года неизвестный вирус сначала не вызывал опасе-



ний у мирового сообщества, но стремительное распространение инфекции по миру уже 30 января вынудило ВОЗ объявить о чрезвычайной ситуации мирового масштаба. Ключевыми факторами негативной динамики рынка в феврале-марте стала не сама заболеваемость, а методы борьбы с распространением COVID-19. Главное слово этой весны – «карантин». Первые карантинные ограничения были введены в Ухане 23 января. Город был закрыт на въезд и выезд, перестали работать общественный транспорт и все публичные заведения, населению не рекомендовалось покидать дома. В результате полностью была остановлена вся экономика города. С распространением коронавируса в мире риск закрытия экономик усилился, что спровоцировало отток капитала и начавшееся 20 февраля падение на мировых фондовых площадках. Первыми удар ограничений ощутили компании транспортной индустрии, так как карантин серьезно ограничил пассажирские перевозки. Это, в свою очередь, ударило по добывающим компаниям и производителям нефтепродуктов. Масла (или лучше сказать, нефти) в огонь подлил и отказ России продолжить участие в сделке ОПЕК+ об ограничении добычи углеводородного сырья для противодействия американской сланцевой индустрии. В результате 10 марта цена нефти марки Brent за час падает на 20% – с \$45 до \$36 за баррель. В марте Brent опустилась до \$22 за баррель, а 22 апреля ее котировки ушли ниже \$17 впервые с 2002 года. В этот же день фьючерсы на WTI впервые в истории рухнули ниже нуля и достигли почти -\$40. Только в декабре цена Brent восстановилась до уровней начала марта, подтянув за собой акции нефтяных компаний.

Период самых жестких ограничений пришелся на второй календарный квартал уходящего года. Энергетический сектор теряет доходы от комбинации низких цен на нефть и низкого спроса. Авиаперевозчики фиксируют падение выручки на 80% г/г из-за карантинных ограничений. Операторы отелей также заявляют о падении заполняемости в разгар сезона.

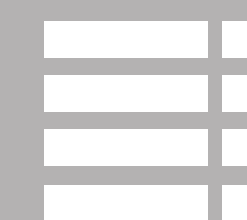
Коронакризис оказал давление и на банковский сектор. Основную угрозу для банков представляли кредитные портфели. Акции банков упали из-за необходимости формирования значительных резервов под кредитные убытки. Несколько облегчило ситуацию для банков принятие закона о модификации кредитов. В результате корпорациям и потребителям удалось получить отсрочку по кредитным выплатам. Такие кредиты получили статус non-performing. Вследствие этого многие банки стали расформировывать свои резервы. Несмотря на временное разрешение проблем с ликвидностью, риск дефолтов сохраняется на долгосрочном горизонте по причине высокой закредитованности заемщиков и несоразмерных рискам резервов банков.

Помимо проблем с ликвидностью, банки столкнулись с сокращением чистой процентной маржи ввиду снижения долгосрочных ставок в США. В августе ставки по 10-летним казначейским облигациям США падали до 0,52%, после чего начали медленное восстановление. Из-за уменьшения процентной маржи бизнес-модель банков стала менее эффективной, что заставило их диверсифицировать каналы выручки, восполняя потерянный процентный доход за счет трейдинга, инвестиционного банкинга, управления активами и оказания прочих финансовых услуг.

Игорь Ключнев,
заместитель
генерального директора
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Фондовый рынок США. Итоги года 2020-й – время экстремумов

Главными бенефициарами карантинных ограничений стали технологический и коммуникационный сектора. Необходимость перехода на удаленную работу повысила спрос на коммуникационные и технологические продукты. Изменился и досуг: люди стали значительно больше времени проводить дома, в связи с чем возрос спрос на онлайн-развлечения, такие как видеоигры или онлайн-кинотеатры. Еще один тренд, обозначившийся в период карантина и режима самоизоляции, связан со стремлением остающихся дома людей благоустроить свои жилища. Усилился спрос на предметы интерьера, бытовую технику и строительные материалы. Это позитивно отразилось на акциях многих производителей товаров длительного пользования.

Падение ВВП за апрель-июнь уходящего года составило 32,9% год к году и стало самым глубоким квартальным обвалом со времен Великой депрессии. Для поддержания потребительского спроса правительство США пошло на беспрецедентные фискальные меры: в рамках CARES Act в экономику было влито больше \$2 трлн путем прямых



выплат частным лицам, выдачи некоммерческих займов малому бизнесу и крупным корпорациям. Часть средств была направлена на поддержку организаций из сферы здравоохранения для обеспечения лечения больных с COVID-19.

Фискальные стимулы породили еще одно беспрецедентное явление: уровень безработицы, взлетевший с 3,5% в марте до 14,7% в апреле впервые со времен Великой депрессии, уже в ноябре опустился до 6,7%. Все второе полугодие прошло под знаком переговоров по поводу выделения еще одного пакета фискальных стимулов, но рынок и без него продолжает рост, прерываемый лишь небольшими коррекциями.

Помимо серьезных фискальных мер было применено и классическое монетарное стимулирование: верхняя граница ключевой ставки была снижена с 1,75% до 0,25%. Еще никогда экономика США не входила в кризис с такой низкой ключевой ставкой. Благодаря стимулам и высокой ликвидности инфляция в 2020 году не опускалась ниже 0%, в отличие от ее динамики в 2015-м и 2008–2009 годах.

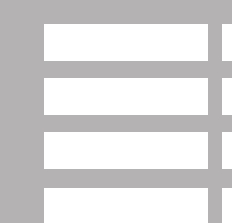
Нынешний год был богат на истории роста как крупных компаний-бенефициаров коронакризиса: Apple (AAPL), Amazon (AMZN) или Netflix (NFLX), так и «народных» акций: ZOOM (ZM), Tesla (TSLA) – продемонстрировавших многократный рост капитализации с начала года. Отдельно от бенефициаров пандемии стоят борцы с ней – разработчики вакцины. В гонке за нее помимо крупных фармацевтических компаний, таких как Pfizer (PFE), AstraZeneca (AZN) и Johnson & Johnson (JNJ), принимали участие и малые биотехнологические компании, зачастую даже не имеющие продуктовой выручки. Среди них Moderna (MRNA) – один



из самых успешных разработчиков, цена акций которой выросла в девять (!) раз с конца февраля до максимума ноября; BioNTech – партнер Pfizer по разработке вакцины, в четыре раза увеличивший свою капитализацию с начала года; а также Novavax (NVAX), присоединившаяся к гонке лишь в мае, но также сумевшая нарастить капитализацию больше чем в шесть раз.

На фоне экономического кризиса политикам в этом году пришлось нелегко из-за выборов президента США. Предварительные результаты опросов и величина отрыва Байдена от Трампа еще с начала осени убеждали в преимуществе демократов, поэтому победа Байдена не стала неожиданностью. Разделенный Сенат по итогам выборов усложнил возможность принятия нескольких законов, оказывавших давление на рынок во время предвыборной гонки, что обеспечило очередное обновление максимумов индексом S&P 500 в начале ноября.

Пандемия еще не закончилась, но рынки к концу года вновь обновляют исторические максимумы в ожидании выхода мира из кризиса в 2021-м.



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Год будет богатым на сюрпризы

Тимур Турлов,
генеральный директор
ИК «Фридом Финанс»



На текущий момент инвесторы уже включили в цены активов позитивный исход по ряду событий. Среди ключевых факторов, которые могут оказать наибольшее влияние на рынок, мы выделяем следующие:

• **Вакцинация населения**

Вакцины Pfizer-BioNtech и Moderna продемонстрировали высокие результаты по итогам третьей фазы испытаний: их эффективность в среднем составляет 95%. 11 декабря экспертный комитет FDA рекомендовал использование вакцины Pfizer-BioNtech в США, после чего избранный президент Джозеф Байден повторил обещание обеспечить поставку 100 млн доз вакцины в ближайшие 100 дней. Мы не ожидаем существенного ухудшения эффективности вакцины при массовом применении. Однако задержки с поставками препарата в США и ЕС не исключены. Во втором-третьем кварталах 2021 года может появиться информация по длительности активного иммунитета. Малый его период окажет негативное влияние на эффективность вакцинации в целом. Кроме того, развивающиеся страны будут вторыми в очереди на получение вакцины от COVID-19, что может сдерживать восстановление активности в мире и ограничивать международный туризм и перелеты.

• **Восстановление ВВП и занятости**

После глобального спада экономической активности в 2020 году инвесторы заложили в ожидания V-образное восстановление экономики в 2021-2022 годах. При этом реализация данного сценария напрямую зависит от сроков и эффективности вакцинации. Одним из ключевых детерминант роста экономической активности и уверенности бизнеса является занятость. В числе рисков мы видим длительный (около трех-пяти лет) период восстановления занятости в США до уровня 2019 года, что будет оказывать сдерживающий эффект на потребление.

Консенсус-прогноз	4кв	1кв	2кв	3кв	4кв	Год		
	2020	2021	2021	2021	2021	2020	2021	2022
ВВП (г/г)	-2.4%	-0.6%	10.2%	3.6%	3.5%	-3.5%	4.0%	3.1%
Потребление	4.9%	1.7%	4.1%	4.4%	4.0%	-3.8%	4.6%	3.4%
Инвестиции	10.8%	4.3%	3.7%	3.8%	4.6%	-6.0%	7.5%	4.2%
Госрасходы	-1.4%	0.9%	0.8%	1.1%	1.2%	1.1%	0.0%	0.6%
Импорт	10.1%	5.4%	5.1%	6.0%	5.0%	-10.3%	8.9%	4.8%
Экспорт	13.1%	4.9%	5.9%	6.0%	5.2%	-13.4%	5.3%	5.0%
Инфляция (PCE, г/г)	1.2%	1.3%	2.2%	1.7%	1.9%	1.2%	1.8%	2.0%
Базовая инфляция (PCE, г/г)	1.5%	1.5%	2.1%	1.7%	1.8%	1.4%	1.7%	1.8%
Безработица	6.8%	6.6%	6.3%	5.8%	5.5%	8.1%	6.0%	5.0%

Источник: Bloomberg

Консенсус-прогноз дефицита бюджета США в %

	2018	2019	2020	2021	2022
Дефицит бюджета США	-4,7%	-15,8%	-10,0%	-6,0%	4,0%

Источник: Bloomberg

Консенсус-прогноз госдолга США (% от ВВП)

	2018	2019	2020	2021	2022
Госдолг США (% от ВВП)	77,4%	79,2%	100,0%	104,5%	104,4%

Источник: Bloomberg

• **Политические факторы**

Мы видим риски в ситуации, когда пост президента США занимает демократ при республиканском большинстве в Сенате. Полная блокировка инициативы Байдена по повышению налогов, которую рынок уже заложил в ожидания, ограничит масштаб реализации экономической программы нового президента. Кроме того, мы видим среднесрочные риски сохранения высокого бюджетного дефицита. Это может оказать давление на национальную валюту и, как следствие, на потребление, а также стимулировать параллельный сдвиг вверх кривой доходности гособлигаций США, что повысит требуемую норму доходности от инвестиций в акции. Республиканцы выступают за ограниченный размер пакета фискальной помощи, это негативно повлияет на настроения рынка, если объем упомянутой программы экономических стимулов окажется существенно ниже \$900 млрд.

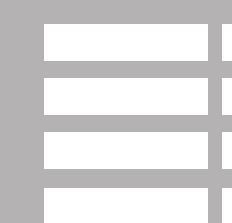
• **Монетарная политика**

Мы не ожидаем изменений в монетарной политике в перспективе от года до полутора лет после недавних новаций (об этом подробнее в экономическом блоке на стр. 10). Рекордные вливания в экономику на фоне восстановления ВВП США будут способствовать росту инфляции (или он будет потенциально ожидаемым на рынке). Это вызовет сдерживающий эффект для экономики из-за текущего уровня безработицы, который снижается, но по-прежнему выше, чем был в 2018-2019 годах.

• **Торговые войны**

Джозеф Байден воспринимается рынком как более прагматичный и договороспособный политик, что будет способствовать восстановлению торговых отношений США с КНР и ЕС. При этом в отношении КНР существует двухпартийный консенсус по сдерживанию растущего влияния Пекина, а также сравнительно успешный опыт Трампа по

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Год будет богатым на сюрпризы

давлению на него. Поэтому мы не исключаем периодическую эскалацию напряженности в отношениях между странами в краткосрочной перспективе после вступления Байдена в должность президента.

Прогнозы по индексу S&P 500

На основе ключевых факторов риска, указанных ранее, мы сформулировали три сценария динамики индекса S&P 500 в 2021 году.

1. Базовый сценарий

В рамках базового сценария в 2021 году мы ожидаем рост прибыли компаний, входящих в S&P 500, на 18% и

повышение индекса на 5% (от уровня закрытия 9 декабря – 3668), до отметки 3850 пунктов.

2. Оптимистический сценарий

Данный сценарий предполагает рост рынка на 7-10%, до 3925-4034 пунктов (ориентир: 4000 пунктов), на фоне увеличения корпоративной прибыли на 23% при реализации внешних предпосылок для этого.

3. Пессимистичный сценарий

При реализации негативного развития событий мы ожидаем снижение рынка на 1-3%, ориентировочно до 3600 пунктов, при росте прибыли компаний, входящих в S&P 500, на 15%.

Сравнительно высокая вероятность реализации пессимистического сценария обусловлена ожиданиями высоких темпов роста корпоративных прибылей в течение 2021 года (лишь незначительно ниже, чем в 2018 году), что несет потенциальный риск при условии более низких темпов роста по сравнению с ожидаемыми.

Консенсус динамики корпоративных прибылей S&P 500, по годам

	2018	2019	2020	2021	2022
Изменение прибыли S&P 500	22,7%	0,9%	-2,9%	21,8%	16,8%

Источник: Bloomberg

Консенсус динамики корпоративных прибылей S&P 500, по кварталам

	1 кв. 2020	2 кв. 2020	3 кв. 2020	4 кв. 2020	1 кв. 2021	2 кв. 2021	3 кв. 2021	4 кв. 2021
Изменение прибыли S&P 500	-14,7%	-21,7%	-6,1%	18,3%	15,4%	44,2%	13,7%	21,5%

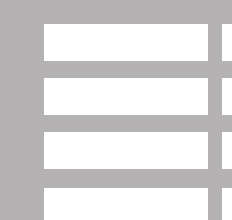
Источник: Bloomberg

При этом сценарий роста индекса S&P 500 и корпоративных прибылей мы считаем основным, что обусловлено сильным положительным откликом экономики на восстановление деловой активности, прогрессом в разработке и одобрении вакцин от COVID-19. Ожидаем ускорения восстановительной динамики ВВП в течение 2021 года на фоне постепенного ослабления риска пандемии. Кроме того, обращаем внимание на положительную динамику опережающих экономических индикаторов по сравнению с уровнями второго квартала 2020 года, что отражает ожидания роста корпоративным сегментом и потребителями.

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



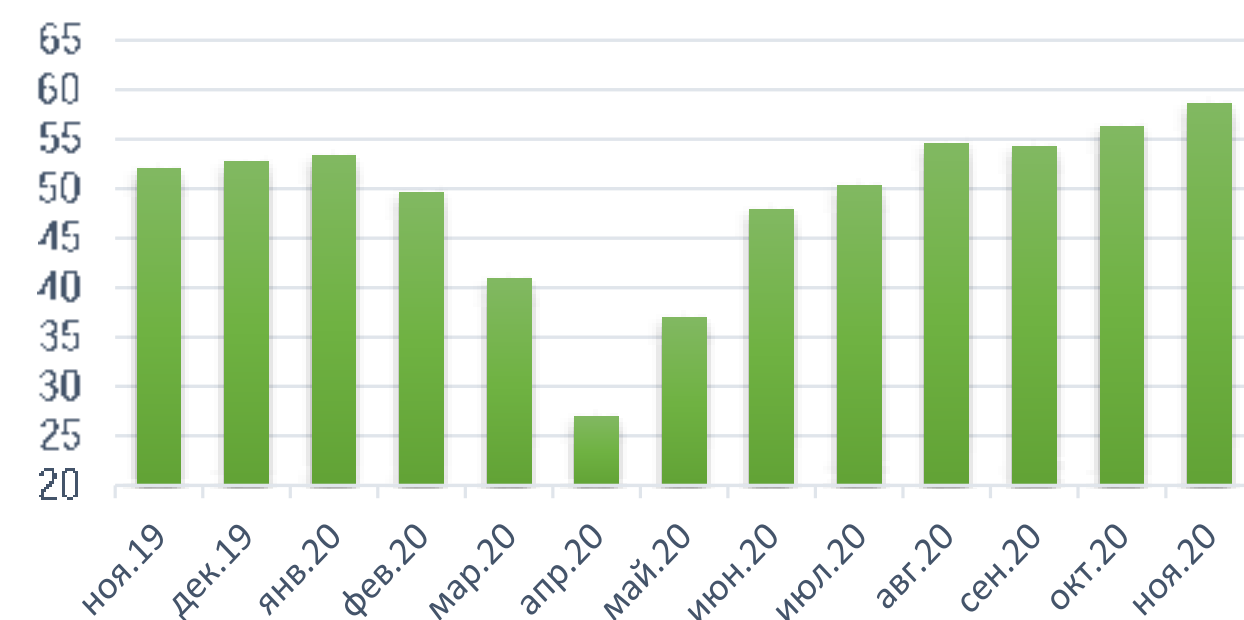
	Пессимистичный сценарий	Базовый сценарий	Оптимистический сценарий
Вероятность	25%	60%	15%
Цель по S&P 500	3600	3850	4000
Рост прибыли	15%	18%	23%
P/E	22,2	23,1	22,9
Ход вакцинации/иммунный ответ	Значительная часть населения получит вакцины только в 4-м кв. 2021 года. Малый срок активного иммунитета, быстрые мутации вируса	Значительная часть населения получит вакцины к концу 2-го кв. 2021 года. Значительный период активного иммунитета, незначительные мутации вируса	Значительная часть населения получит вакцины к концу 1-го кв. 2021 года. Длительный период активного иммунитета, практически полное отсутствие мутаций вируса
Динамика ВВП	3,0%	3,8%	4,4%
Безработица	6,8%	6,3%	5,0%
Условия/Риски			
Политические факторы	Ставки налогов частично увеличиваются, реализация пакета стимулов на уровне \$0,5-0,7 трлн, реализация лишь отдельных положений экономической программы Байдена	Ставки налогов сохраняются, реализация пакета стимулов на уровне \$0,8-1 трлн, реализация ключевых положений экономической программы Байдена	Ставки налогов сохраняются, реализация пакета стимулов на уровне \$1-1,1 трлн, практически полная реализация экономической программы Байдена
Монетарная политика	Сохранение ключевой ставки на уровне 0-0,25%, сообщается о планах повышения ставки в 2022 году, сворачивание программы QE в 2021 году	Сохранение ключевой ставки на уровне 0-0,25%, продолжение программы QE до конца 2021 года с сокращением ежемесячных покупок до \$10-20 млрд	Сохранение ключевой ставки на уровне 0-0,25%, продолжение программы QE до конца 2021 года, новый пакет монетарной помощи, сохранение ежемесячных покупок активов на уровне \$80 млрд
Торговые войны	Новые встречные претензии со стороны США и Китая, усиление торговых противоречий с ЕС	Отсутствие серьезной эскалации торгового конфликта между США и Китаем, США и ЕС	Движение в сторону нормализации торговых взаимоотношений США и Китая



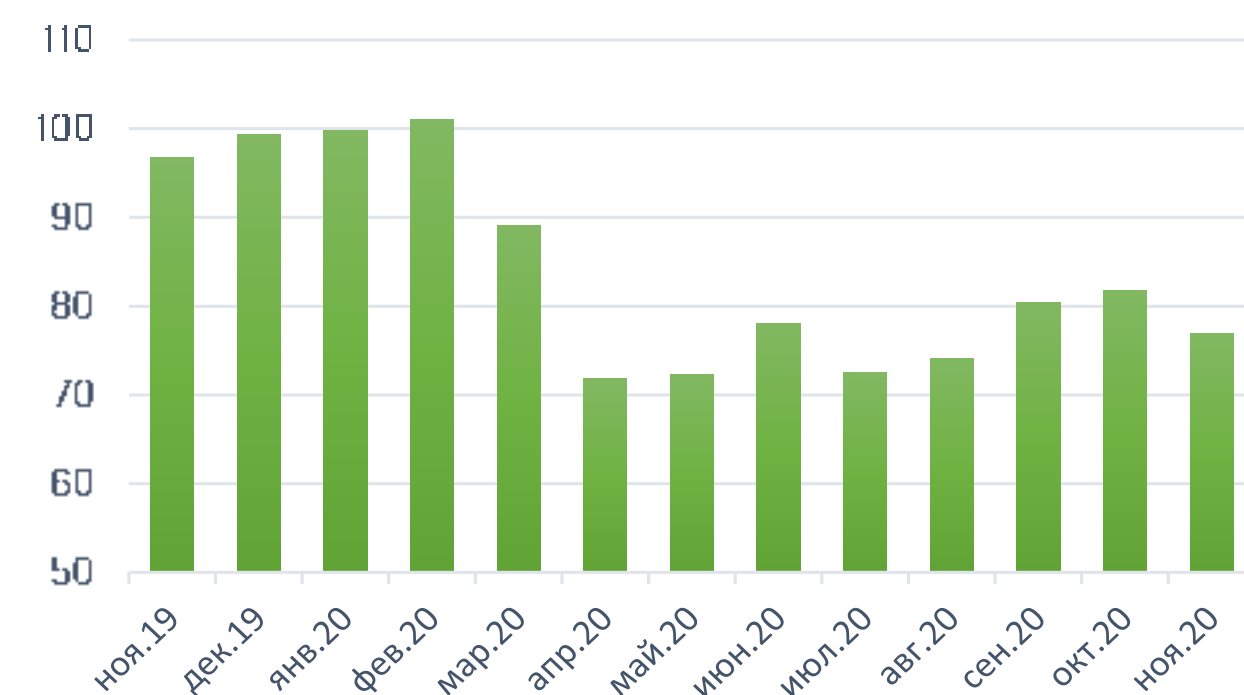
Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Год будет богатым на сюрпризы

Динамика PMI



Индекс ожидания потребителей



Аллокация активов

Мы полагаем, что в течение 2021 года ребалансировка портфелей в пользу компаний «стоимости» в ущерб компаниям «роста» может продолжиться. При этом, равно как и в начале тенденции, мы не ожидаем резких распродаж ключевых представителей growth-сегмента – компаний ИТ-сектора, но рассчитываем, что оценки ряда перегретых эмитентов будут стремиться к нормализации, а рост секторов, выступавших в роли защитных в период пандемии, замедлится.

Сравнительная динамика индексов Growth и Value

	Квартал	С начала года
RUSSELL 3000 Growth	10,6%	32,0%
RUSSELL 3000 Value	14,9%	-0,9%

Мы полагаем, что в числе ключевых бенефициаров перетока активов в течение 2021 года будут акции циклических секторов: энергетики, недвижимости, финансов, товаров длительного пользования, а также коммунальных услуг.

Сравнительная динамика подсекторов индекса S&P 500

	Квартал	С начала года
S&P 500	10%	14%
Энергетика	28%	-32%
Материалы	11%	16%
Промышленность	16%	9%
Потребительский сектор	5%	28%
Товары массового потребления	5%	6%
Здравоохранение	8%	10%
Финансы	17%	-7%
Информационные технологии	9%	36%
Коммуникационные технологии	10%	20%
Коммунальные услуги	6%	-4%
Недвижимость	1%	-7%

Потенциал циклических секторов уменьшился по сравнению с уровнем конца первого полугодия 2020-го. На текущий момент только энергетическая отрасль демонстрирует двузначное снижение котировок с начала года.

Выводы и рекомендации

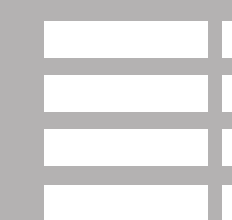
В условиях значительного восстановления котировок по сравнению с локальными минимумами года и высоких текущих оценочных мультипликаторов индекса S&P 500 мы ожидаем усиления волатильности рынка в 2021 году. Для инвесторов это станет причиной как роста прибылей, так и повышения убытков. Мы рекомендуем инвесторам делать акцент на избирательном, точечном наполнении портфеля.

В числе наиболее перспективных подсегментов рынка на 2021 год мы выделяем следующие:

- **Нефтедобыча:** Diamondback Energy (FANG), EOG Resources (EOG), ConocoPhillips (COP) и **нефтепереработка:** HollyFrontier (HFC), Valero Energy (VLO);
- **Нефтегазовая инфраструктура:** Kinder Morgan (KMI) и **нефтесервис:** Schlumberger (SLB);
- **Фармацевтика:** Eli Lilly (LLY), Viatrix (VTRS), Merck & Co (MRK) и **медицинское оборудование:** Abbott Laboratories (ABT), Align Technology (ALGN);
- **Авиаперевозки:** United Airlines (UAL), Southwest Airlines (LUV);
- **Аэрокосмическая отрасль:** Boeing (BA), Virgin Galactic (SPCE);
- **Розничная торговля:** Walmart (WMT), Target (TGT)
- **Видеоигры:** Take-Two Interactive Software (TTWO), Activision Blizzard (ATVI), Electronic Arts (EA), Zynga (ZNGA);
- **Кибербезопасность:** Palo Alto Networks (PANW), Fortinet (FTNT);
- **Бенефициары развертывания связи формата 5G:** QUALCOMM (QCOM), Qorvo (QRVO), Lumentum (LITE)

Мы обращаем внимание инвесторов на то, что наряду с диверсификацией портфеля одним из лучших инструментов хеджирования рисков выступает удлинение горизонта

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru

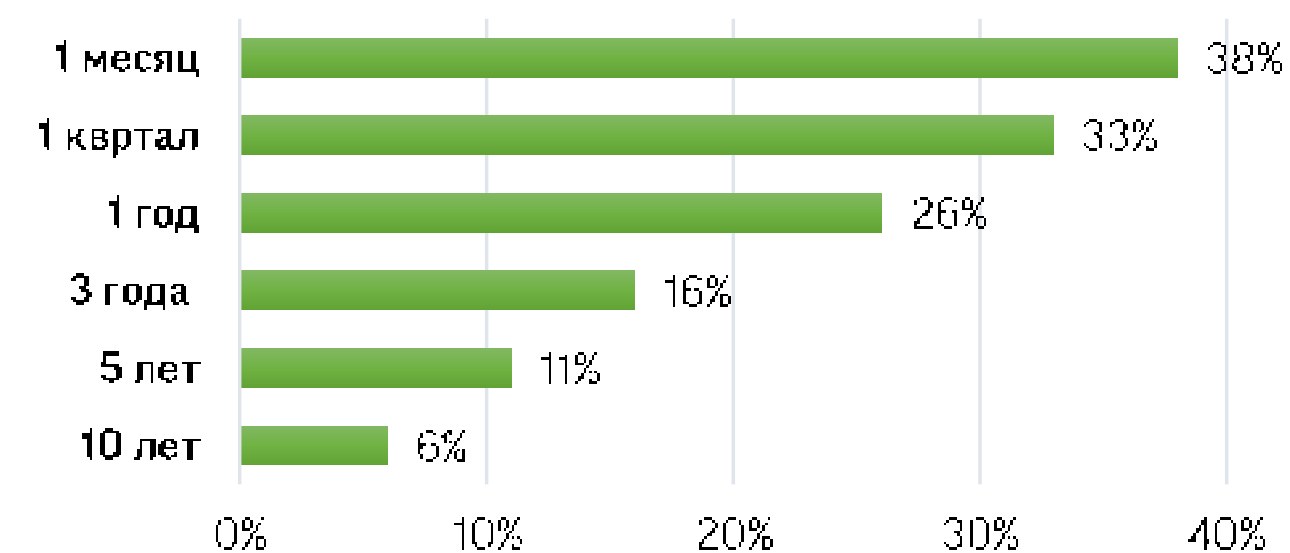


Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Год будет богатым на сюрпризы

инвестирования. Так, из представленного ниже графика следует, что риски инвестирования в акции снижаются на десятилетнем горизонте до 6% по сравнению с 38% при инвестициях сроком на месяц и 26% в перспективе года.

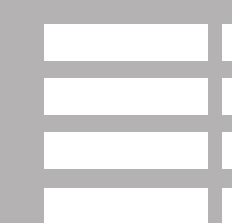
Зависимость вероятности убытка при инвестировании в акции от периода удержания



Источник: S&P, Bloomberg, BofA

Ожидания

Базовый прогноз для S&P 500 на будущий год предполагает его рост на 5%, до 3850 пунктов, на фоне повышения прибыли входящих в индекс компаний на 18%. В числе основных предпосылок для реализации этого сценария – проведение вакцинации к концу второго квартала среди большей части населения, рост ВВП на 4%, снижение безработицы до 6%, реализация программы фискальных стимулов в объеме \$0,8-1 трлн, а также сохранение ультрамягкой монетарной политики. В течение 2021 года ожидаем ребалансировку портфелей из акций «роста» в акции циклических секторов. Также прогнозируем небольшую коррекцию на рынке с конца текущего квартала до января-марта 2021-го.



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый будет спокойней.

Экономика США в 2020-2021 годах

2020 год для экономики США прошел под существенным влиянием пандемии, как минимум в первой половине 2021 года подобная зависимость сохранится. Очередное обострение эпидемиологической обстановки в конце года замедлило американскую экономику, но процесс возобновления активности продолжается. Новые волны эпидемии коронавируса и отсутствие нового пакета фискальных стимулов остаются главными рисками ухудшения ситуации. В то же время отсутствие масштабного локдауна и перспективы скорой вакцинации оставляют надежду на улучшение ситуации. Готовится и новый пакет стимулов, который может быть принят даже до вступления в должность избранного президента Байдена. ФРС также сохраняет стимулирующую монетарную политику. Переход на режим таргетирования среднесрочной инфляции обещает сохранение мягкой политики надолго, но при этом повышает инфляционные риски. Поэтому в краткосрочной перспективе возможно замедление восстановления, но на среднесрочном горизонте перспективы экономики остаются благоприятными.

2020

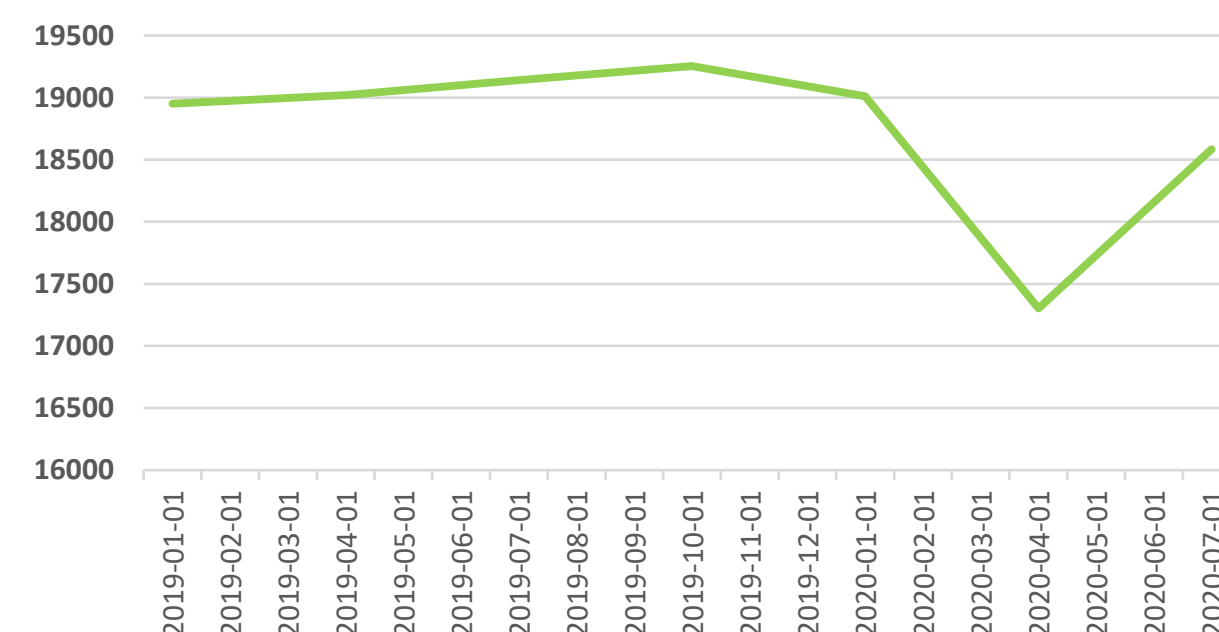
ВВП

ВВП США в третьем квартале при второй оценке сохранил самый быстрый темп роста со времен Второй мировой войны. Экономика США прибавила 33,1%, что отражает восстановительный процесс после негативного шока пандемии коронавируса. Тем не менее ВВП остается ниже докризисного уровня.

Главный компонент ВВП – потребление вырос на 40,6%. Потребление было поддержано фискальными стимулами и возобновлением активности после локдауна, что осо-

бенно заметно в начале третьего квартала, после чего рост замедлился. Наибольший рост ожидаемо наблюдался в потреблении товаров. Траты на услуги также выросли, но остаются наиболее пострадавшим компонентом потребления, что логично, так как связанные с эпидемией ограничения и страхи снижают потребительскую активность в сервисном секторе. При этом доходы потребителей сократились в целом за квартал больше чем на 10% из-за окончания действия программы фискальной помощи, что будет способствовать дальнейшему замедлению потребления в четвертом квартале, если не будет новых мер поддержки.

ВВП США в ценах 2012 года, \$ млрд



Рост инвестиций составил 84,9%. Инвестиции бизнеса увеличились благодаря росту вложений в оборудование. При этом падение наблюдалось в расходах бизнеса на коммерческую недвижимость, что закономерно в условиях пандемии. Инвестиции в жилье выросли благодаря низким процентным ставкам и изменению предпочтений из-за распространения работы на дому.

Госрасходы снизились на 4,9%, что отражает окончание программ фискальных стимулов и снижение налоговых поступлений. Без новых федеральных стимулов государственные расходы обещают быть подавленными долгое время.

В торговых компонентах ВВП наблюдалось оживление. Вклад чистого экспорта в итоговое значение ВВП был отрицательным за счет большего роста импорта, который поднялся на 93,1%. Экспорт вырос на 60,5%. Скачку импорта способствовал повышенный спрос потребителей на товары из-за выпадающих расходов на услуги в условиях пандемии.

Итак, большая часть падения ВВП первой половины года оказалась отыгранной в третьем квартале, но темп восстановления в последние три месяца 2020-го естественным образом замедлится. Консенсус закладывает рост ВВП на 3-5% в четвертом квартале. По итогам года ожидается снижение на 3-4%. Для сравнения: во время мирового финансового кризиса в 2009 году экономика США упала на 2,5%. Фискальные и монетарные стимулы смогли предотвратить более серьезное падение и ускорили восстановление, но шок остается глубоким.

Рынок труда

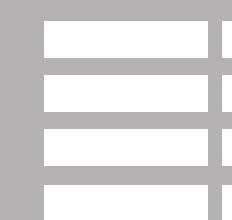
Рынок труда в уходящем году испытал мощный шок, но плавно восстанавливается.

	Факт	Прогноз	Пред.
Средняя почасовая заработная плата (г/г) (ноябрь)	4.4%	4.30%	4.40%
Изменение числа занятых в несельскохозяйственном секторе (ноябрь)	245K	469K	610K
Уровень безработицы (ноябрь)	6.70%	6.80%	6.90%

Игорь Ключнев,
заместитель
генерального директора
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru

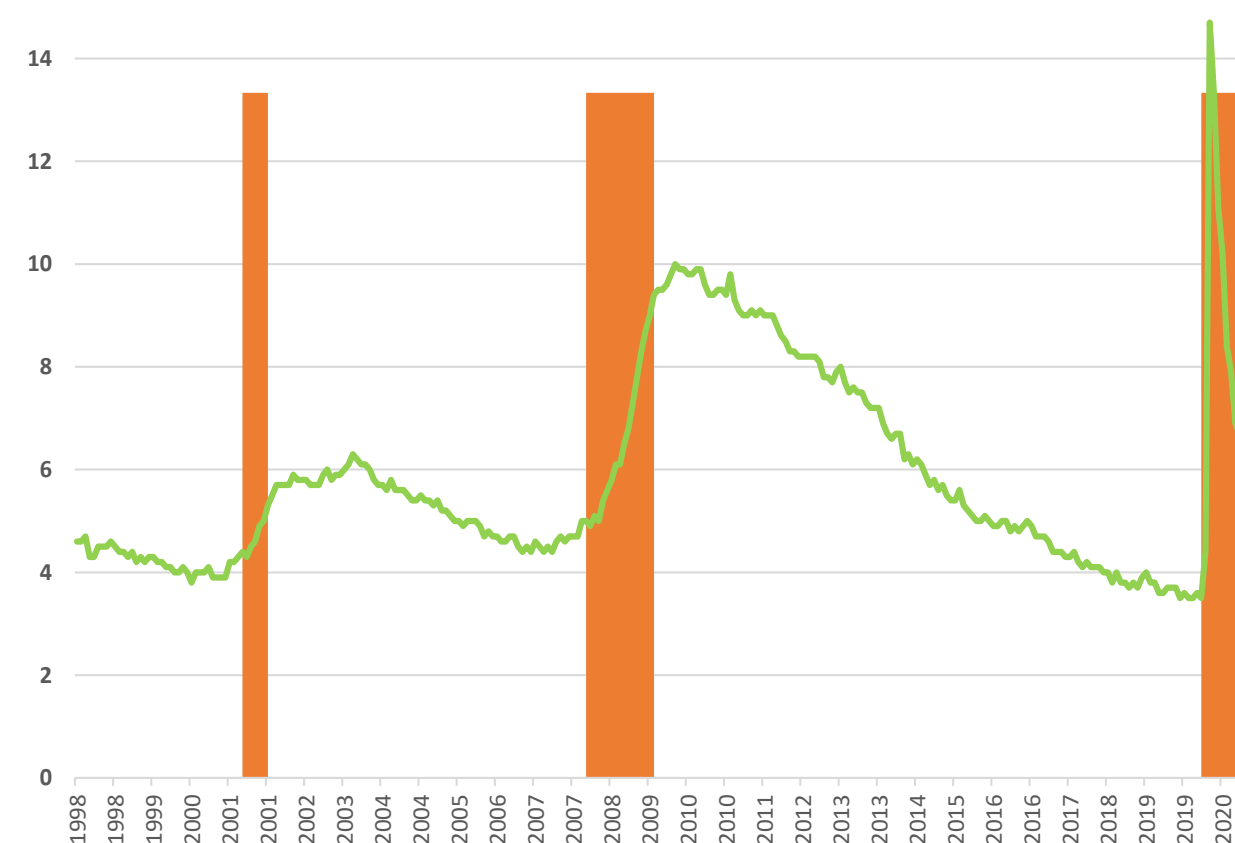


Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый бюджет спокойней.

Экономика США в 2020-2021 годах

Уровень безработицы



В ноябре экономика США пополнилась 245 тыс. рабочих мест, что оказалось почти в два раза ниже результата прошлого месяца, но лучше консенсуса. Безработица снизилась до 6,7%, на 0,1%, превзойдя ожидания. Наибольший рост занятости (+145 тыс.) наблюдался в транспортном секторе. При этом сектор розничной торговли сократил найм на 35 тыс. Подобная динамика отражает усиление популярности онлайн-торговли перед праздниками. Компании нанимали больше курьеров для доставки онлайн-заказов, чем продавцов в традиционные магазины. Участие рабочей силы снизилось, то есть реальная картина на рынке труда чуть менее оптимистична, чем показывает главный показатель безработицы. Отсутствие нового пакета стимулов может вынудить некоторые бизнесы прибегнуть к сокращениям, поэтому снижение безработицы рискует замедлиться.

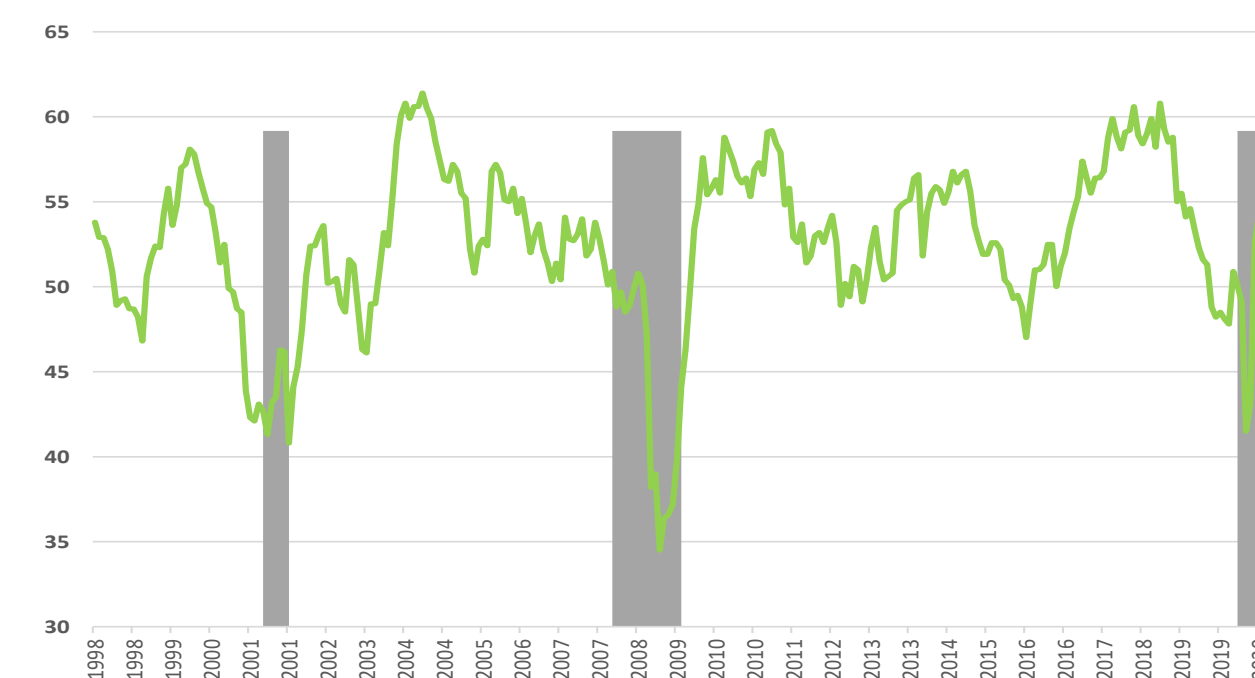
Рост зарплат в годовом выражении остался на отметке 4,4%, показатель постепенно нормализуется. Позитивная динамика по-прежнему объясняется неравномерным распределением потерь дохода среди разных категорий работников. Сокращение затронуло в первую очередь наименее оплачиваемые позиции, что и привело к повышению среднего уровня зарплат. Несмотря на положительную динамику, уровень доходов по-прежнему отстает от предкризисного, что подчеркивает важность фискальных стимулов для поддержания восстановления потребления. Ситуация на американском рынке труда в конце года продолжила улучшаться благодаря восстановлению экономической активности после отмены локдауна, но темп восстановления замедлился. В условиях второй волны пандемии декабрьские цифры могут оказаться хуже. Вместе с тем риски для рынка труда могут заставить власти ускорить принятие очередного пакета стимулов.

Опережающие экономические индикаторы

Большинство опережающих индикаторов на конец 2020-го года указывают на благоприятные перспективы восстановления экономики, хотя она еще не полностью оправилась от шока пандемии. Сводный индекс LEI (Leading Economic Index от Conference Board) остается в отрицательной зоне, но темпы его падения после весеннего обвала продолжают замедляться. Индекс деловой активности в производственном секторе (PMI) от ISM в ноябре снизился, отразив негативные последствия нового витка эпидемии, но остался на высоком уровне, что сигнализирует о продолжающемся возобновлении активности после пандемического шока. Показатель опустился с 59,3 до 57,5. Большинство субиндексов за исключением экспортных заказов и времени доставки снизились

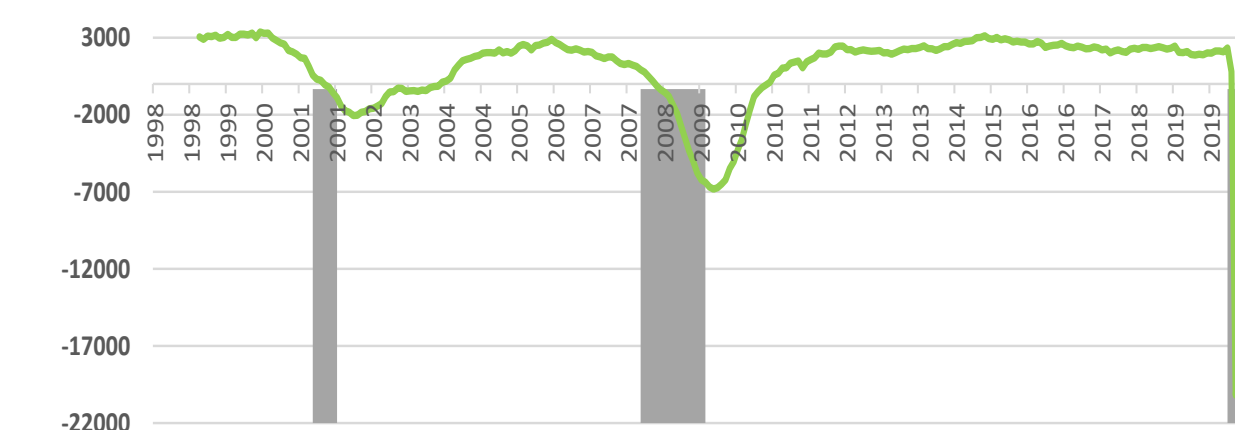
в ответ на ухудшение эпидемиологической обстановки. Главным драйвером снижения стал субиндекс найма, что подтверждается более слабым, чем ожидалось, отчетом по рынку труда.

PMI



Долгосрочные темпы найма стабилизировались, но остаются в глубоком минусе. Накопленным итогом за 12 месяцев экономика США потеряла чуть больше 9 млн рабочих мест.

Изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США (за 12 мес.)



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый бюджет спокойней.

Экономика США в 2020-2021 годах

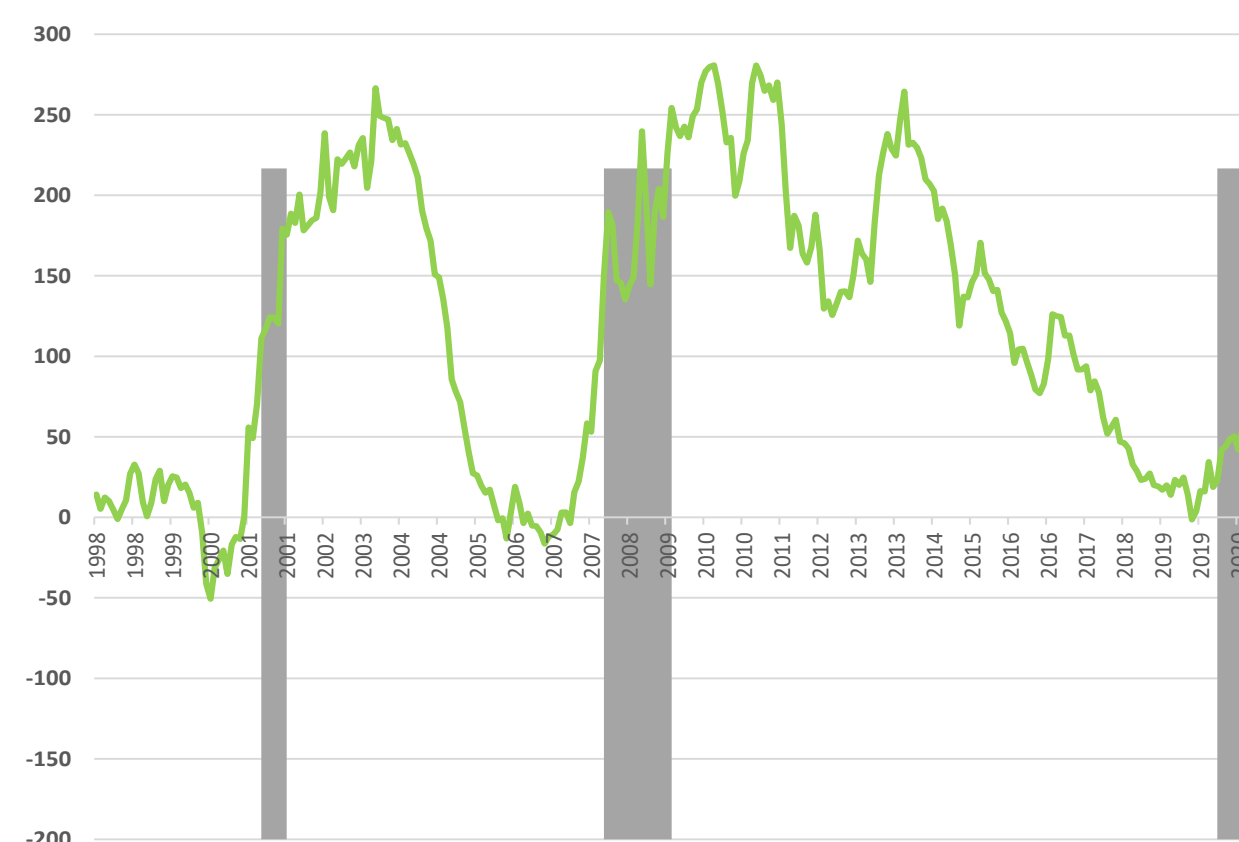
Индекс доверия потребителей от Conference Board в ноябре продолжил снижение, что закономерно на фоне усилившейся угрозы пандемии и неясных перспектив принятия новых фискальных стимулов. Показатель опустился со 101,4 до 96,1. Дополнительным негативным фактором стала политическая неопределенность из-за долгого подсчета голосов на президентских выборах. В то же время надежды, связанные с вакцинацией от COVID-19, способны поддержать потребительскую уверенность по итогам декабря. Однако этот показатель, вероятно, останется довольно волатильным в условиях сохраняющихся эпидемиологических рисков и при отсутствии новых фискальных стимулов.

Потребительская уверенность



Спред между «длинными» и «короткими» бумагами в ноябре стабилизировался. Инверсия кривой доходности утратила актуальность как опережающий индикатор наступления рецессии, поскольку она уже налицо. Тем не менее положительный спред отражает уверенность в перспективах восстановления экономической активности на горизонте от двух лет.

Спред доходностей «двухлеток» и «десятилеток»



Таким образом, опережающие экономические индикаторы немного ухудшились к концу года, что свидетельствует о замедлении темпов восстановления после спада. Угроза новых волн эпидемии и отсутствие очередного пакета фискальных стимулов могут долго создавать давление на настроения американцев и тормозить нормализацию экономики. Тем не менее в целом последние данные выглядят скорее оптимистично.

2021

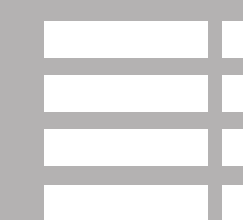
Вирус. Вакцина

Главным фактором для экономики США остается ситуация с коронавирусом. Новая волна эпидемии, начавшаяся осенью, оказалась масштабнее весенней и затормозила восстановление экономики. В то же время отказ от масштабного локдауна и начало массовой вакцинации создают неплохие условия для продолжения экономического роста в среднесрочной перспективе.

Заболееваемость в США этой зимой более чем вчетверо превышает весенние уровни. Впрочем, резкое ухудшение статистики скорее результат массовых тестирований, так как число летальных исходов ненамного выше весеннего пика. Власти штатов и муниципалитетов США, которые в значительной степени контролируют политику здравоохранения, отказались от повторного жесткого карантина, но ввели некоторые новые ограничения. Эти меры оказывают негативное влияние на темпы восстановления в текущем квартале, давление может сохраниться до конца марта 2021-го. По-прежнему актуальны риски дальнейшего ужесточения ограничений, если эпидемиологическая ситуация продолжит ухудшаться.



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



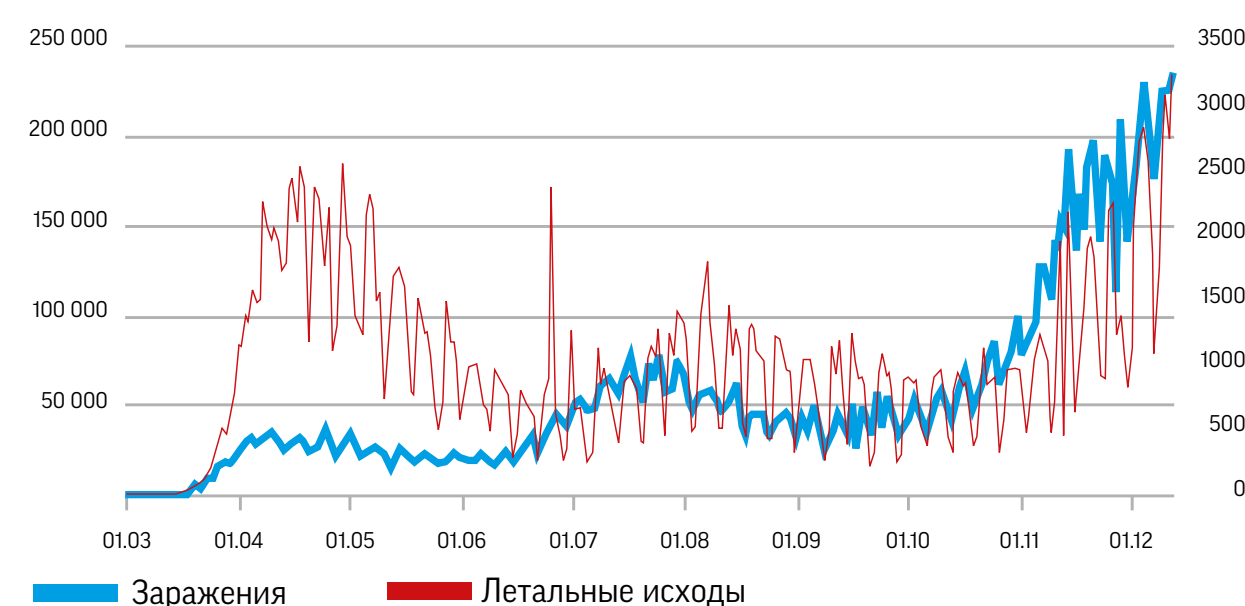
Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый бюджет спокойней.

Экономика США в 2020-2021 годах



Заболееваемость и смертность от COVID-19 в США



Тем не менее после завершения второй волны эпидемии экономика получит позитивный импульс, как было после снятия ограничений весной, и сможет продемонстрировать даже более уверенную динамику восстановления в случае массовой вакцинации.

На текущий момент есть три наиболее перспективные вакцины для использования в США. Препарат от Pfizer-BioNTech одобрен FDA для экстренного использования, что позволило начать вакцинацию в стране. Первыми прививку получают представители групп риска. Близки к получению одобрения регулятором и аналоги от других разработчиков. Власти

США заключили контракты со всеми потенциальными производителями вакцин, что позволит иммунизировать почти все население. Остаются вопросы по способности быстро и эффективно произвести необходимое количество вакцин, но к концу второго квартала 2021-го население США и большинства других стран получит коллективный иммунитет, а к концу года жизнь войдет в привычное русло.

Экономическая политика при новом президенте

По итогам напряженного электорального цикла новым президентом США избран Джозеф Байден, а республиканцы имеют шансы сохранить контроль в Сенате. Для экономики это означает не столь радикальные изменения, как при большинстве Демократической партии в законодательном органе власти.

Кому достанется контроль над Сенатом, выяснится только в январе. Если демократы все-таки получат преимущество в Джорджии, то с решающим голосом избранного вице-президента Камалы Харрис их перевес в Сенате будет минимальным. Однако даже этого вряд ли хватит для радикальных изменений. Мы предполагаем несколько последствий смены власти в Белом доме.

- Новый пакет стимулов будет меньше, чем хотели демократы. Вместо \$2-3 трлн экономика может полу-

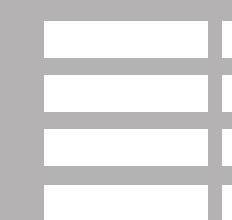
чить пакет помощи объемом около \$1 трлн. Программа стимулов объемом \$748 млрд уже почти принята, остальные \$160 млрд в процессе обсуждения.

- Повышения налогов без уверенного перевеса демократов в Сенате ждать сложно. Шансы на увеличение расходов на инфраструктуру есть, но тоже невысоки.
- Возможно усиление регулирования технологических компаний через создание контролирующих агентств в структуре администрации президента. Ужесточение регулирования финансовых рынков менее вероятно.
- На пост главы Минфина номинирована экс-глава ФРС Джанет Йеллен. Ее назначение будет означать сохранение стимулирующей фискальной политики, которая способствует продолжению восстановления экономики.
- Во внешней торговле вполне вероятно смягчение протекционистской риторики, повышение предсказуемости и нормализация отношений с ключевыми партнерами в Европе. В отношении Китая резкого изменения курса, скорее всего, не будет. Стратегический конфликт двух крупнейших экономик имеет долгосрочную природу. Между тем предсказуемость политики Белого дома должна повыситься, что улучшит условия взаимной торговли.

Главным итогом экономической политики для краткосрочных перспектив будет новый пакет стимулов, который придаст дополнительный импульс экономическому росту. В более отдаленной перспективе стоит ждать повышения предсказуемости экономических властей, что также можно отнести к позитивным факторам.

Вакцины

Разработчик	Фаза испытаний	Кол-во доз	Контракты с США	Эффективность	Статус	Факт
Pfizer-BioNTech	2 или 3	1,3 млрд в 2021	100 млн	95%	Одобрение в Канаде, экстренное использование в США, Великобритании, ОАЭ	4.40%
Moderna	3	100 млн в 1кв21	200 млн	95%	В стадии одобрения в США	610K
Oxford-AstraZeneca	2 или 3	3 млрд в 2021	300 млн	70%		6.90%



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый бюджет спокойней.

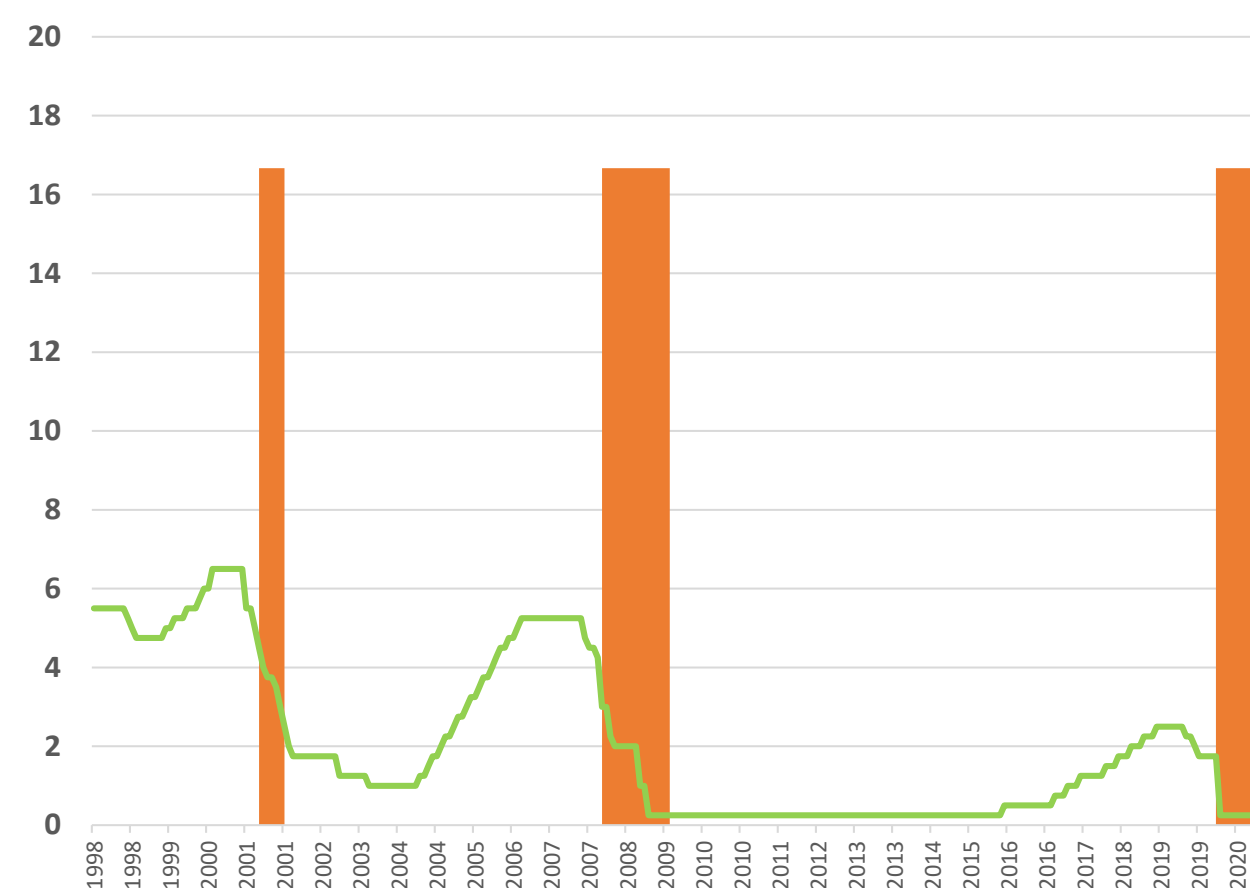
Экономика США в 2020-2021 годах



ФРС

Монетарная политика обещает оставаться мягкой долгое время, что также повышает шансы на продолжение восстановления экономики. В 2020 году регулятор осуществил переход к таргетированию усредненной за период инфляции, что предполагает сохранение стимулирующих мер надолго. Судя по точечному прогнозу, повышения ставки участники Комитета по открытым рынкам не ждут как минимум до 2023 года.

Fed Funds Rate



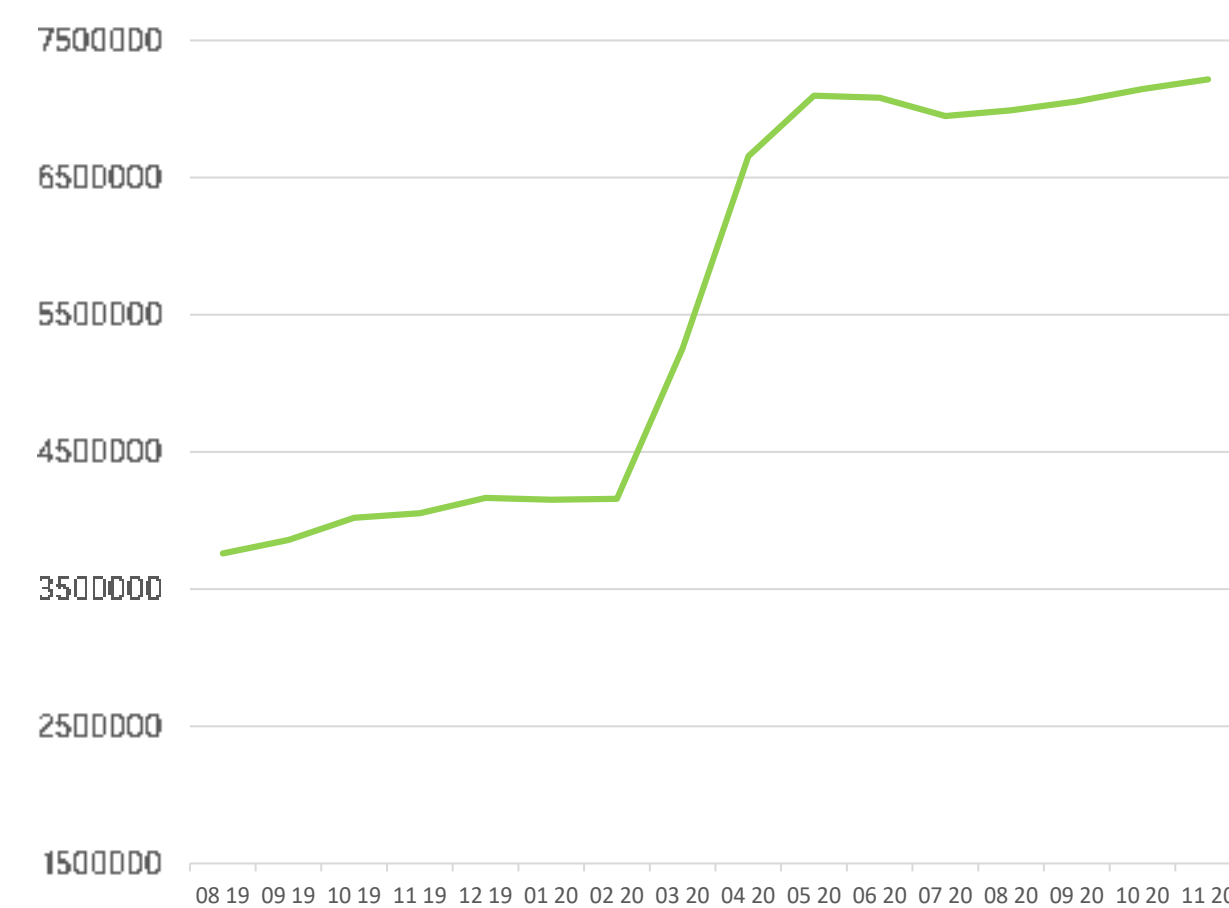
Цель ФРС по инфляции установлена на отметке несколько выше 2%, чтобы совпадать с ее средним уровнем, так как долгое время рост цен был слабым. Для достижения этой цели Федеральное резервное управление будет держать ставку почти на нулевом уровне до достижения занятости максимальных отметок и при инфляции, которая на определенный период

превысит 2%. В пересмотренной стратегии регулятор будет фокусироваться на «отставании числа новых рабочих мест от максимального уровня», а не на «отклонениях от максимального уровня», как в предыдущей стратегии. Другими словами, превентивных повышений процентных ставок можно не ждать.

Согласно новой стратегии ставка не будет повышена, пока экономика США не выйдет на максимальный потенциальный уровень. Если бы этот принцип использовался после прошлого кризиса, регулятор пошел бы на ужесточение политики не в 2015-м, а только в 2018-м, когда инфляционное давление стало проявляться.

Рост баланса ФРС замедлился во второй половине 2020-го, но в случае необходимости может быть активизирован.

Баланс ФРС, \$, млн



После реформирования своего подхода к проведению монетарной политики ФРС взяла паузу. Курс регулятора будет зависеть от состояния экономики, которое определяет ситуация с пандемией и реакция на этот вызов властей. В случае новых спадов и дальнейших проволочек с принятием программы фискальных стимулов ФРС будет готова увеличить объемы покупки активов, но пока в этом нет явной необходимости.

Экономика

Улучшение эпидемиологической обстановки и формирование коллективного иммунитета благодаря вакцинации, а также фискальные и монетарные стимулы создают для экономики США отличную возможность продолжить активное восстановление в 2021 году.

Потребление

Потребители продемонстрировали способность адаптироваться к новым реалиям. Не потраченные на услуги средства были перенаправлены на покупку товаров, в том числе онлайн. Потребление товаров после весеннего шока восстановилось полностью, в то время как потребление услуг получит позитивный импульс благодаря прививочной кампании. Особенно важен этот драйвер для туристического, отельного и ресторанного бизнеса. Фактором стабильности потребления остается фискальная поддержка.

Инвестиции

После масштабного падения прибылей в 2020-м перспективы бизнеса в 2021-м выглядят более благоприятными. Мы рассчитываем на уверенное увеличение объема инвестиций благодаря восстановлению корпоративных прибылей, что впоследствии положительно скажется на экономиче-



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Бурный год позади – новый бюджет спокойней.

Экономика США в 2020-2021 годах

ском росте. Предложение пока восстанавливается медленнее, чем спрос, но все же вносит положительный вклад в развитие экономики. Росту инвестиций также способствуют низкие процентные ставки, что особенно заметно по активизации рынка недвижимости.

Внешний сектор и госрасходы

Торговля продолжит восстанавливаться по мере нормализации эпидемиологической обстановки. Госрасходы останутся под давлением из-за высокого дефицита местных бюджетов.

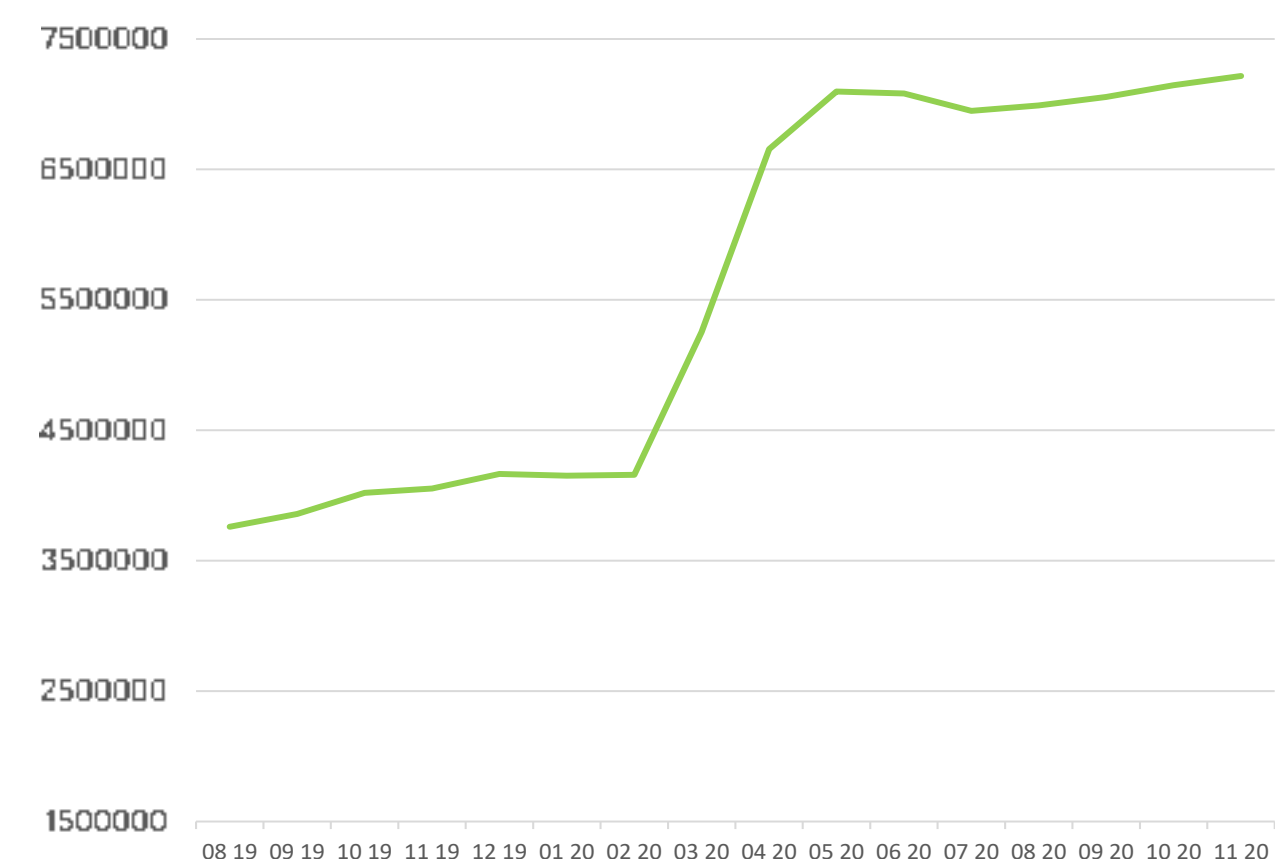
Риски

Среди угроз для восстановления экономики по-прежнему высокий уровень безработицы и усиление инфляционного давления после рекордных вливаний ликвидности в экономику.

Экономика США за последние 12 месяцев потеряла 9 млн рабочих мест, что грозит продолжительной безработицей. Если эти эффекты будут значительными, они могут повлиять на долгосрочный потенциал экономики и уровень жизни. Многие из потерявших работу с начала пандемии уже трудоустроены. Общая безработица снизилась почти на 8 п.п., но из-за по-прежнему не востребованных на рынке труда остается 2 п.п. избыточной безработицы. Если в 2021 году эпидемиологическая ситуация нормализуется, большинство безработных довольно быстро получат работу. Общее замедление экономической активности отрицательно влияет на рост цен, поэтому говорить о реальном риске разгона инфляции рано. Тем не менее ожидаемые высокие темпы роста экономики США в 2021-м, заметное увеличение денежной массы, которого не было в 2008-2009 годах, формируют инфляционные риски. Переход ФРС к таргети-

рованию усредненной инфляции дает регулятору возможность придерживаться агрессивного смягчения монетарных условий без опасения о превышении таргета в 2% в краткосрочной перспективе. Однако если инфляционное давление будет нарастать, то участники рынка начнут закладывать в прогнозы повышение процентных ставок, что приведет к росту общего уровня стоимости денег в экономике и может отрицательно повлиять на фондовые площадки, кредитование, инвестиционную активность и в конечном итоге на потребление и всю экономику.

Денежная масса (M2)

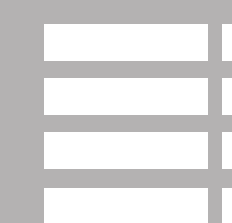


Подобные риски скорее можно назвать среднесрочными, а в целом перспективы американской экономики в 2021 году выглядят благоприятными.

После сложного високосного года экономика США обещает продолжить уверенное восстановление благодаря победе над пандемией посредством вакцинации, сохранению фискальных и, главное, монетарных стимулов, а также более взвешенному политическому курсу, которого ожидают от нового главы Белого дома.



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Влияние избрания Байдена на позиции ИТ-гигантов

На текущий момент сложился двухпартийный консенсус в отношении необходимости ограничения монопольного положения технологических лидеров в США. Однако четкий набор принципов, который лег бы в основу регулирования рынка и задал векторы развития, отсутствует. На текущий момент на рынке циркулирует много спекуляций и домыслов на тему «ограничения силы» ИТ-монстров, так как новые принципы регулирования не сформулированы, а судебные разбирательства только начались.

Судя по старту судебного разбирательства в отношении Google, формат регулирования, вероятно, будет сводиться к решению каждого конкретного случая в отдельности. При этом примечательно, что инвесторы игнорируют разбирательство в отношении компании. С начала судебного процесса 20 октября котировки Google выросли на 15,6%. Конечно, динамика рынка и ожидания трейдеров не являются определяющими факторами антимонопольного спора между правительством США и Google, но отражают высокую неопределенность результатов разбирательства для перспектив компании.

Согласно опубликованному 6 октября документу, Демократическая партия предлагает разделить крупнейшие ИТ-компании на более мелкие или ограничить их возможности путем запрета или ограничений на проведение сделок M&A. Разделение компаний представляет собой ключевой риск для технологических гигантов. При этом, на наш взгляд, здесь остается много неизвестных. Нет ясности по поводу того, коснутся ли новые правила всех крупных представителей ИТ-индустрии или только тех, у которых четко прослеживается разделение по операционным сегментам. Непонятно, каким именно образом будут разделены компании.

Мы не связываем давление на ИТ-компании непосредственно с избранием Байдена. По нашему мнению, ужесточение

регулирования и ограничение растущего влияния технологических гигантов является обоюдным стремлением ведущих партий США. При этом Байден указывал на ряд претензий в адрес лидеров ИТ-сектора, не связанных с антимонопольным разбирательством, и в целом выступал за отмену одного из разделов закона об отсутствии ответственности у интернет-платформ за информацию, опубликованную на их ресурсах. В частности, избранный президент критиковал Facebook за попустительское отношение к дезинформации, что, по нашей оценке, может привести к ужесточению требований к социальной сети, а также к Google и Twitter.

В целом важно отметить, что компании Кремниевой долины являются одними из крупнейших доноров предвыборной кампании Байдена, что указывает на лояльность к ним нового главы Белого дома. Бывший CEO Google Эрик Шмидт стал ключевым спонсором кандидата от демократов. Бывший топ-менеджер Apple Синтия Хоган также финансировала его продвижение.

Суть антимонопольных и прочих претензий в отношении отдельных компаний ИТ-сектора



Facebook обвиняется в монополизации рынка социальных сетей и онлайн-рекламы. По мнению законодателей, покупка WhatsApp и Instagram существенно ограничила конкуренцию и оказала негативный эффект на развитие сегмента, в котором оперируют эти компании. В целом за последние несколько лет Facebook купил около 100 стартапов, которые интегрировал в свою экосистему.

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Более 95% доходов соцсеть получает от онлайн-рекламы. При разделении бизнеса ключевые бренды: Facebook, WhatsApp и Instagram – могут превратиться в отдельные компании. Facebook провел интеграцию сервисов на основе единой технологической платформы и единого вычислительного ядра, разделение способно существенно повысить расходы вновь образованных компаний в первые годы их «автономного» существования и ограничить эффект масштаба бизнеса. Полагаем, что реализация этого сценария наименее вероятна, так как несет угрозу потери конкурентоспособности перед китайскими компаниями.

Возможные меры и последствия изменения регулирования

► Ограничение на проведение новых сделок M&A в сегменте социальных сетей и мессенджеров.

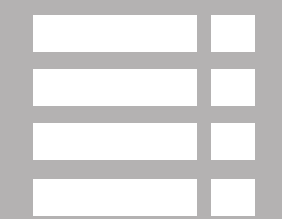
Эффект – околонулевой, возможно незначительное давление на маржу вследствие копирования чужих форматов и/или создания аналогичных решений.

Влияние на цену акций – околонулевое. Вероятна краткосрочная эмоциональная реакция рынка.

► Выделение WhatsApp и Instagram выступает наиболее серьезной мерой для компании. Считаем данный вариант маловероятным.

Эффект – потеря около \$20 млрд (приерно 28,5%) выручки, согласно оценкам Omnicore на конец 2019 года.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 35-40% от целевой цены (до \$180-195). Причем общее благосостояние инвесторов при сохранении пропорциональной собственности в выделенных компаниях может сократиться на 10-15% в перспективе нескольких лет, что обусловлено отрицательным эффектом операционного рычага.



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Влияние избрания Байдена на позиции ИТ-гигантов

► Дополнительные требования, связанные с ограничением дезинформации.

Эффект – сокращение операционной маржи на 1-2%, в течение двух-трех лет (в результате прошлого скандала с утечкой данных операционная маржа сократилась на 8% за два года). Это может привести к потере \$1,5-3 млрд операционной прибыли.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 3-5,5% от таргета, до \$292-300.



Amazon обвиняется в монополизации рынка онлайн-продаж. Его рыночная доля около 40%, Минюст определяет ее в 50%, а некоторые агрессивные оценки достигают 70%. Претензии в адрес Amazon также связаны с конфликтом интересов со сторонними продавцами, которые используют площадку компании для предложения товаров. Amazon использует данные о продажах и продавцах на своей площадке, чтобы успешнее конкурировать с ними. Кроме того, регуляторы обращают внимание на частую практику копирования чужих товаров и их продажу под собственным брендом.

Возможные меры и последствия изменения регулирования

► Регулятор может обязать Amazon продавать товар по ценам не ниже, чем сторонних продавцов, если они непосредственно представлены на площадке, что может сказаться на темпах роста выручки однако эффект будет компенсирован ростом продаж сторонних продавцов.

Эффект – околонулевой.

Влияние на цену акций – околонулевое.

► Ограничения на новые приобретения Amazon в сегменте онлайн- и офлайн-продаж. Теоретически регулятор может

директивно ограничить расширение логистических мощностей в штатах с наибольшим присутствием Amazon, но это крайне маловероятно.

Эффект – околонулевой.

Влияние на цену акций – околонулевое. Вероятна краткосрочная негативная эмоциональная реакция рынка.

► Amazon может столкнуться с исками, связанными с продвижением на своей платформе собственных продуктов, в том числе товаров для «умного» дома, а также ПО в поиске продуктов других производителей. В случае если решение суда будет не в пользу компании, она будет вынуждена платить компенсации. Претензии могут поступить со стороны производителей скопированных товаров.

Эффект – штрафы на уровне \$1,0-5,0 млрд.

Влияние на цену акций – 0,2%.

► Разделение компании на облачный сервис (AWS) и интернет-ритейлера. Шансы реализации этого сценария мы оцениваем как низкие.

Эффект – потеря около \$40 млрд выручки и около 50% операционной прибыли.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 40-45% от таргета, до \$1831-1997. При этом влияние на доход инвестора может быть в целом небольшим. В случае разделения акционеры сохранят пропорциональную долю выделенной компании.



Google обвиняют в нечестной конкуренции, которая позволила ИТ-гиганту занять около 85% индустрии интернет-поиска (в США – 88%). Google практикует соглашения с владельцами компаний, выпускающих операционные системы для мобильных телефонов, по условиям которых платит производителям

телефонов и разработчикам браузеров за предварительную установку его поисковика как основного. Также Google выдвигает к производителям требование соблюдать его стандарты и давать ему преференции. Представители Google считают, что поскольку компания не берет деньги непосредственно с потребителей, то ценового вреда для них нет.

Возможные меры и последствия изменения регулирования

► Ограничения по предустановке приложений Google производителями смартфонов. Компанию могут обвинить в давлении на производителей, что приведет к сокращению ее доли в сегменте поиска.

Эффект – при условии сокращения доли в сегменте поиска с 85% до 80% выручка Google может сократиться на \$5,5-6 млрд в перспективе четырех-пяти лет.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 1,4-1,6% от таргета, до \$1793-1796.

► Антимонопольные штрафы на сумму \$10-15 млрд.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 0,8-1,2%, до \$1735-1742.

► Ограничение комиссий Google Store может привести к сокращению комиссионной выручки. На текущий момент Google взимает комиссию 30% от выручки сторонней компании в маркетплейсе.

Эффект – уменьшение комиссии до 20%, может привести к сокращению выручки на \$3,3-4,0 млрд в ближайшие год-два.

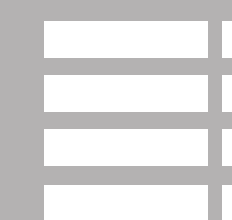
Влияние на цену акций – снижение котировок на 2,5-3,0% от таргета, до \$1760-1771.

► Мы считаем маловероятным разделение компании, но нельзя исключить выделения в отдельный бизнес сегмента Google Store.

Эффект – сокращение выручки на \$10-12 млрд.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 10,6-11,5% от таргета, до \$1612-1628.

**Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год**
19 декабря
www.ffin.ru



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Влияние избрания Байдена на позиции ИТ-гигантов

► Дополнительные требования, связанные с ограничением дезинформации.

Эффект – рост операционных расходов на 2-3% в течение двух-трех лет, который может привести к падению операционной прибыли на \$2-3 млрд.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 0,13-0,4% от таргета, до \$1815 -1820. Не исключаем больших расходов при более жестком регулировании.



Претензии регулятора в адрес **Apple** касаются монопольного положения на рынке программ для iOS-устройств. По мнению законодателей, Apple использует власть над своей ОС и маркетплейсом App Store для давления на конкурентов и клиентов, навязывая жесткие условия сотрудничества. Кроме того, Apple обвиняют в исключении из выдачи сервисов конкурентов. App Store – крупнейший маркетплейс программ и приложений с оценочной выручкой в диапазоне \$20-24 млрд, что примерно вдвое выше, чем у Google. Наиболее вероятным сценарием регулирования Apple мы считаем усиление контроля над активностью компании на рынке M&A, а также повышение требований к прозрачности работы App Store. Вероятен сценарий ограничения претензий Apple на транзакции внутри приложений.

Наиболее сложным, по нашему мнению, может быть регулирование механизма начисления и взимания комиссий, а также иных условий работы маркетплейса, к которому клиенты Apple предъявляют много претензий.

Возможные меры и последствия изменения регулирования

► Одним из сценариев возможного ограничения влияния Apple является ограничение величины комиссионного вознаграждения App Store (до аналогичного Google уровня).

Эффект – при ограничении комиссии App Store на уровне 20%, Apple может потерять \$6-7 млрд выручки.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 0,4-0,6% от таргета, до \$89,5-89,7.

► Выделение App Store в самостоятельную бизнес-единицу мы считаем крайне маловероятным, поскольку маркетплейс – это часть экосистемы iOS. Между тем полностью исключить реализацию этого сценария нельзя.

Эффект – снижение выручки Apple на \$20-25 млрд.

Влияние на цену акций – снижение котировок на 5-7% от таргета, до \$83,4-85,2. При этом значительные потери сервисного сегмента могут способствовать движению перегретых котировок к целевым уровням.

► Ограничение новых сделок M&A.

Эффект – околонулевой, возможно незначительное давление на маржу вследствие развития подсегментов внутри компании с нуля. Вероятна краткосрочная негативная эмоциональная реакция рынка.

Влияние на цену акций – околонулевое.



Twitter не входит в число компаний, в отношении которых проводится антимонопольное расследование, но отмена раздела 230 в законе об ответственности интернет-компаний за публикуемую на их ресурсах информацию может напрямую коснуться сети микроблогов. Twitter активно контролирует распространение пользовательского контента. В частности, было скрыто 12 из 29 твитов, сделанных Трампом после закрытия избирательных участков, так как эти посты были признаны «подрывающими избирательный процесс» и «вводящими

в заблуждение». Отмена упомянутого раздела 230 может ужесточить требования к регулированию, что приведет к повышению операционных расходов соцсети.

► Возможные меры и последствия

Эффект – увеличение операционных расходов сократит по GAAP операционную прибыль на \$100-120 млн.

Влияние на цену акций – снижение на 2,5-3% от таргета, до \$37,8 -38,0.

Говоря о перспективах регулирования и разделении бизнеса ИТ-гигантов на отдельные компании, важно иметь в виду уже существующие прецеденты. Одним из самых крупных антимонопольных кейсов стало дело против Standard Oil, которая в 1870 году занимала 10% нефтяного рынка США. Однако к 1904 году за счет сговоров, шантажа, ценового демпинга и прочих практик Standard Oil уже контролировала 91% добычи нефти, 85% продаж, а также большую часть нефтепроводной инфраструктуры Штатов. В итоге по решению суда в 1911 году Standard Oil была разделена на 30 отдельных компаний.

Наиболее релевантным для прогноза возможных решений регуляторов в отношении современных ИТ-гигантов выглядит кейс AT&T, относящийся к периоду 1974-1982 годов. AT&T занимала фактически монопольное положение в телекоминдустрии США: в 1984 году компания контролировала 90% рынка. Суд решил, что ее бизнес должен быть разделен на восемь отдельных фирм. Одна из них стала провайдером услуг междугородней связи, остальные семь превратились в региональные компании. Доля наследницы бренда AT&T сократилась до 50% в середине 1990 годов.

Еще одно судебное разбирательство, в отношении IBM, продолжалось с 1969-го по 1982 год. Компанию обвиняли в монополизации рынка компьютеров общего назначения, однако процесс закончился для компании тем, что претензии к ней были сняты.

Процесс против Microsoft, которую уличили в монополизации рынка операционных систем и неконкурентных практиках

**Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год**
19 декабря
www.ffin.ru



Прогнозы по фондовому рынку США на 2021-й

Влияние избрания Байдена на позиции ИТ-гигантов

продвижения собственного браузера, продолжался с 1992-го по 2001 год. Суд предлагал разделение ИТ-гиганта на две компании, одна из которых специализировалась бы на разработке и продвижении ОС, а другая – на прикладном ПО. Однако в итоге апелляционный суд ограничил продвижение интернет-браузера Microsoft, признав его результатом сговора с производителями ПК, но сохранил целостность компании.

Мы полагаем, что наиболее вероятным сценарием регулирования ИТ-гигантов будут ограничения, связанные с покупками новых компаний в существующих бизнес-сегментах, а также штрафы за ограничение конкуренции. В качестве крайних мер воздействия, по нашему мнению, возможно выделение в независимые компании маркетплейсов операционных систем App Store и Google Store, так они часто подвергаются критике со стороны прочих участников рынка. Не исключаем вероятность отделения WhatsApp и Instagram от Facebook.

Американская антимонопольная система была сформирована после разделения Standard Oil и учитывает сложности, с которыми были сопряжены судебные процессы против этой

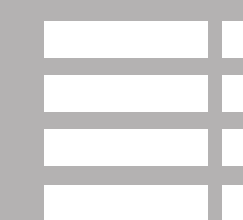
компании. Разбирательства в отношении ИТ-гигантов положат начало новому этапу антимонопольного регулирования. Конечной целью законодателей США является создание благоприятных условий, способствующих появлению новых технологических гигантов, и недопущение ущерба конкурентоспособности американских компаний на международном рынке. Этот вывод следует из того, что суд США встал на сторону Qualcomm, которую производители мобильных устройств обвиняли в навязывании и продвижении собственных SoC для получения необходимых лицензий.

Разделение ИТ-компаний может применяться в качестве крайней меры, поэтому будет редкостью. Наиболее вероятным кандидатом на повторение судьбы AT&T выглядит Facebook. Однако купленные соцсетью дополнительные активы сильно выросли в цене и к тому же базируются на едином технологическом и вычислительном ядре, что будет препятствовать их выделению в отдельные бизнесы.

Последствия разделения компаний для их инвесторов зависят от конкретных условий и бизнес-единиц, которые

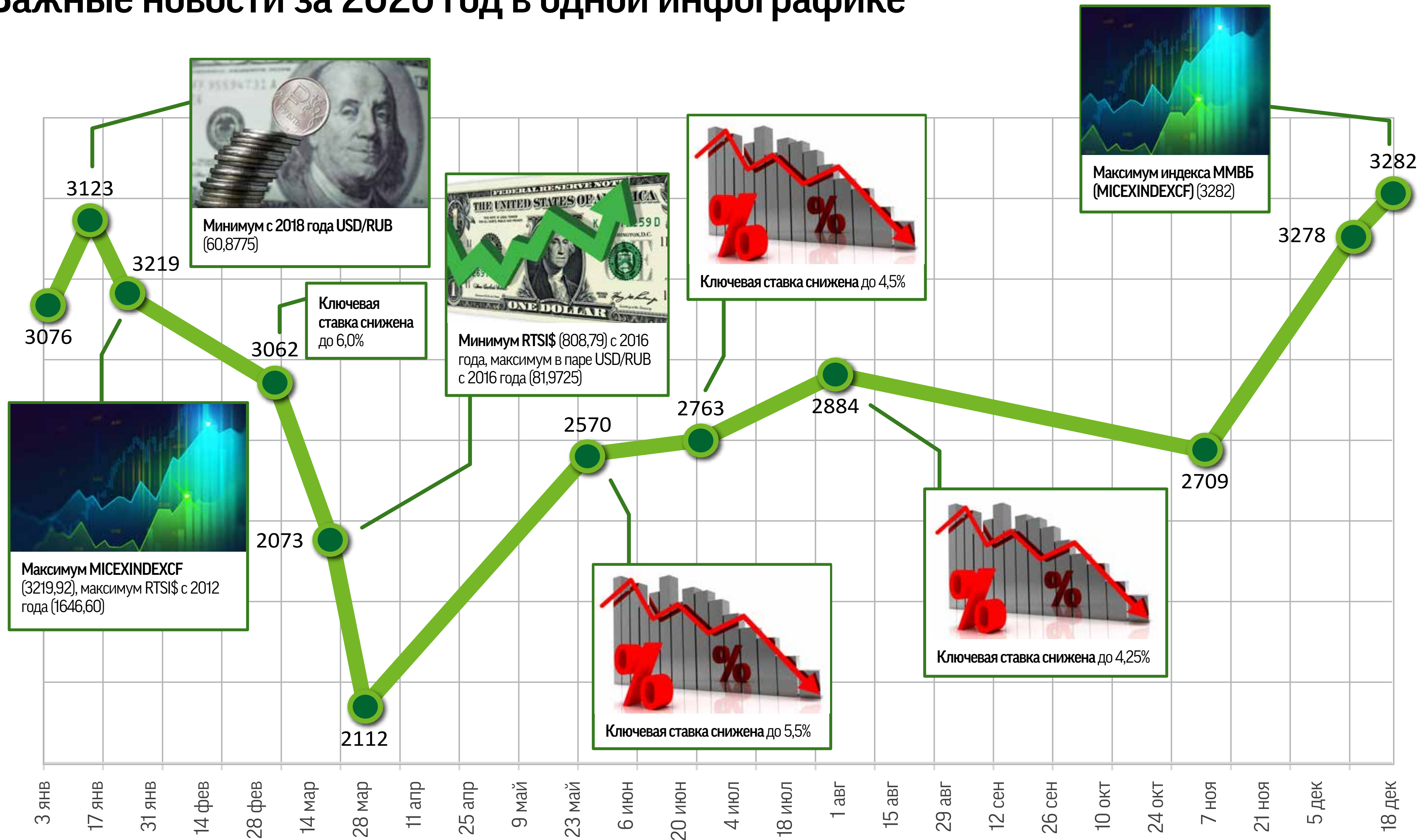
будут выделены в случае принятия соответствующего решения. Корпорации зачастую торгуются с дисконтом по сравнению со стоимостью отдельных своих частей. Отделение наиболее перспективных и успешных подразделений способно оказаться выгодным для инвесторов. Ярким примером является кейс AT&T. По оценке аналитика Дейва Отто, при сохранении инвестором позиций по акциям AT&T с момента принятия решения о разделении компании 31 декабря 1983-го к 25 мая 1996-го стоимость инвестиций выросла бы в 3,7 раза.

Инвесторам не стоит отказываться от инвестиций в акции Apple, Google, Facebook и Amazon, которые предлагают одни из лучших продуктов в отрасли и имеют высокий потенциал роста. Разделение этих компаний не означает однозначной потери стоимости для инвесторов, так как они станут владельцами долей в каждой из новых компаний. Но при этом не стоит забывать о диверсификации портфеля для ограничения эффекта краткосрочных колебаний.

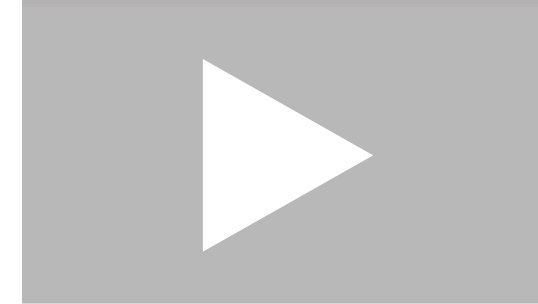


Рынок России в 2020 году (индекс MOEX)

Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Итоговый инвестиционный обзор за 2020 год 19 декабря www.ffin.ru



Рынок России. Итоги года

Кризис – время возможностей

В уходящем году мы ориентировались на консервативный прогноз в качестве базового. Коррекция не исключалась ввиду длительного роста американского рынка. Стоит отметить, что резкие движения на финансовых рынках, как правило, невозможно предсказать. Однако поговорка о том, что кризис – время наилучших возможностей, на этот раз реализовалась на все 100%.

На мировом рынке

Если по итогам 2019 года российский рынок едва не занял в рейтинге доходности первое место (+41%), то в 2020 году в долларовом выражении он растерял половину достижений.



Динамика фондовых индексов стран EM с начала 2020 года
Данные Bloomberg.

Сильнее всего на динамику фондового рынка повлияли три фактора: **внешний фон, ослабление рубля и приток средств инвесторов**. Год начался с уверенного роста, которому, увы, было не суждено продолжаться долго. Пандемия оставила заметный след в истории фондового рынка. Падение по темпам и глубине стало рекордным за 12 лет. Рублевый

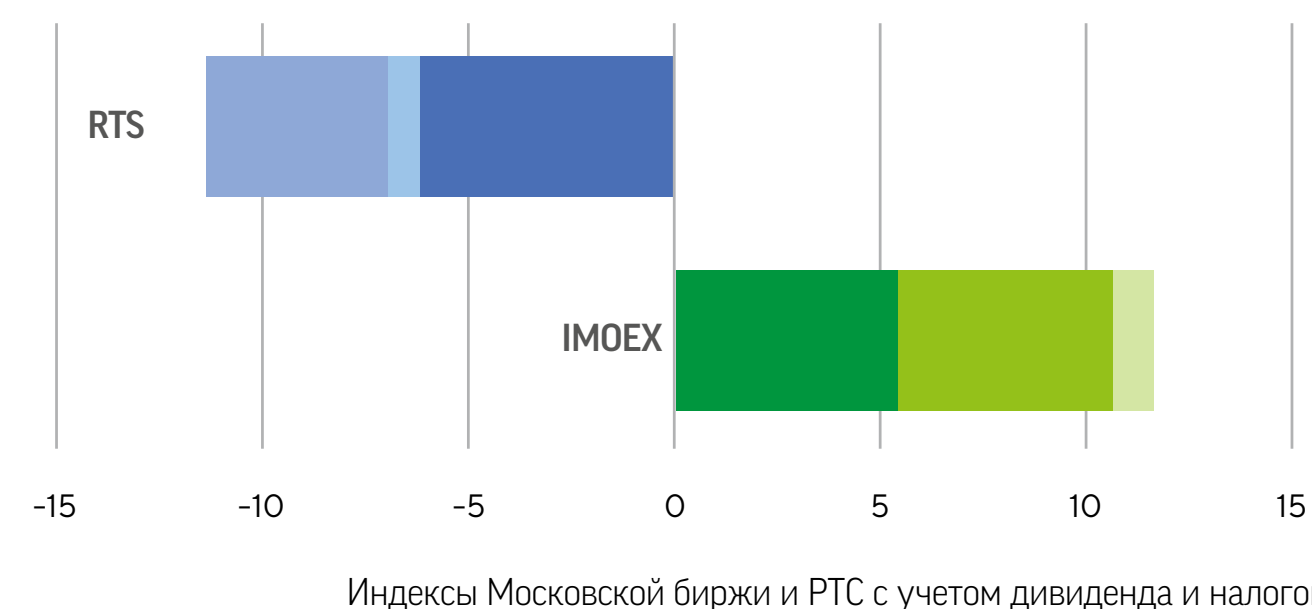
индекс Московской биржи за два месяца потерял 35%, а рассчитываемый в долларах индекс РТС упал на 50%, до минимума с 2016 года. Даже коррекции 2011-го и 2014 года были значительно слабее.

Столь глубокое падение было обусловлено не только обвалом на мировых рынках, но и ситуацией в экономике. Объем экспорта в мае рухнул на 30%. Сальдо торгового баланса достигало минимума с 2003-го, то есть кризис был даже острее, чем в 2008 году.

Самым неожиданным событием стало падение цены поставочных контрактов на нефть марки WTI не просто до исторически низких, но до отрицательных значений. Жесткий карантин не только в России, но и во многих других странах мира привел к беспрецедентному ослаблению спроса на нефть.

Именно в этот момент на фондовом рынке начались активные покупки. Обвал был выкуплен в рекордные сроки. К концу года рублевый индекс не только отыграл все потери, но и обновил максимум. Однако подвело ослабление рубля. Долларовый индекс (РТС) продемонстрировал отрицательную динамику.

Основные российские фондовые индексы в 2020 году



Георгий Ващенко,
начальник управления торговых
операций на российском фондовом
рынке ИК «Фридом Финанс»

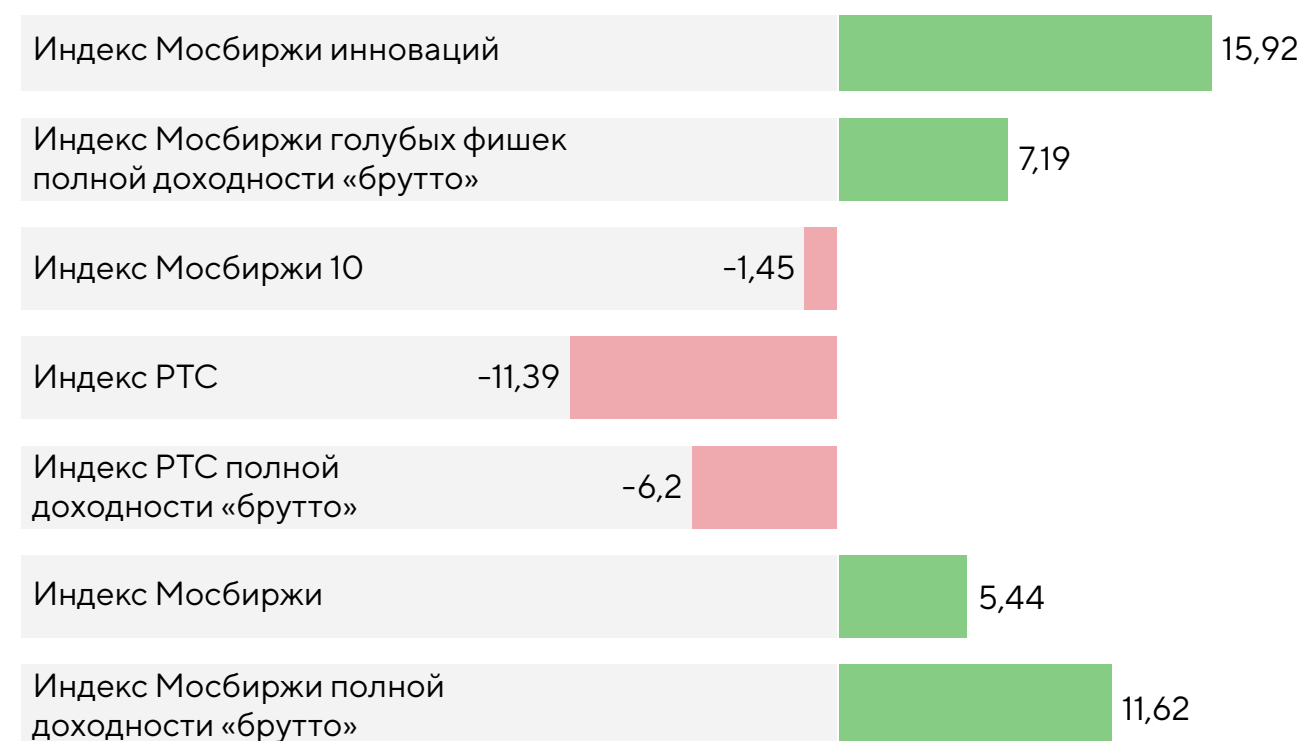


Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок России. Итоги года

Кризис – время возможностей



Лидеры и аутсайдеры

Среди лидеров роста почти не оказалось «голубых фишек». Исключением стали бумаги Полюса. В списке лидеров и другие золотодобывающие компании – Селигдар и Лензолото. Цена на золото на фоне обрушения фондовых рынков в начале года выросла с \$1450 до \$2050 за унцию. Причем в период восстановления фондовых рынков золото продолжало дорожать.

А вот среди аутсайдеров голубые фишки, увы, есть. Досталось акциям Аэрофлота и Татнефти, а также Сургутнефтегаза. Поводом стала отрицательная динамика цены на углеводородное сырье в первом полугодии.

К концу года нефть все еще на 15% дешевле, чем в его начале. Дополнительное давление на котировки оказало ослабление рубля и ограничения, установленные сделкой ОПЕК+.

Сектора транспорта и нефтегаза стали аутсайдерами в 2020 году. В рублях эти индексы потеряли около 20%, а в долларовом выражении – свыше 30%. Даже дивиденды не спасли ситуацию.

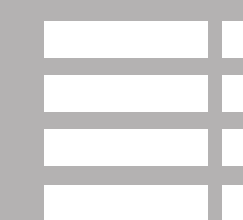
Отраслевые лидеры – индексы металлов и потребительского сектора. Их рост обусловлен повышением цен на драгоценные и промышленные металлы, увеличением спроса в Азии. Потребительский сектор поддержал мощный рост оборотов онлайн-торговли.

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Ticker	Name	30.12.2019 Close	08.12.2020 Close	Изм., %	Дивиденд	Итого, %	Изм., %
SELG	Селигдар	12,26	46,3	34,04		34,04	277,65%
ISKJ	ИСКЧ ао	12,99	37,58	24,59		24,59	189,30%
LNZL	Лензолото	6800	19370	12570		12570	184,85%
RTGZ	ГазРнд ао	18800	45100	26300		26300	139,89%
VGSB	ВолгЭнСб	1,505	3,58	2,075		2,075	137,87%
MAGEP	МагадЭн ап	2,985	6,89	3,905		3,905	130,82%
PLZL	Полюс	7103,5	15077,5	7974	484,93	8458,93	119,08%
RTSBP	ТНСэнРст-п	0,219	0,496	0,277		0,277	126,48%
RZSB	РязЭнСб	4,69	9,58	4,89		4,89	104,26%
UNKL	ЮУНК ао	2980	6070	3090		3090	103,69%

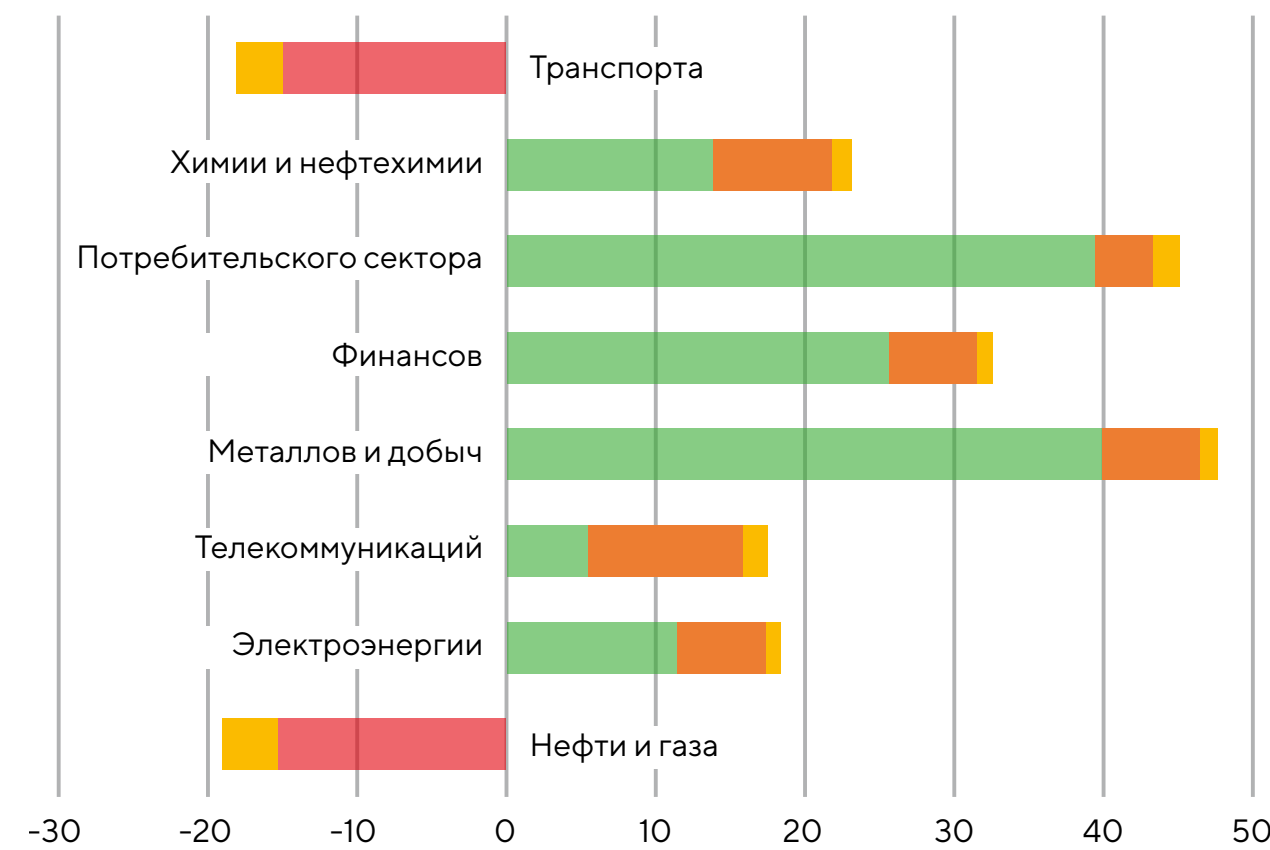
Ticker	Name	30.12.2019 Close	08.12.2020 Close	Изм., %	Дивиденд	Итого, %	Изм., %
AFLT	Аэрофлот	103,5	72,22	-31,28		-31,28	-30,22%
SNGS	Сургнфгз	50,47	34,7	-15,77	0,65	-15,12	-29,96%
RAVN	Raven	39,2	26,85	-12,35		-12,35	-31,51%
GTRK	ГТМ ао	58,7	39,75	-18,95		-18,95	-32,28%
TATN	Татнфт Зао	759,7	496,7	-263	9,94	-253,06	-33,31%
TATNP	Татнфт Зап	734	465,2	-268,8	9,94	-258,86	-35,27%
UNAC	iАвиастКао	0,635	0,403	-0,232		-0,232	-36,54%
UWGN	ОВК ао	313,3	192,7	-120,6		-120,6	-38,49%
RDRB	РДБанк ао	415	218	-197		-197	-47,47%
RNFT	РуссНфт ао	550,2	275,4	-274,8		-274,8	-49,95%



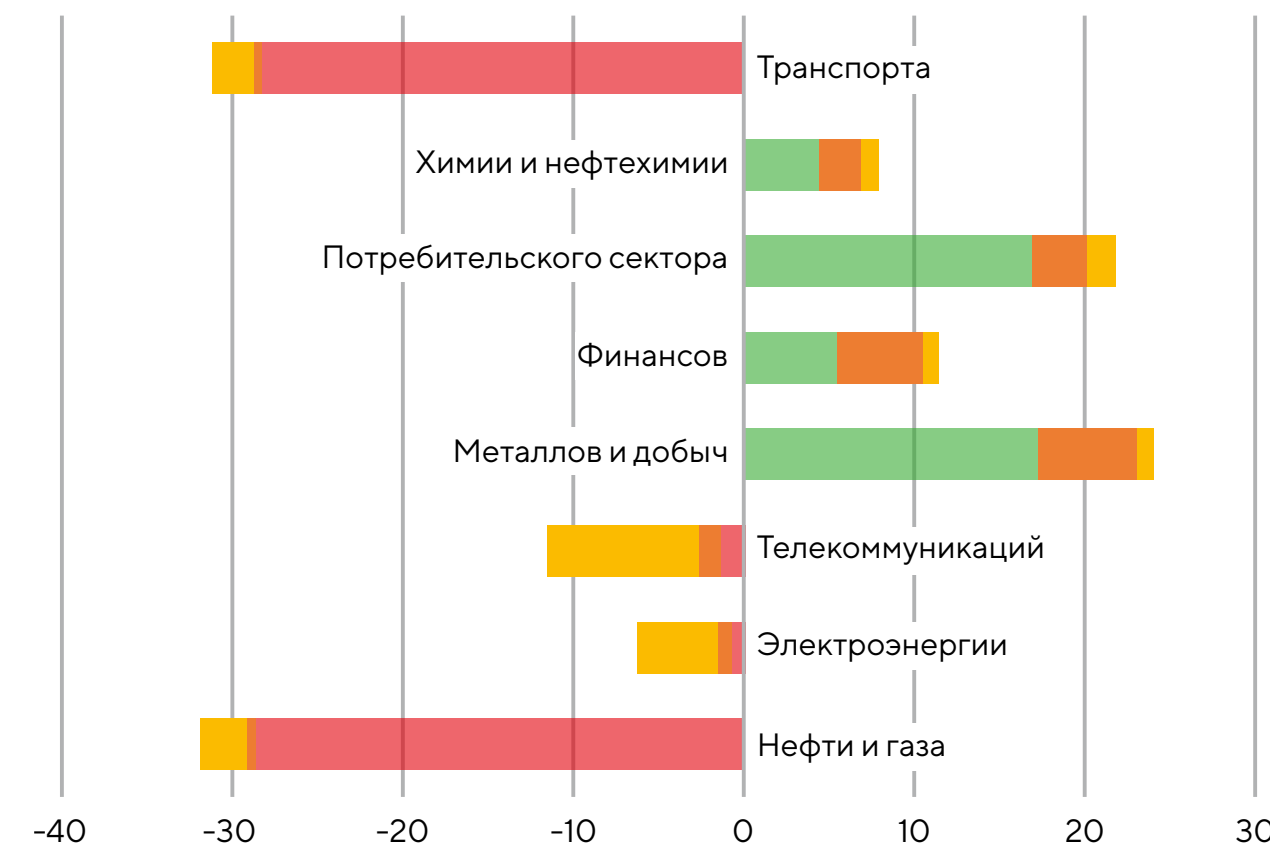
Рынок России. Итоги года

Кризис – время возможностей

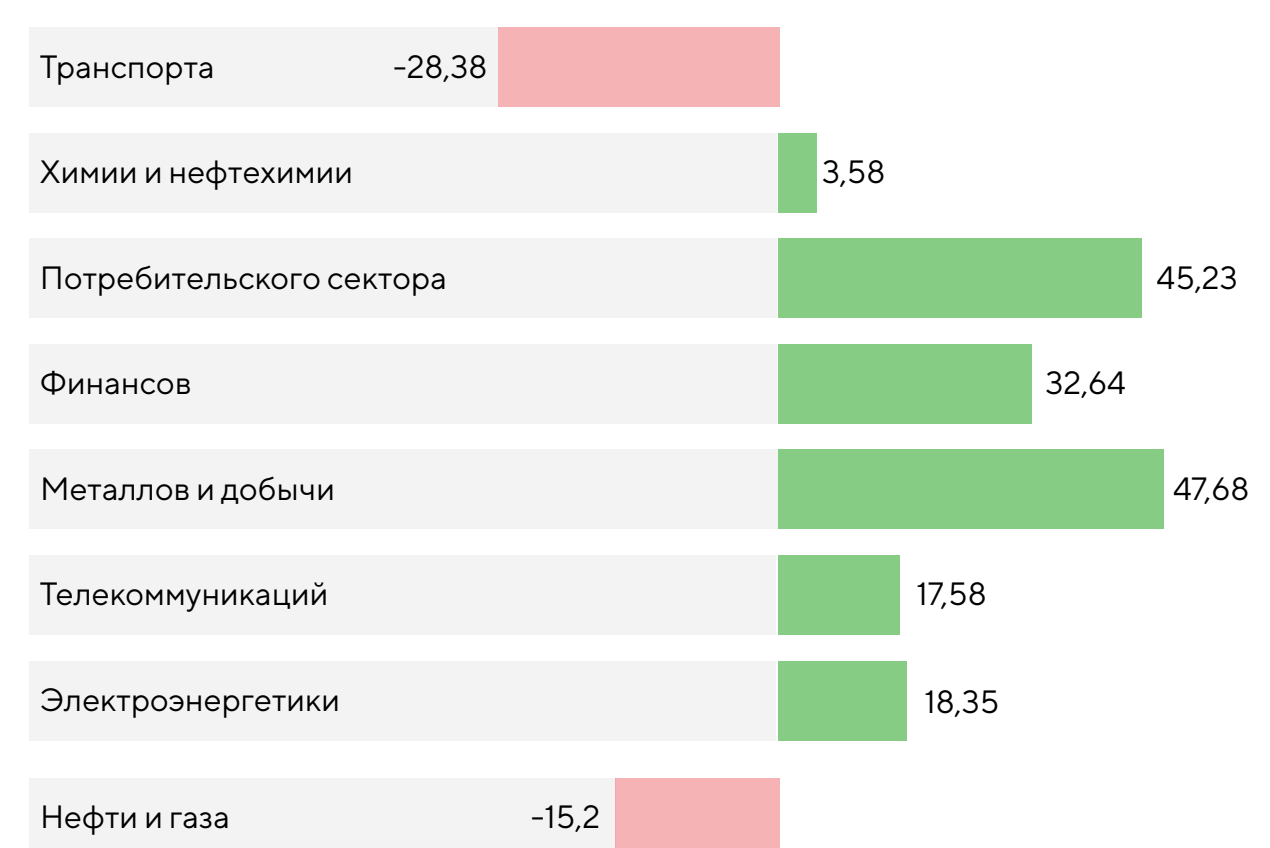
Основные отраслевые фондовые индексы (руб.) в 2020 году, %



Основные отраслевые фондовые индексы (долл.) в 2020 году, %

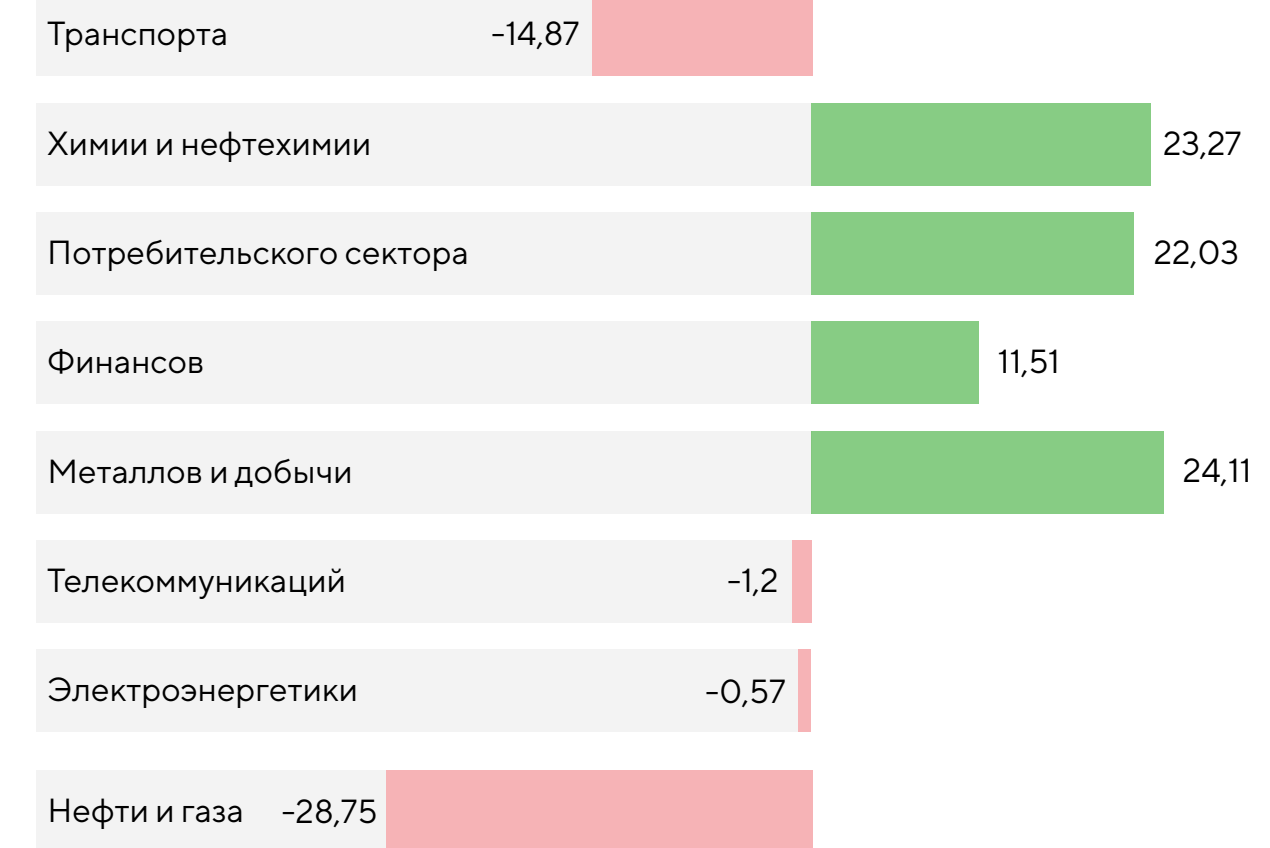


Основные отраслевые фондовые индексы (руб.) брутто в 2020 году, %



Рублевые отраслевые индексы. По данным Московской биржи.

Основные отраслевые фондовые индексы (долл.) брутто в 2020 году, %

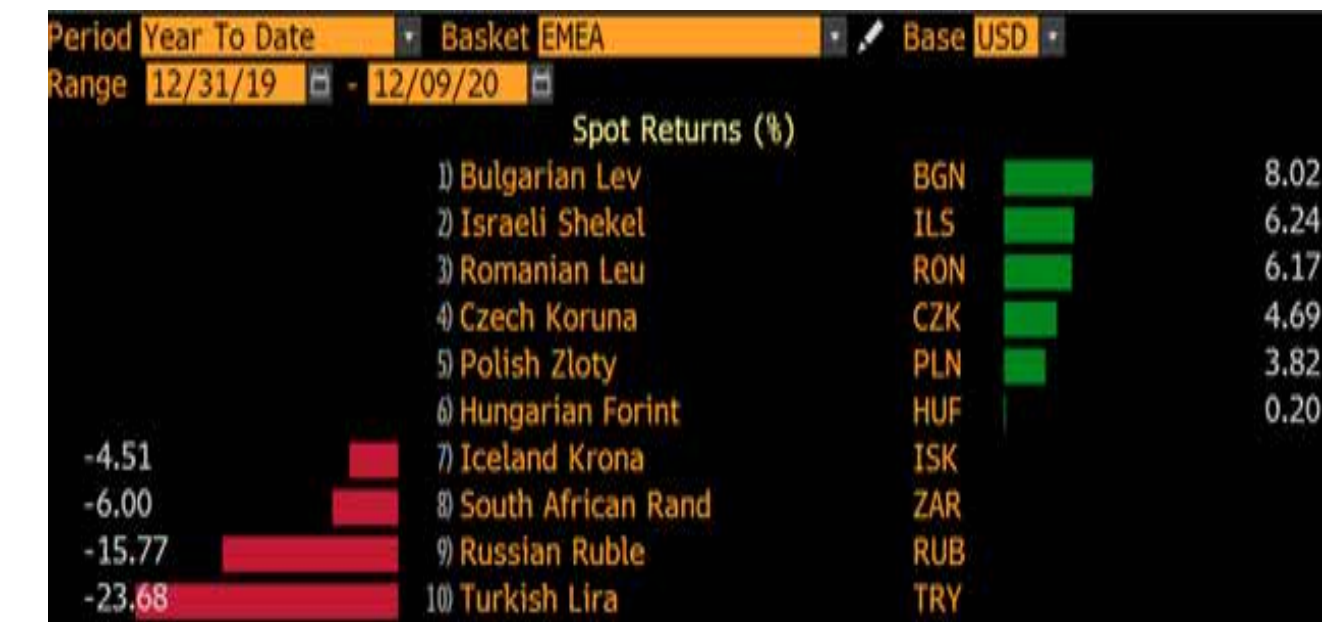


Долларовые отраслевые индексы. По данным Московской биржи.

Несмотря на снижение индекса РТС, положительную доходность в долларах можно было получить, инвестировав в акции металлургического, потребительского и финансового секторов.

Рубль

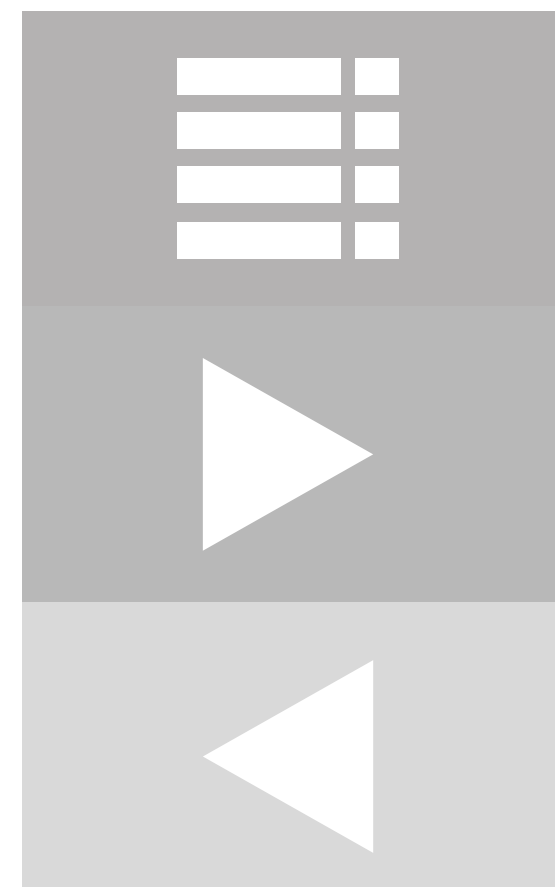
Из-за падения экономики, цены на нефть и увеличения денежной массы рубль потерял лидерство в гонке валют, откатившись с первого сразу на предпоследнее место.



Динамика основных валют стран EM с начала 2020 года
Данные Bloomberg

Начав год с двухлетнего максимума к доллару, за два с половиной месяца рубль уступил ему почти 33%. Столь резкое падение за последние 10 лет наблюдалось только в 2015-м и 2016-м. После принятия мер монетарного стимулирования, на фоне восстановления экономики и роста цены на нефть рубль отыграл часть падения: к концу года его курс к доллару на 18% выше, чем в начале. Укрепления рубля в четвертом квартале после второй волны девальвации участники рынка не ждали и, готовясь к худшему, открыли большое количество хеджирующих позиций на случай достижения парой USD/RUB отметки 100. Эта ставка не сыграла.

Итоговый инвестиционный обзор за 2020 год 19 декабря www.ffin.ru



Рынок России. Итоги года

Кризис – время возможностей

Важнейшие события

Московская биржа запустила торги иностранными ценными бумагами. К концу года их около 50, но список будет расширяться и дальше. Пока этот сектор не так востребован, инвесторы привыкли торговать иностранными ценными бумагами за доллары на Санкт-Петербургской бирже, но понемногу и Московская завоевывает свою долю на этом рынке.

Еще одним нововведением стал запуск вечерней торговой сессии на рынке российских ценных бумаг. Это актуально в связи с повышением интереса инвесторов к отечественному рынку, а также ввиду того, что ряд российских бумаг торгуется на биржах и внебиржевых площадках в США, поэтому желательно иметь твердые котировки и в России.

Инфраструктура рынка на этот раз оказалась лучше готова к встряске, чем ранее. Даже на очень сильных движениях не происходило критических сбоев, которые повлекли бы за собой серьезные негативные последствия. Торгово-клиринговая система Московской биржи оказалась не готова к отрицательным ценам на базовый актив по фьючерсу на нефть, однако, благодаря оперативной реакции и стечению обстоятельств, значительных потерь у инвесторов удалось избежать.

Из ямы, в которую провалился фондовый рынок, его вытащили сами инвесторы, их средства и оптимизм. Снижение ставок по депозитам вынуждало искать альтернативу. В то же время глубина падения рынка и понимание того, что кризис во многом был вызван ограничениями, носившими временный характер, стали драйвером притока средств. Стоит отметить, что у людей стало больше свободного от работы времени. Число частных инвесторов, зарегистрированных на Московской бирже, достигло 8 млн. За 11 месяцев рост их количества оказался больше, чем с 1997 года!

IPO стали трендом года. В 2020 году листинг Московской биржи существенно пополнился. Сегмент российских бумаг дополнили девелоперы Эталон и Самолет (для последнего

размещение стало первичным). Вышли на биржу HeadHunter, Mail.ru, Petropavlovsk, Мать и дитя. В конце года IPO провели Совкомфлот и Ozon. Объем первичных размещений превысил \$3 млрд. Впервые за долгое время количество включенных в листинг акций превысило число исключенных. Ярким событием стал листинг паев «Фонда первичных размещений», единственного пока биржевого инструмента для неквалифицированных инвесторов, позволяющего им зарабатывать на IPO на американском рынке.

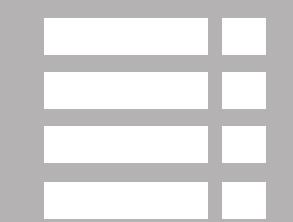
Акции Сбербанка (лидера по объему торгов) начали год с коррекции. Инвесторы, в особенности иностранные, негативно восприняли информацию о переходе контрольного пакета акций в госсобственность. Однако риски ухудшения качества управления и дивидендной политики не реализовались. В конце года акции обновили рублевый максимум. Капитализация банка достигла \$88 млрд, это крупнейший российский публичный эмитент по рыночной капитализа-

ции. Драйвером роста стала и стратегия цифровой трансформации.

Традиционный банкинг становится менее прибыльным. Все больше доходов банки получают от комиссионных операций. На первое место выходит так называемая цифровая трансформация бизнеса. Набор услуг, включающий небанковские, реализуется при помощи маркетплейса. На единой B2C-платформе можно продавать различные товары и услуги, а B2B-сегмент объединяет поставщиков. Рынок финтех-услуг оценивается в 80 млрд руб., и он быстро растет. На этом рынке чуть не состоялась крупнейшая сделка по покупке Яндексом акций TCS Group за \$5,48 млрд.

Заглядывая вперед: тренды 2021 года

В качестве базового прогноза полагаем, что рост рынка окажется в пределах 20-30% по индексу Московской биржи, который в результате достигнет 3800-4300 пунктов.



Рынок России. Итоги года

Кризис — время возможностей



Позитивной динамике способствует активное восстановление мировой и российской экономики от последствий пандемии. Усилится восходящий тренд в условиях ускорения обесценения рубля.

Цены на промышленные ресурсы и рабочую силу растут, но остаются на относительно низком уровне, что способствует продолжению положительной динамики. Монетарные факторы активно способствуют развитию реального сектора и фондового рынка без угрозы скачкообразного ускорения инфляции или обрушения рубля. Слабеть, скорее всего, продолжит доллар, привязанный к нему юань, а рубль, если и не продемонстрирует значительного укрепления, то хотя бы не повторит обвальный сценарий 2020 года. Базовый прогноз: диапазон 70-80 рублей за доллар при цене на нефть около \$40-50 за баррель Brent.

Рисковый сценарий предполагает внешние шоки. Если предыдущий кризис был вызван пандемией, то не исключено,

что следующий станет эхом предыдущего. Он может развиться в сфере сельского хозяйства и продовольственного обеспечения. Из-за карантина и экономического спада ухудшалось качество обработки земель, вносилось меньшее количество удобрений, сокращался объем работ по борьбе с вредителями. Если к этому добавятся климатические шоки, то производство продовольствия может сократиться настолько, что это станет проблемой в отдельных странах и регионах. У России есть преимущество на ближайший год на фоне высокого урожая. Однако рост цен на отдельные виды продовольствия уже заметен, и это может стать проблемой в 2021 году.

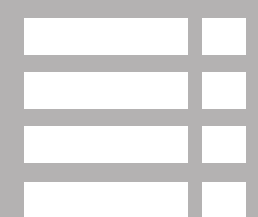
Благоприятный сценарий предусматривает сохранение относительно мягких денежно-кредитных условий (возможно даже снижение ключевой ставки на один-два шага) при условии отсутствия внешних шоков и повышении цены на нефть. В этом случае рубль может укрепиться до 63-70

за доллар. Продолжится быстрый рост денежной массы, но она пока будет успешно абсорбироваться в реальный сектор (преимущественно строительство, покупки потребительских товаров и услуг), а также инструменты фондового рынка (главным образом акции). Приток инвесторов сохранится на высоком уровне. А сам рынок может продемонстрировать рекордные темпы роста, свыше 30%, по крайней мере внутри года.

В перспективе 2021-2022 годов ключевым риском для рынка представляется угроза существенного ускорения инфляции в мире и РФ. Перечисленные макроэкономические и рыночные процессы на финансовом и товарном сегменте теоретически делают такой сценарий возможным или вероятным. Драйвером выступает усиление инфляционных ожиданий, оценочной требуемой доходности вложений и повышение на этом фоне прогноза цены на нефть. С точки зрения краткосрочных индикаторов инфляционных ожиданий таргет по Brent на ближайшие недели составляет \$60 за баррель. Политическая неопределенность препятствует активному сдерживанию проинфляционных, но обеспечивающих активный рост спроса на риск процессов.

Опасения рынка, связанные с неудачей переговоров о механизме выхода Великобритании из Евросоюза, отсутствие прогресса в обсуждении нового пакета фискальных стимулов в США, неблагоприятные для роста технические факторы не оказывают на инвесторов решающего влияния. Рост нефти поддержала информация о том, что ЕС и Великобритания приняли решение продолжить переговоры по Brexit и отодвинуть сроки согласования позиций по взаимной торговле с 31 декабря на более позднюю дату. Информация о переговорах по Brexit традиционно активно отыгрывается инвесторами, поскольку косвенно отражает среднесрочные риски для сохранения доступа на лондонские биржи. Влияние на рынок продолжают оказывать риски санкционного характера, связанные с нерыночным давле-

**Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год**
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок России. Итоги года

Кризис — время возможностей

нием на производителей. Однако влияние реакции мировой экономики на реализованные меры стимулирования и ребалансировки спроса будет преобладающим фактором, формирующим тренд на фондовых площадках России.

Товарный рынок: цены активно восстанавливаются

Среднесрочная тенденция к росту цен на продукцию нефтяников и металлургов остается устойчивой. Ее продолжение обусловлено чрезвычайно мягкой монетарной политикой ведущих стран мира последних 12 лет, а также формированием участвовавших циклических дефицитов на рынке металлов и энергоресурсов в результате недофинансирования инвестиций в добычу в период стабильно низких цен.

Макроэкономика: поддержку формируют внешние и внутренние факторы

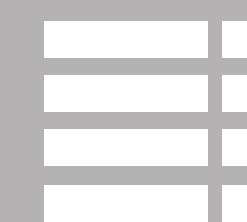
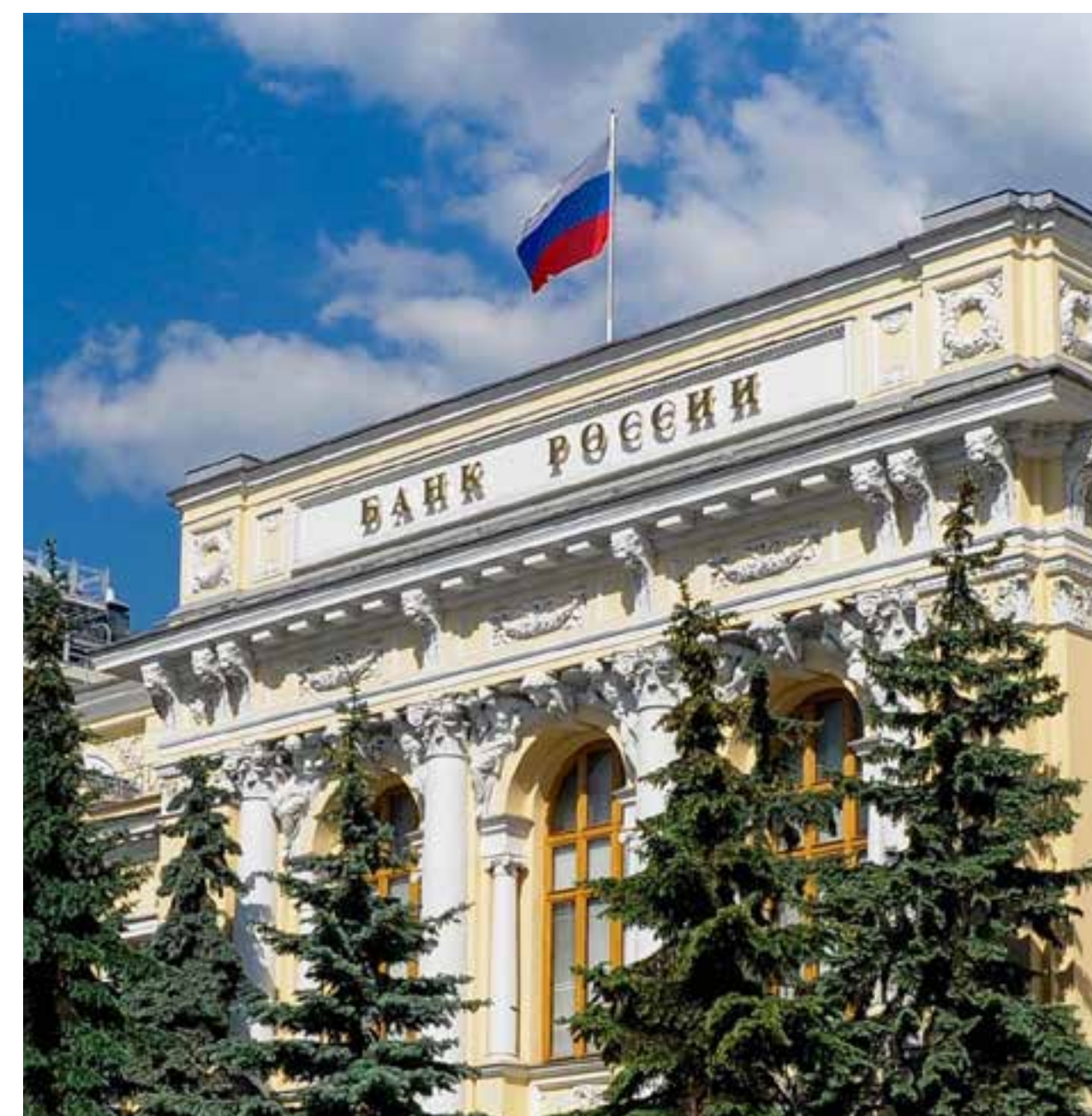
Для среднесрочного роста экономики к концу 2020 года накоплено наибольшее количество предпосылок за последние 25 лет. Объем стимулирующих мер, реализованных в США, КНР и Японии, на уровне 8% мирового ВВП, а также влияние сделки ОПЕК+, направленной на поддержку спроса и цен в размере 6-10% от мирового спроса, значительно превосходят оценочный ущерб от локдауна для мировой экономики. Ослабление давления фактора пандемии на потребление и инвестиции позволит реализовать длительный устойчивый эффект, в том числе связанный с ребалансировкой глобальных показателей товарной и денежной массы. Завершение цикла монетарного ослабления в США и сравнительно активное, обусловленное внешними факторами, смягчение монетарных условий в РФ, транслирующееся в ускорение темпов роста реальной денежной массы до 12,5% г/г, создает базовый потенциал для увеличения российского ВВП в 2021 году на уровне 6% г/г при развитии позитивного сценария. Риски для реализации данного прогноза свя-

заны с динамикой восстановления спроса в связи с возобновлением карантинных ограничений в России и Европе, политической неопределенностью в США, угрозами формирования ограничений для доступа европейских инвесторов на сегмент товарных деривативов после Brexit. Глобальная монетарная экспансия и увеличивающаяся частота периодов дефицита ресурсов, а также российская налоговая политика, зависимость отечественной экономики от внешних факторов и ослабление курса рубля в 2020 году способствуют ускорению инфляции в отдаленной перспективе.

По итогам 2021 года в рамках базового сценария ожидаем ускорения ИПЦ РФ до 6% г/г под влиянием внешних и внутренних монетарных факторов, роста цен на товарных рынках и отложенного влияния ускорения динамики экономики по аналогии с проинфляционным эффектом от восстановления темпов роста ВВП в предыдущие посткризисные годы. Принимая во внимание отложенное влияние восстановления экономики на ИПЦ, считаем возможным небольшое циклическое замедление инфляции к концу первого квартала.

Для снижения ключевой ставки ЦБ в ближайшие кварталы имеется определенный потенциал, поскольку на сегодня она выше расчетного справедливого уровня. С учетом динамики инфляции, расчетов на базе оценок на основе правила Тейлора, рыночной ситуации и ряда монетарных факторов, справедливый уровень ключевой ставки ЦБ на конец 2020 года составляет 3% годовых. Однако, исходя из средне- и долгосрочной статистики монетарной политики ЦБ, текущая реальная ставка уже очень существенно отклонилась вниз от потенциальных уровней и роста ВВП и потребительских цен. Принимая во внимание исторические аналогии, отрицательной реальной ставкой в России останется до второй половины 2021 года или первой половины 2022-го.

В начале 2000-х ключевая ставка, составлявшая 18% номинально и порядка 4-6% в реальном исчислении, отражала повышенные риски при доходности вложений в среднем на уровне 50% и при росте реальной экономики в пределах 6-8% г/г. В свою очередь, низкая номинальная ставка отражает меньшие теоретические риски, но фактически в условиях стагнации экономики риски, в частности кредитные, усиливаются. Крупнейшие российские компании десятилетиями демонстрируют способность абсорбировать внутренний и внешний негатив, то есть не нуждаются в снижении оценочных рисков до уровней, отражающих резкое сокращение реальных темпов увеличения денежной массы и медленное повышение спроса.



Рынок России. Сектора в 2021 году

Прыжок в высоту

Нефть и газ

По данным Минэнерго, добыча нефти в РФ в 2020 году снизится на 8%, до 514 млн тонн, производство газа сократится на 4-6%, до 700 млрд куб. м. Роснефть в январе-сентябре снизила добычу нефти и конденсата на 10%. У ЛУКОЙЛа, без учета проекта Западная Курна-2, добыча за январь-сентябрь упала на 9%. Повышение квот в рамках сделки ОПЕК на 0,5 млн баррелей в сутки приведет к росту добычи в России приблизительно на 1% в будущем году.

Мы не закладываем в оценочные модели прогнозы дальнейшего повышения квот ОПЕК+ в 2021 году. После увеличения участниками сделки ОПЕК+ квот на добычу нефти в декабре на 0,5 млн баррелей в сутки ее дефицит на мировом рынке ориентировочно составит 4 млн и 3 млн баррелей в сутки на конец первого полугодия и конец года соответственно. В случае повышения квот ОПЕК+ на 2 млн баррелей в сутки в рамках базовых майских договоренностей влияние на политику ОПЕК+ от не зависящих от картеля факторов усилится. Возрастет, таким образом, и риск нового цикла активизации нерыночного санкционного давления на производителей. Это противоречит базовым трендам политики ОПЕК+ с момента создания этой структуры. При этом даже при повышении квот на указанные 2 млн баррелей в сутки базовый прогнозный уровень удорожания нефти в 2021 году в 40-80% сохранит актуальность. Причина – ожидаемый рост требуемой доходности на рынке после завершения активной фазы монетарного стимулирования в США и среднесрочная динамика индикаторов мировой товарной и денежной массы. Однако в этом случае зависимость политики ОПЕК от внешних факторов возрастет. В результате усилится риск активизации нерыночного

санкционного давления на производителей. Учитывая базовые тренды политики ОПЕК+ с момента создания этой структуры, на данный момент мы не закладываем в прогнозы дальнейшее повышение добычных квот в 2021 году.

Позитивно для инвестиционной привлекательности нефтегазовых компаний наращивание ресурсной базы российского ТЭК. Так, реализация проекта Восток Ойл, по оценке Роснефти, позволит нарастить добычу на 25 млн тонн в 2024 году, на 50 млн тонн в 2027-м и на 115 млн тонн в 2030-м. При этом в 2019 году Роснефть произвела всего 230,2 млн тонн жидкого углеводородного сырья.

Фактором риска остается налоговая политика в отрасли. Однако эффект от ужесточения налоговых условий, вероятно, заложен в текущие котировки. Татнефть оценивает отмену льгот по НДС и экспортной пошлине примерно в 80 млрд руб. дополнительных налогов, что эквивалентно 25% EBITDA компании за 2019 год. При этом, как прогнозируют в самой Татнефти, ее добыча в 2020 году упадет на 20% г/г, а это больше, чем в среднем по отрасли. Доля сверхвязкой нефти в добыче компании составляет около 10%, но в сумме сокращаемой добычи и с учетом налоговых изменений эта доля может оказаться существенно больше. Татнефть и Газпром нефть смогут вернуть 72 млрд руб. потерянных льгот в течение трех лет в рамках реализации поправок ко второму чтению закона о налоге на дополнительный доход (НДД). Это порядка 7% EBITDA компании за 2019 год. Наконец, Минэкономразвития предлагает установить налоговой вычет по НДС для углеводородов в объеме не более 50% от капвложений в нефтегазохимические проекты.

Георгий Ващенко,
начальник управления торговых
операций на российском фондовом
рынке ИК «Фридом Финанс»



Итоговый
инвестиционный

обзор
за 2020 год

19 декабря

www.ffin.ru



Общий размер вычета при его введении в 2021-2025 годах оцениваем в 50-150 млрд руб. в год.

В 2021 году ожидаем усиления мирового спроса на газ, которое в посткризисные годы (2010-2011-й и 2015-2016-й) составило в среднем 7% год к году. При этом ожидаем медленного восстановления чистой маржи Газпрома к среднестатистическому долгосрочному уровню последнего экономического цикла 2013 – 2019 годов, равному 15%. Проявленная германским Бундестагом поддержка СП-2 – это важный позитивный прецедент, который отражает усиление в последние кварталы шансов на формирование в газовой индустрии в среднесрочном периоде «рынка продавца».

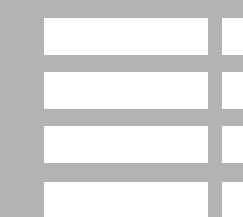
Риски для сектора – регулирование рынка деривативов и геополитические факторы.

Металлургия и добыча

С учетом изменений на рынке, сформированных в последние годы, в том числе оценок на основе динамики показателей, отражающих динамику товарной и денежной массы, базовый целевой уровень цен на золото на 2021 год составляет \$2600 за унцию. В 2022-2025 годах золото, по нашим прогнозам, подорожает на 7% г/г.

Ожидаем схожего по темпам ускорения среднего прироста цен на продукцию компаний цветной металлургии в среднесрочном периоде в рамках динамики цен широкого сырьевого рынка.

В то же время полагаем, что стальной сегмент в последние годы с определенным опережением отразил в своей динамике позитивную переоценку стоимости активов товарного сегмента, реализуемую под влиянием мер монетарного стимулирования и в рамках долгосрочных



Рынок России. Сектора в 2021 году

Прыжок в высоту

трендов динамики баланса спроса/предложения на ключевых товарных рынках. Этот фактор, возможно, сдержит рост цен в отрасли в 2021-2026 годах.

Компании продолжают развивать ресурсную базу, но капитальные затраты на эти цели у разных представителей отрасли разные. В целом база останется сравнительно стабильной по отношению к прошлому периоду для золотодобычи и черной металлургии. При этом компании металлургической и добывающей отрасли, судя по практике Polymetal, способны пользоваться преференциями при реализации новых проектов со стороны кредитного сегмента. Прогноз капиталовложений Норникеля на 2021 год составляет \$3-3,4 млрд против до \$2 млрд в 2020-м. По нашим оценкам, в следующем году компания способна профинансировать плановое увеличение инвестиций за счет наращивания долга. Соотношение между чистым долгом и EBITDA у ГМК останется ниже 1,8х. Это позволит ей начислять максимально возможные в рамках дивидендной политики дивиденды в размере 60% от EBITDA.

Прогнозные темпы динамики производства и добычи предприятий отрасли соответствуют средне- и долгосрочным трендовым показателям, составляя оценочно от -2% до 2% для ГМК, 0% г/г для Polymetal Plc. и 3-5% г/г для предприятий черной металлургии.



Девелопмент

Оценки ситуации в отрасли учитывают ожидаемый эффект от возможного сохранения мягкой кредитной политики ЦБ в ближайшие кварталы, а также официальные прогнозы, который транслируется в рамках базового сценария в прирост ВВП РФ на 3-5% в ближайшие три года. С поправкой на значительный, в 2% от объема строительства в ВВП ежегодно, рост госинвестиций в строительство (за счет других отраслей и соцсферы) ожидаемый в рамках программы «Жилье и городская среда» уровень прироста ввода жилья в 2020-2024 годы в 4-11% г/г представляется реалистичным и даже консервативным сценарием. В свои долгосрочные модели на 2022-2025 годы мы закладываем прирост цен на жилье на среднем уровне в 10% г/г при увеличении продаж жильем группой ПИК на 13% г/г. Прогнозный долгосрочный прирост цен на жилье в рамках наших оценок соответствует обозначенной выше прогнозной динамике ВВП и тесно связанной с ней динамике реальных зарплат.

Прогноз отражает неоднозначное влияние на риелторский рынок смягчения монетарных условий в РФ и мире. Доля ипотечных сделок для российских девелоперских компаний за девять месяцев 2020 года доходила до 80% от общего объема продаж, отражая высокую зависимость бизнеса застройщиков от динамики инфляции и рыночных процентных ставок. В результате эффекта от глобальных мер стимулирования и ребалансировки спроса/предложения на сырьевых рынках считаем возможным существенное ускорение прироста ИПЦ в ближайшие годы с целевым уровнем 8-15% г/г, который соответствует показателям монетизации экономики РФ. Как показывает практика, это окажет негативное влияние на цены рынка недвижимости.

Прогноз прироста продаж ведущих компаний сектора в указанной перспективе составляет в среднем 10-30%, что немного ниже уровней 2011-2019 годов. Однако этот показатель значительно выше средних долгосрочных резуль-

татов строительной отрасли и объемов строительства домов в РФ за указанные годы, равного соответственно 1% и 4%. Полагаем, что в условиях активизации господдержки отрасли итоговое смягчение рыночных условий вызовет усиление отраслевой конкуренции и замедлит рост продаж лидеров рынка.

Телекоммуникации

Рост выручки МТС мы прогнозируем на уровне 4%, а чистую маржу ожидаем на уровне 14% с учетом повышения первого показателя на 7% и 4% г/г и второго на отметке 13% за 2010-2012-й и 2015-2018 годы, когда экономика также восстанавливалась после спада.

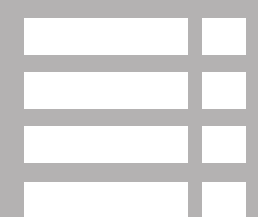
При реализации обозначенного выше сценария ускорения экономики в ближайшие годы Ростелекому будет проще реализовать эффективную стратегию, направленную на повышение выручки для разрешения долговых проблем. Мы по-прежнему рассчитываем, что такое ускорение возможно на основе позитивного опыта приобретения активов Теле2 и продолжения Ростелекомом политики расширения бизнеса за счет слияний и поглощений. Средний темп роста выручки компании на 2021-2025 годы мы прогнозируем на уровне 10% при 9% в среднем с 2013 года. Соотношение FCF/выручка ожидаем на отметке 18% против 22% в 2013-2019 годах. Оба прогноза носят консервативный характер.

Ретейл

Мы прогнозируем рост розничных продаж в РФ в реальном выражении на 4% в среднем в период 2021-2025-го против 3% за предыдущие посткризисные 2017-2019 годы.

Ретейл выступает в роли защитного актива. В результате этого котировки акций розничных сетей близки к справедливому уровню. Оценочный потенциал роста капитализации компаний отрасли на конец 2021 года – 5-30% при 20-50% для широкого рынка в целом. Повысились риски нерыноч-

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок России. Сектора в 2021 году

Прыжок в высоту

ного регулирования бизнеса в секторе продовольственного ретейла, оптовой торговли и АПК. Правительство рекомендовало розничным сетям зафиксировать цены на подсолнечное масло и сахар, что формирует повышенный риск для позитивных оценок представителей отрасли.

Электроэнергетика

Согласно накопленной статистике за последний календарный год, медиана годового изменения выручки крупнейших электросетей, включая ФСК ЕЭС, Россети и отдельные компании этого холдинга, составила 3% против 0,2% для ведущих представителей генерирующего сектора Русгидро, Юнипро, ТГК-1, ОГК-2, Интер РАО и ряда других. Рассчитанная аналогичным образом чистая прибыль сетевых компаний снизилась на 0,9% при падении на 11,4% в генерации.

Находящиеся под давлением противоэпидемиологических ограничений бумаги сетевых компаний выглядят дешевле, чем эмитенты из сектора генерации, и более привлекательно с точки зрения динамики выручки и показателей рентабельности. Операционная статистика этого сектора также намного более стабильна.

Однако реализация сделки ОПЕК+ и завершение локдауна, возможно, значительно сократит отраслевые риски в генерации уже в ближайшие кварталы. Учитывая преобладающие сейчас тенденции к восстановлению российской и мировой экономики на базе реализованных антикризисных мер, принимая во внимание данный правительством

прогноз роста ВВП РФ на ближайшие годы в пределах 3-5%, ожидаем, что выработка электроэнергии Русгидро в 2021-2022 годах увеличится на 1,5-2% г/г. Величина в 1,5% в среднем соответствует темпам прироста показателя в периоды восстановления экономики в 2011-2013-м и 2015-2016 годах. Рынок ориентируется на ожидаемые показатели прибыли генерирующих компаний в следующем году, а также на то, что «дочки» Газпром энергохолдинга планируют выплатить 50% чистой прибыли МСФО в виде дивиденда за 2020-й.

Это позитивный сигнал для вложений в генерацию, но он будет актуален до того момента, пока государство не отдаст распоряжения повысить объем инвестиций в отрасли.

Банковский сектор

Оцениваем среднесрочные риски, как и потенциальную доходность вложений в акции банковского сектора РФ, как повышенные относительно среднерыночного уровня. Это отражается в наших расчетных показателях справедливой стоимости акций публичных банков.

Полагаем, что решение проблемы закрепитости банковского сектора будет реализовываться за счет сохранения сравнительно низких темпов роста кредитования при несколько более активных темпах среднесрочного прироста показателей достаточности капитала банков, как это было в 2014-2015 годах. В случае принятия решения о кардинальном изменении макроусловий регуляторами для решения проблемы закрепитости заемщиков и бан-

ков сохраняются значимые ресурсы. Прежде всего, речь идет об ресурсах антикризисного пакета в России в 2020 году, включающего резервы и капитал банков, а также средства ФНБ без учета нераспределенной прибыли банков и объема госпрограмм, который на конец 2020 года составлял порядка 29% ВВП против 25% и 22% в 2008-м и 2014 году. Эти средства, помимо программы выкупа активов Центробанком или докапитализации банков «живыми» деньгами, а также с помощью ОФЗ, могут быть использованы для поддержки сектора.

Увеличение активов банковского сектора по итогам 2021 года мы прогнозируем на уровне 11% против аналогичного среднегодового прироста в 2020-м и 2013-2020 годах и 16% г/г по итогам ноября уходящего года. Причины – отложенный эффект сокращения ВВП и ухудшения финансовых показателей заемщиков, ожидаемое ускорение инфляции по итогам года, высокая база оценок прироста во втором полугодии 2020 года. Рассчитываем на ускорение роста кредитования банковского сектора в конце 2020-го – первой половине 2021 года под влиянием отложенного эффекта от смягчения глобальных монетарных условий. По итогам 2020 года не исключаем опережающее по отношению к данной ожидаемой динамике повышение банковской маржи и роста среднего для банковского сегмента РФ уровня рентабельности активов к отметке около 1,5% против 1,3% в ноябре. Ожидаем стабилизации темпа увеличения резервов банков на возможные потери и на этом фоне прогнозируем повышение чистой прибыли в среднем по сектору на 30-50% в рамках базового сценария.

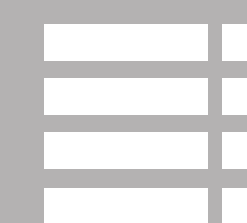
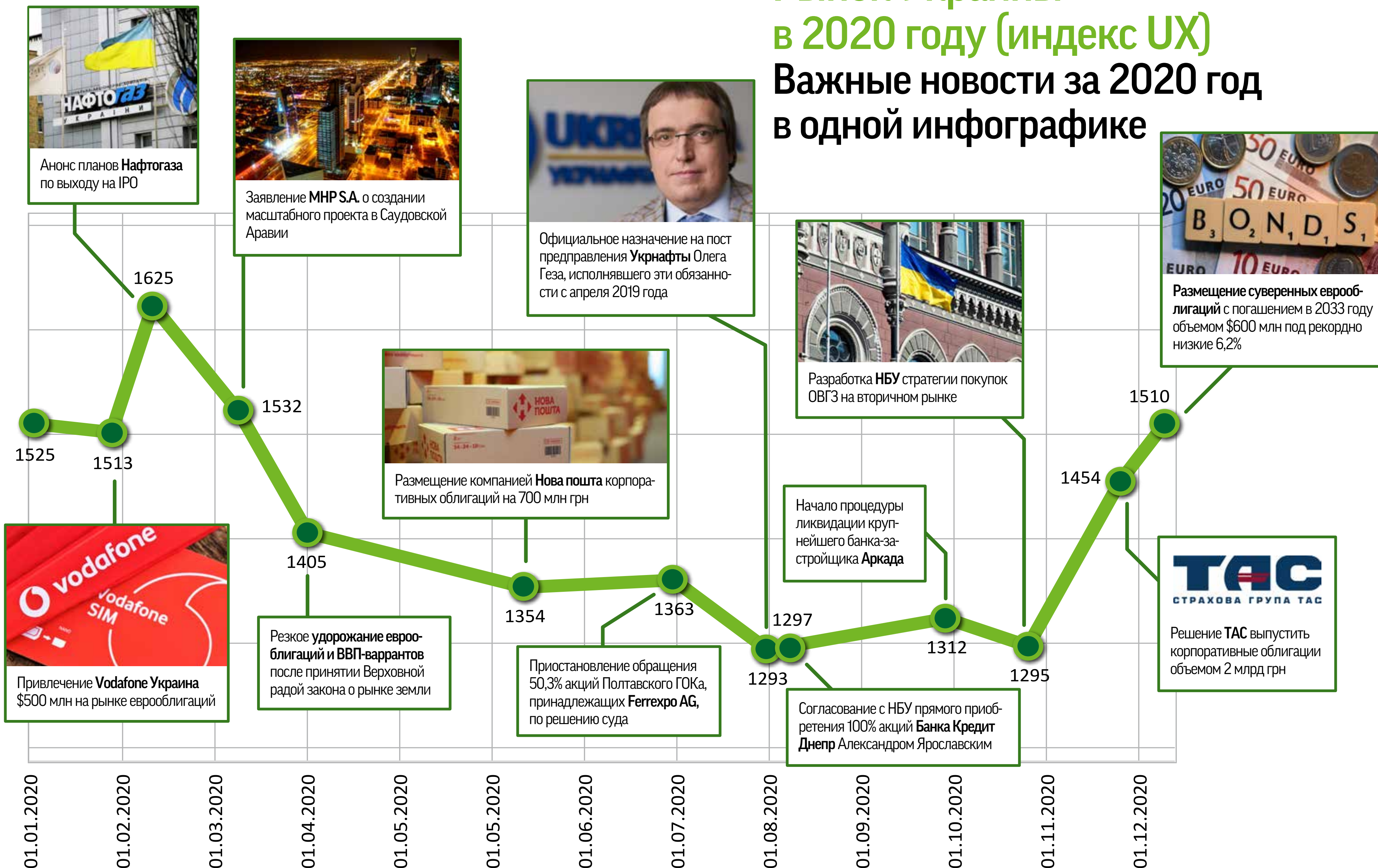
Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Ожидания

Для среднесрочного роста российской экономики и фондового рынка сложились одни из наиболее благоприятных условий за последние 25 лет. Потенциальный позитивный эффект от стимулирующих мер, реализованных в странах – локомотивах восстановления экономики, а также от шагов, предпринятых в рамках соглашения ОПЕК+, значительно превосходит оценочный ущерб мировой экономики от локдауна, вызванного пандемией. Ключевые риски по-прежнему связаны с нерыночным, в том числе санкционным, регулированием спроса. Делаем ставку на лидеров рынка, неоднократно демонстрировавших эластичность своего бизнеса к шокам.

Рынок Украины в 2020 году (индекс UX) Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Рынок Украины. Итоги года

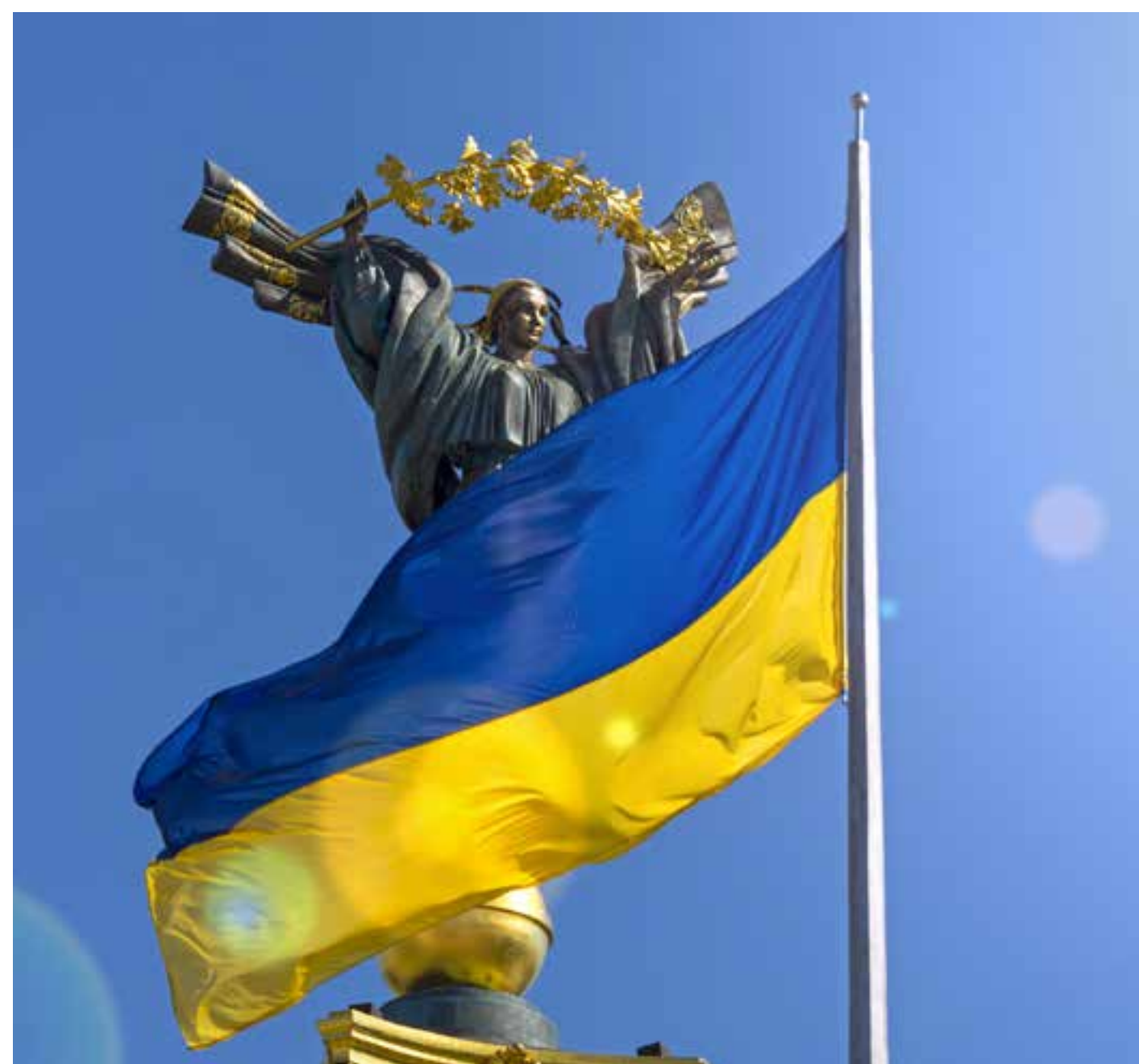
В гуще событий

С конца февраля на украинском рынке, как и на большинстве фондовых площадок мира, наблюдался мощный обвал. В этот период доходности госбондов в гривне в среднем повысились с 9% до 20%. Облигации внешнего займа с погашением в 2026–2032 годах можно было купить с доходностью 12–15%. Эта динамика была обусловлена экономическим спадом в мире, вызвавшим массовый вывод нерезидентами средств из государственных бумаг. Дисконт на суверенные облигации предлагался до марта. Затем ставки пошли вниз, а Минфин Украины возобновил аукционы первичного размещения. К концу года ставки вернулись к докризисным уровням, и 11 декабря Украина привлекла на рынке еврооблигаций \$600 млн при плане привлечь \$500 млн под 6,2% вместо ожидаемых 6,4%. Это размещение госбондов стало самым успешным за последние 10 лет.

В ушедшем году был наконец разрешен конфликт между Укрнафтой и Нафтогазом, которому предстоит компенсировать разницу за купленный по нерыночным ценам газ в 2006 году. В свою очередь, Укрнафта должна направить полученные средства в бюджет в счет погашения налогового долга, составляющего 30 млрд грн. Улаживание многолетнего противостояния между компаниями привело к всплеску интереса инвесторов к бумагам Укрнафты, и ее котировки за год повысились на 24,43%.

Еще одним позитивным событием стало решение Райффайзен Банка Аваль о распределении 90% чистой прибыли за 2019 год в виде дивидендов. Сумма выплат составила 0,07 грн на акцию при стоимости бумаги на тот момент 0,33 грн. Годом ранее на выплаты акционерам было направлено 70% прибыли за 2018 год. Дивиденд составил 0,058 грн, а котировки на этом фоне опустились до 0,3 грн.

Центрэнерго продолжила генерировать убытки в 2020 году с параллельным падением стоимости акций (-29%) на протяжении всего года. Донбассэнерго по результатам третьего квартала смогло выйти в прибыль, но ее недостаточно для покрытия убытков предыдущих лет. Крюковский вагоностроительный завод отказался от выплаты дивидендов за уходящий год. Это решение огорчило миноритариев, и все же акции компании прибавили в цене 50% с начала года. Акции Мироновского хлебопродукта (МНРС) продолжили нисходящую динамику вслед за падением цен на куриное мясо в мире.



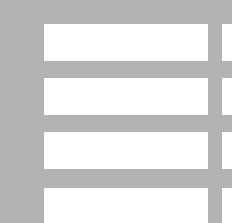
Денис Белый,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Украина



Динамика наиболее интересных акций

Акция	Значение на 03.01.2020	Значение на 13.12.2020	Доходность, %
Индекс украинских акций (UX)	1518,72	1 510,37	-0,55
Райффайзен Банк (BAVL)	0,3295	0,4100	24,43
Укрнафта (UNAF)	138,00	170,00	23,19
Центрэнерго (CEEN)	9,50	6,75	-28,95
Донбассэнерго, (DOEN)	25,00	20,00	-20,00
Турбоатом (TATM)	11,00	8,200	-25,45
МНП S.A. (МНРС)	235,00	175,00	-25,53
Крюковский вагоностроительный завод (КVBZ)	12,00	18,00	50,00

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Прогноз по рынку Украины на 2021 год

В ожидании новых инвестиционных инструментов

Основные тренды следующего года:

- 1.** На фоне снижения ставок по банковским вкладам и облигациям внутреннего госзайма популярность у инвесторов на украинском рынке приобретают корпоративные облигации с доходностями 13-17%. Большинство эмитентов представляют финансовый сектор (банки, лизинговые компании, микрофинансовые организации). Данное направление продолжит развиваться в 2021 году с появлением новых эмитентов. Как показывает опыт размещений, средства на фондовом рынке дешевле банковских кредитов на 2-3 п.п., однако бюрократических проволочек (регистрация и проведение размещения) намного больше, чем при привлечении кредита в банке.
- 2.** Еще одним трендом 2021 года станут муниципальные облигации. К разместившимся в 2020 году муниципалитетам Харькова, Львова, Ивано-Франковска, Киева в 2021 году планируют присоединиться и другие. Плюсом этих бумаг является то, что они наравне с ОВГЗ участвуют в программе рефинансирования банков от НБУ. Следовательно, развивается и рынок репо по данным бумагам, что делает их обращение более ликвидным. Доходность по данному инструменту, как правило, на 1-2 п.п. выше доходности ОВГЗ с аналогичной дюрацией.
- 3.** Украинские инвесторы получают доступ к мировым голубым фишкам. На сегодня на украинской фондовой

бирже можно проводить операции с акциями Tesla, Netflix, Facebook и рядом других. Этот список в обозримом будущем пополнят примерно 70 бумаг. Ликвидность этого сегмента повысит появление фьючерсов на иностранные акции. Это позволит профессиональным участникам использовать арбитраж между американским и украинским рынком, что сузит спреды по данным инструментам.

- 4.** Инфляция в Украине останется в рамках таргета 5% +/- 1%, однако будет находиться у верхней границы указанного коридора. Ускорение инфляции обусловит положительная динамика ВВП в 2021 году. Девальвация гривны к доллару не превысит 30, поскольку имеющиеся золотовалютные резервы покрывают четыре с половиной месяца критического импорта. Продолжение сотрудничества с МВФ в феврале 2021 года обеспечит положительное сальдо платежного баланса, на который будут давить растущие темпы импорта при возобновлении экономической активности.
- 5.** ОВГЗ останутся самым популярным инструментом ввиду освобождения от налогообложения, наличия гарантий государства, высокой ликвидности, доходности на уровне с банковскими депозитами.

Ожидания

2020-й в Украине стал годом снижения процентных ставок и замедления инфляции на фоне локдауна. В 2021 году ожидаем учетную ставку НБУ на уровне 6-7% при инфляции в целевом коридоре 4-6%. ВВП после восстановительной фазы перейдет к росту, когда неопределенность для реального сектора экономики, возникшая в связи с принятыми противоэпидемиологическими мерами, сойдет на нет.

Динамика индекса UX



Динамика USD/UAH

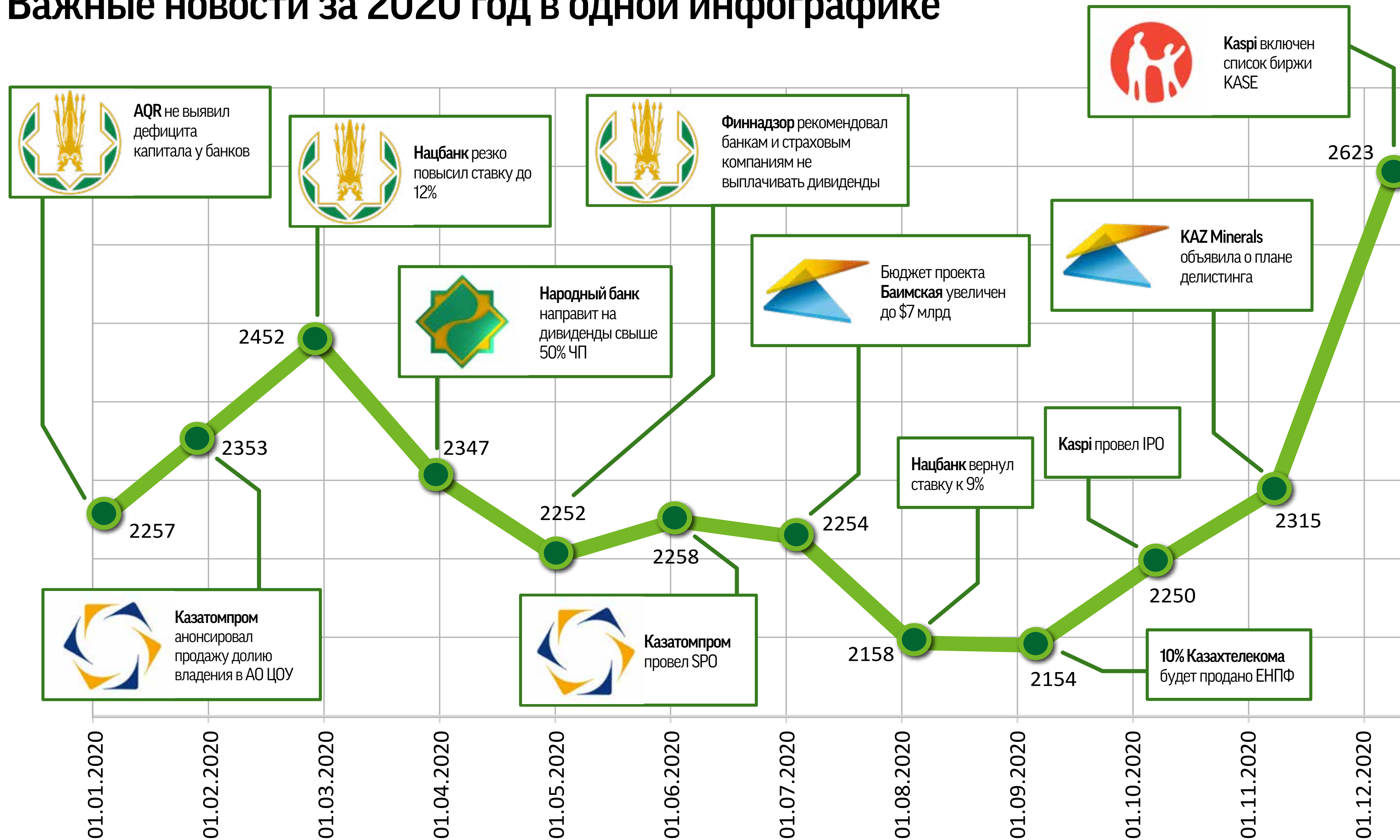


Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru

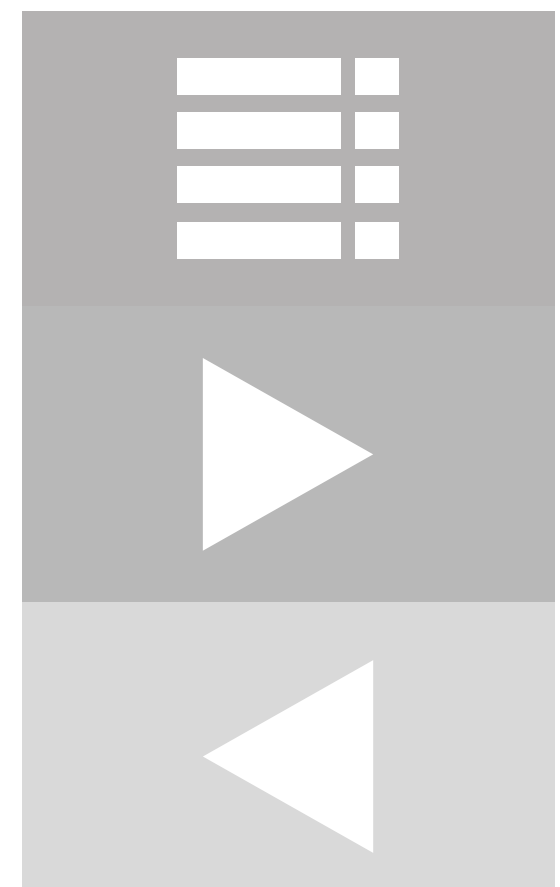


Казахстанский рынок в 2020 году (индекс KASE)

Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок Казахстана. Итоги года

12-летние максимумы на фоне пандемии

В этом нелегком году произошло довольно много событий как на внешних рынках, так и на внутреннем. Тем не менее индекс KASE достиг 12-летних максимумов, а голубые фишки сохраняют высокий потенциал роста в 2021-м

Начало года не предвещало неожиданностей. На старте 2020-го ситуация на фондовом рынке Казахстана развивалась по стандартному сценарию. В январе были объявлены результаты проверки AQR, выявившей отсутствие дефицита капитала у банков. В третьей декаде января на фондовые площадки страны пришла традиционная коррекция, которая обычно плавно перетекает в дивидендное ралли, продолжающееся с февраля по апрель.

Начало коронавирусного снижения. Рынок остался без дивидендного ралли, когда 21 февраля вместе с внешними площадками индекс KASE устремился вниз. 6–7 марта началось обвальное падение тенге, вызванное данными о первых зараженных COVID-19 в стране. 10 марта Нацбанк экстренно повышает базовую ставку до 12% и ограничивает торги валютой. Пик паники пришелся на 20 марта, когда в крупнейшем городе Казахстана Алма-Ате был объявлен жесткий карантин. Примечательно, что именно с этой даты индекс KASE начинает мощнейшее за последние два года ралли, которое приведет его к 12-летним максимумам.

Рост аппетита к риску у розничных инвесторов. Просадка цен на довольно привлекательные активы вызвала приток частных инвесторов на биржу. По данным KASE, среднее количество сделок с акциями в уходящем году увеличилось на 81% по сравнению с показателем 2019-го. Рост объемов всего сектора РЦБ составил 31%. Индекс KASE двигался в общем с мировыми фондовыми площадками позитивном тренде. Резкое укрепление тенге

побудило Нацбанк вернуть базовую ставку к 9,5% уже в апреле. Для нефти ситуация была неоднозначной: котировки углеводородного сырья достигли дна в третьей декаде апреля, когда цена WTI впервые в истории ушла в отрицательную область.

Напряженный дивидендный сезон. В начале года мы делали ставку на уверенный рост дивидендной доходности акций Народного банка после официального объявления о том, что на эти цели будет направляться до 100% чистой прибыли компании. Однако из-за пандемии банк был вынужден отсрочить реализацию этих планов и снизить конечный дивиденд. Президент Казахстана Касым-Жомарт Токаев призывал крупнейшие компании, входящие в KASE, заплатить 100% прибыли в виде дивиденда, но эта рекомендация выполнена не была.

Уверенное второе полугодие. Сорванное дивидендное ралли, мощный рост меди, восстановление котировок нефти и общемировой позитив на фоне разработки вакцин от коронавируса обеспечили благоприятный фон для повышения котировок акций, торгуемых на KASE. Финансовые показатели эмитентов начали улучшаться во втором квартале, а в третьем результаты оказались достаточно успешными. В этом году, в отличие от 2019-го, рост акций индекса KASE оказался выше, чем у зарубежных эмитентов. В аутсайдеры попал Казтрансойл, который пострадал от снижения цен на нефть и сокращения объемов экспорта в связи с необходимостью выполнять условия соглашения ОПЕК+. Самой

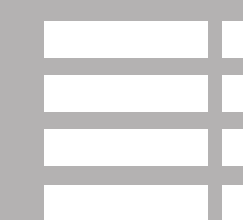
Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



неприятной новостью для инвесторов стало заявление KAZ Minerals о планах провести делистинг с Казахстанской биржи в будущем году. Данную бумагу можно считать акцией года по темпам роста и популярности среди спекулянтов. Место медного гиганта на казахстанском рынке может занять Kaspi, торги ГДР которой скоро будут запущены на KASE.



Рынок Казахстана в 2021 году

Рост фундаментально сильных компаний

Основные тренды следующего года:

- 1. Тренд на рост развивающихся рынков.** Хотя акции казахстанских компаний не входят в основные фонды, ориентированные на EM, мы считаем, что оптимистичные прогнозы в их отношении к первому полугодю 2021 года поддержат и положительную динамику KASE. Вакцинация способна обеспечить стимулом экономики развивающихся рынков, а нулевые ставки в развитых странах увеличат потребность крупных инвесторов в керри-трейдинге.
- 2. Фундаментальный потенциал акций индекса.** После нашей оценки отчетов за третий квартал потенциал роста у большинства акций в KASE заметно повысился. Инвесторы оптимистично оценивают перспективы Казтрансойла, который был аутсайдером уходящего года. Сильные результаты демонстрируют Казахтелеком и Казатомпром. В 2021 году мы ждем от Народного банка того дивидендного потенциала, который должен был реализоваться в 2020-м.
- 3. Делистинг KAZ Minerals может стать причиной перераспределения средств.** В январе KAZ Minerals может провести ГОСА, на котором, вероятно, будет принято решение о делистинге с LSE и KASE. Процедура выхода с фондового рынка начнется не ранее февраля. Она пред-

полагает выкуп акций у инвесторов и повышение объема кэша на их счетах. Освободившаяся денежная масса может перераспределиться в другие акции индекса. Возможно, инвесторы отдадут предпочтение Казатомпрому как остающемуся в KASE сырьевому гиганту.

4. Увеличение ассортимента инструментов. Мы полагаем, что тренд на расширение перечня инструментов, торгуемых на биржах KASE и AIX, продолжится в следующем году. Ждем старта торгов ГДР Kaspi на казахстанском фондовом рынке.

5. Возвращение спроса на нефть. На фоне восстановления экономик товарные рынки, вероятно, столкнутся с дефицитом. Одним из драйверов роста для цен на нефть станет масштабная вакцинация.

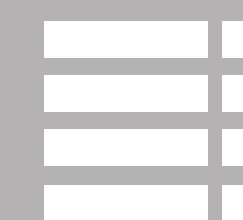
6. Основные риски связаны с медленным восстановлением мировой экономики. Аппетит риску может быть ослаблен из-за недостаточно активного процесса вакцинации по всему миру, отсутствия роста доходности десятилетних казначейских облигаций США и торможением восстановления экономики. Последний фактор может заметно ухудшить настроения инвесторов, которые уже сделали ставки на 2021 год.

Ожидания

Мы склоняемся к тому, что в начале 2021 года KASE продолжит локальную консолидацию, однако общие ожидания на первое полугодие остаются позитивными. Уже с февраля потенциальное восстановление цен на нефть и прояснение ситуации с выкупом акций KAZ Minerals будет способно обеспечить рынок сильными драйверами роста. Третий квартал 2020 года доказал, что голубые фишки казахстанского индекса имеют хорошие фундаментальные позиции, которые позитивно отразятся на дивидендах.

Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 31.12.2019	Значение на 14.12.2020	Доходность, %
Индекс KASE	2 364	2 621	10,9%
KAZ Minerals PLC (KASE)	2 630	3 501	33,1%
Казатомпром	5 218	6 681,90	28,1%
Казатомпром (ГДР)	13	17	27,3%
KAZ Minerals PLC (LDN)	531	649	22,2%
K Cell (KASE)	2 330	2 730	17,2%
K Cell (ADR)	6	6	7,9%
KEGOC (KASE)	1 624	1 694	4,3%
Казахтелеком (KASE)	27 100	26 500	-2,2%
Банк ЦентрКредит (KASE)	226	216	-4,6%
Халык Банк (KASE)	131	123	-5,8%
Bank of America (KASE)	12 067	13 578	-11,1%
Казтрансойл (KASE)	910	1 036	-12,2%
Халык Банк (ГДР)	11	13	-15,0%

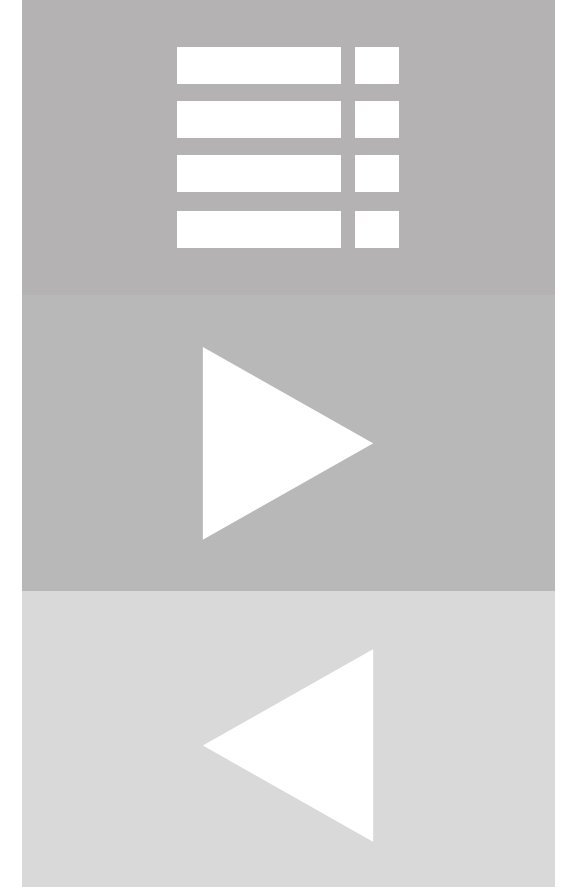


Рынок Узбекистана в 2020 году (индекс UCI)

Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Итоговый инвестиционный обзор за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок Узбекистана. Итоги года

Время высокой доходности и ярких реформ

Средняя доходность по нашим инвестиционным идеям на фондовом рынке Узбекистана в 2020 году превысила 48%. В первом квартале мы сформировали два инвестиционных портфеля. Один был составлен из ликвидных акций, второй – из ликвидных акций, банковских и корпоративных облигаций. Доходность по этим инструментам превзошла 40% и 33% соответственно.

В марте закончилась подписная кампания IPO Жиззах Пластмасса – второго первичного размещения акций на открытом рынке в истории страны. Было продано менее 35% от заявленного объема, что составило около 1,4 млрд UZS (около \$140 тыс.). Данное публичное предложение отличалось от IPO и SPO Кварц, а также от SPO KUMZ рекордно низким процентом размещения.

Пандемия COVID-19 оказалась благоприятной для долгового рынка Узбекистана. Ставка рефинансирования Центробанка была снижена с 16% до 14%, а банки сократили ставки по вкладам с 22% до 18% для физических лиц и до 16% – для юридических. Ранее ставки по банковским депозитам, превышавшие доходность на долговом рынке капитала, тормозили его развитие. Теперь же активность на этом рынке значительно увеличилась, были успешно размещены облигации Узпромстройбанка на 50 млрд UZS.

Новый виток развития рынка облигаций начался с предоставления обществам с ограниченной ответственностью права выпускать долговые бумаги. Первой компанией за 15 лет, выпустившей собственные бонды, стало информационное агентство UzReport. Объем эмиссии по закрытой подписке составил 30 млрд UZS. Кроме выпуска долговых бумаг обществами с ограниченной ответственностью предусмотрен листинг муниципальных

облигаций и деривативов. Изменения претерпели и категории листинга: с 1 января 2021 года их будет только две – Премиум и Стандарт.

В июне была сформирована государственная инвестиционная компания UzAssets, получившая в управление 10 госпакетов, включая крупные доли ликвидных акций для дальнейшей приватизации. По словам директора инвесткомпании, часть пакетов будет продана стратегическим инвесторам, остальные бумаги будут выведены на публичный рынок. Первой компаний, акции которой будут предложены широкому кругу инвесторов, должен стать Кизилкумцемент, котировки которого в уходящем году продемонстрировали стремительный рост.

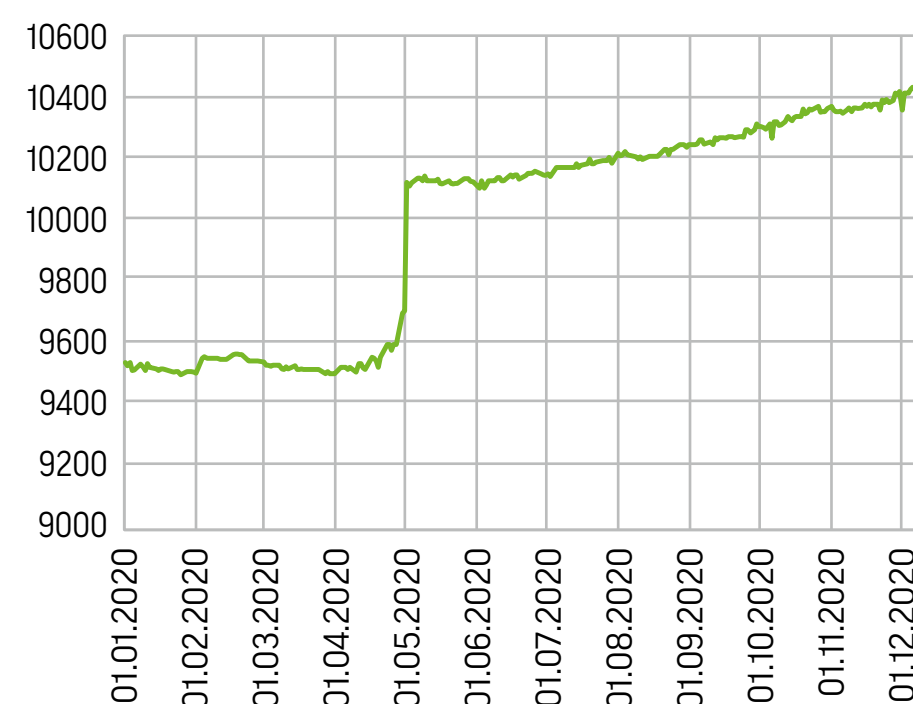
В начале лета Центральный депозитарий внедрил дистанционное голосование на собраниях акционеров, многие из которых прошли в онлайн-режиме. Во время пандемии отдельные брокеры начали дистанционно открывать счета для клиентов, однако рынок ожидает от регулятора конкретики относительно процедуры удаленной идентификации клиентов.

Одним из значимых событий 2020 года стало возвращение контрольного пакета Бекабадцемента инвесторам из Казахстана по решению суда. Это было важным прецедентом по пересмотру итогов национализации компании.

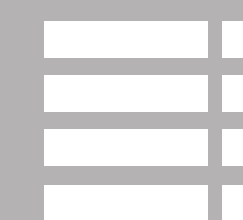
Динамика индекса UCI, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



В регуляторные нормы был внесен запрет на пересмотр результатов приватизации государственных компаний. В совокупности эти два события повышают уверенность участников узбекистанского фондового рынка в надежности их инвестиций.



Рынок Узбекистана в 2021 году

Новые размещения и развитие долгового рынка

Основные тренды следующего года:

- 1. Новые IPO и SPO.** Пандемия внесла свои коррективы в планы правительства по приватизации крупнейших предприятий страны через рынок капитала. На данный момент известно, что выйти на IPO/SPO планируют Кизилкумцемент, Узбекнефтегаз, Алмалыкский и Навоийский ГМК и АКФА Group. Мы считаем, что наиболее вероятно проведение в 2021 году вторичного размещения акций Кизилкумцемента.
- 2. Стремительное развитие долгового рынка.** Снижение ключевой ставки и ставок по депозитам в 2020 году стимулируют инвесторов искать альтернативные инструменты для сбережения и приумножения капитала на рынке. Наделение обществ с ограниченной ответственностью права выпускать облигации дает основание рассчитывать на появление новых эмитентов на рынке фиксированной доходности Узбекистана уже в первом квартале 2021 года.
- 3. Вывод на рынок исламских облигаций.** Регулятор в 2020 году провел значительную работу по внедрению на узбекистанской бирже исламских облигаций сукук. Мы ожидаем, что уже в 2021 году механизмы размещения и оборота сукук будут урегулированы законодательно, в результате чего на рынок выйдут

эмитенты нового инструмента для привлечения долгового финансирования.

- 4. Онлайн-приложения для биржевой торговли и дистанционное открытие счета.** На данный момент ведется работа по передаче брокерам доступа к данным фондовой биржи. В результате у клиентов этих компаний появится возможность совершать операции на узбекистанском фондовом рынке через онлайн-приложения. Вкупе с высокой вероятностью получения от регулятора четких инструкций по дистанционному открытию брокерских счетов в 2021 году это обеспечит активный приток розничных инвесторов на фондовый рынок.



Ожидания

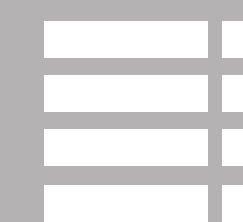
В 2020 году узбекистанская экономика осталась в числе немногих, не понесших потерь из-за пандемии COVID-19. Результаты ряда компаний существенно улучшились в третьем квартале, полностью восстановившись к докризисным уровням. Мы считаем, что экономика Узбекистана будет быстро расти в 2021 году. Ее главным локомотивом станут строительная индустрия и промышленный сектор. Мы не ожидаем повышения ставки рефинансирования, скорее всего, она останется на прежнем уровне.

Динамика рекомендованных к покупке бумаг

Акция	Значение на 03.01.2020	Значение на 11.12.2020	Доходность, %
KVTS	3500	3100	-3,29%
URTS	4833,33	8000	93,03%
SQBN	16,6	16,55	8,37%
QZSM	1577	3799,99	168,80%
KUMZ	1111	870	-21,69%
UZMK	26000*	33498	34,86%
A016460	8500	11500,02	59,34%

*На дату рекомендации 08.07.2020

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru

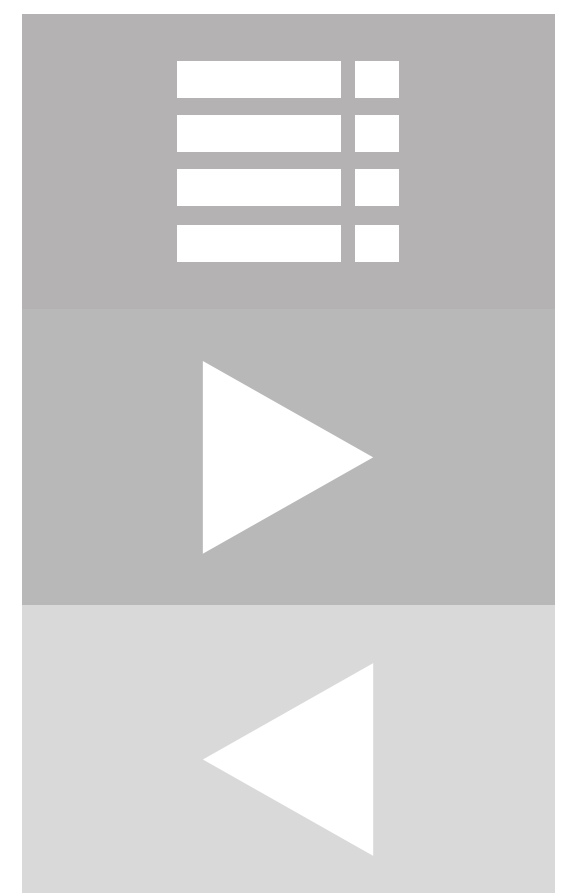


Рынок Германии в 2020 году (индекс DAX)

Важные новости за 2020 год в одной инфографике



Итоговый инвестиционный обзор за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Рынок Германии. Итоги года

Пандемическая волатильность

Основной фон для рынка Германии, как и для остальных фондовых площадок, в уходящем году создавала пандемия. Под ее влиянием индекс DAX обвалился до минимумов с 2008 года. Однако своевременное принятие программ стимулирования позволило индексу быстро вернуться к максимумам

Начало 2020 года на фондовом рынке Германии было в целом нейтральным. Максимальный рост индекса DAX к концу февраля составлял около 4%. Позитивный тренд прерывался двумя падениями на фоне напряженности между США и Ираном, а также общей небольшой коррекцией, вызванной сообщениями о вспышке коронавирусной инфекции, на исходе января. Наибольший спад немецкие фондовые площадки, как и остальные биржи мира, продемонстрировали в последней декаде февраля и первой половине марта. COVID-19 из Китая начал быстро распространяться по всему миру, в том числе в Европе и США. В результате по всему миру начали вводить карантинные ограничения. Индекс DAX отреагировал на эти события очень остро, показав за 23 календарных дня падение на 40%, что было сопоставимо с общей динамикой на ведущих мировых биржах.

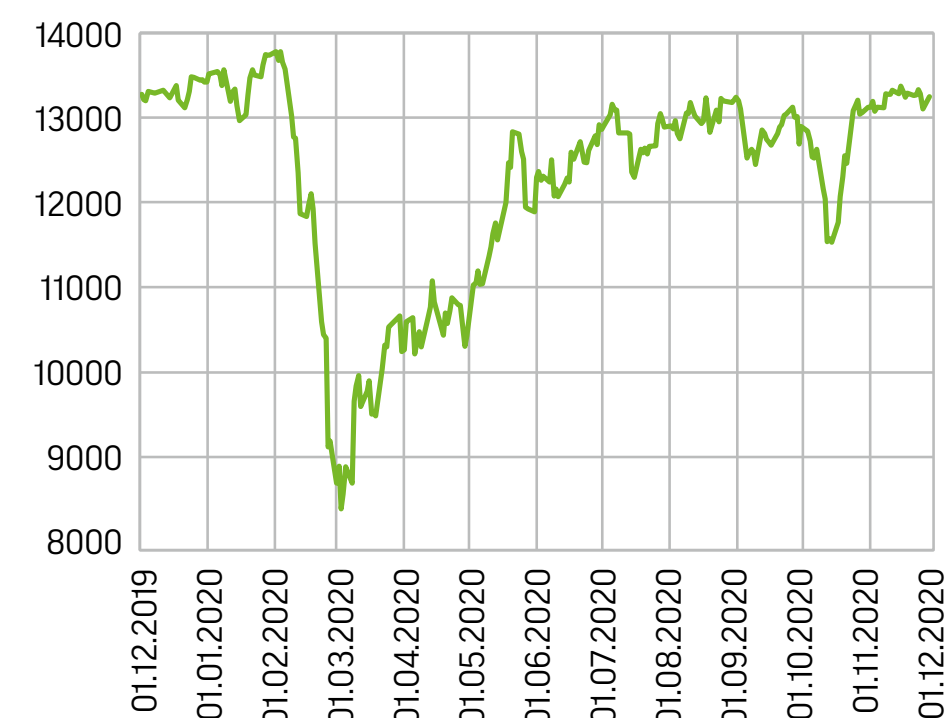
Дно коррекции было достигнуто в конце марта. После прохождения низшей точки спада рынки развили один из самых стремительных «бычьих» трендов за многие годы. К середине июня DAX вырос на 57% с минимумов марта благодаря принятию монетарными и фискальными властями активных мер поддержки экономики. Правительство Германии утвердило пакет помощи в размере 750 млрд евро для преодоления негативных последствий пандемии. Кроме того, был создан фонд для спасения бизнеса от банкротств в размере 600 млрд евро. Сенат США утвердил программу стимулирования экономики в размере \$2

трлн, а ФРС снизила ставки до нуля с увеличением объемов покупок активов с рынка. Все эти шаги укрепили уверенность инвесторов на фондовых рынках благодаря мощному притоку ликвидности. Технологические компании стали лидерами восстановительного роста.

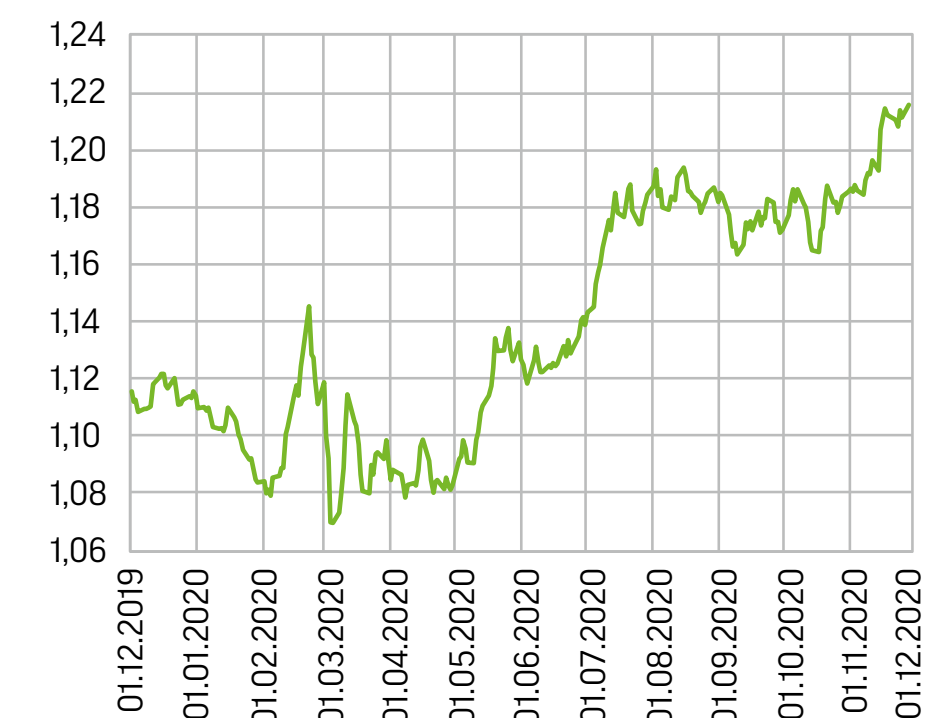
В середине июня DAX лег в боковик. Консолидации предшествовала коррекция на 10%, вызванная опасениями второй волны коронавируса вследствие всплеска заболеваемости в США. До сентября основной немецкий индекс оставался в стабильном восходящем тренде с небольшими откатами благодаря новостям по частичному ослаблению карантина во многих странах и новым фискальным стимулам в США. Осенью, до выборов президента США, рынки лихорадило. Сентябрь ознаменовался масштабной распродажей в технологическом секторе США, хотя она не слишком задела Германию. В октябре началась более масштабная коррекция на фоне неопределенности, связанной с президентскими выборами в Штатах. После выборов рынки показали стремительное восстановление. Одним из драйверов роста стали новости о получении эффективных вакцин от коронавируса. И все же индекс DAX к концу года не успел преодолеть верхнюю границу боковика и вернуться к максимальным уровням конца февраля.

По результатам года можно отметить, что общерыночные настроения остаются умеренно положительными. Инвесторы

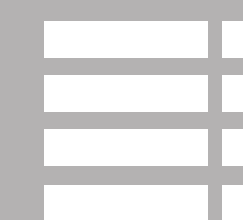
Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



отмечают восстановление экономики и индексов деловой активности в Германии, а также рассчитывают на эффект от массовой вакцинации, что позволит наиболее пострадавшим секторам экономики вернуться в норму.



Рынок Германии в 2021 году

Пандемия больше не помеха

Основные тренды следующего года:

- 1. Победа над пандемией COVID-19.** Евросоюз заключил контракты на поставку препаратов для вакцинации с шестью разработчиками: AstraZeneca, Sanofi-GSK, Janssen Pharmaceutica, BioNTech-Pfizer, Moderna и CureVac. Ряд этих компаний завершили тестирование своих вакцин, заявив об их высокой эффективности. В первой половине 2021 года в Европе должна пройти масштабная кампания по вакцинации, итогом которой должно стать снятие локдауна и возвращение повседневной жизни к привычному ритму.
- 2. Экономика Германии в 2021 году.** Последний прогноз предполагает снижение ВВП Германии на 5% против первоначально ожидавшихся 7% по итогам текущего года. В 2021-м Бундесбанк рассчитывает на рост ВВП в пределах 3%, в 2022-м он должен ускориться до 4,5%. Драйверами восстановления станут завершение пандемии при продолжении реализации программ монетарной и фискальной помощи экономике.
- 3. Продолжение мягкой монетарной политики ЕЦБ.** Европейский регулятор в уходящем году запустил программу Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP), заключающуюся в покупке государственных и корпоративных ценных бумаг с рынка. Объем этой программы был увеличен до 1,85 трлн евро, период ее реализации расширен до марта 2022 года. Также ЕЦБ продлевает и

прочие программы помощи, в частности покупку облигаций на 20 млрд евро в месяц, и упрощенные условия привлечения кредитов для банков, сохраняет мягкие правила по предоставлению обеспечения до июня 2022 года и принял четыре новые экстренные программы по долгосрочному рефинансированию, которые помогут с ликвидностью. Все эти меры поспособствуют восстановлению экономики Евросоюза в 2021 года.

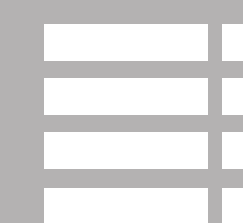
- 4. Продолжение фискальной помощи экономике.** Правительство Германии также намерено стимулировать восстановление экономики. 22 млрд евро помощи получают небольшие компании с оборотом до 200 тыс. евро в месяц, а также самозанятые с доходом до 5 тыс. евро в месяц. Эти средства будут перечислены в первой половине 2021 года для покрытия фиксированных расходов.
- 5. Отложенные банкротства как один из возможных рисков.** До конца 2020 года в Германии действует упрощенная процедура признания компании банкротом. Это нововведение стало одной из мер помощи экономике в условиях пандемии. В результате количество банкротств сократилось относительно уровня 2019 года. Однако, если эта программа будет приостановлена или ее условия будут ужесточены в 2021 году, возможен резкий рост числа банкротств, что грозит проблемами даже финансово благополучным компаниям.

Ожидания

Экономика Германии оказалась одной из лучших в Западной Европе, показав в уходящем году наименьшее снижение благодаря своей оптимальной структуре. 2021 год для страны должен стать успешным, благодаря масштабной вакцинации, продолжению беспрецедентной фискальной и монетарной помощи для экономики ФРГ и ЕС. Прогнозируем активный рост всех ее секторов.

Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2019	Значение на 14.12.2020	Доходность, %
DAX INDEX	13 249,01	13 256,30	0,1%
SRT3 GR Equity	190,8	352,4	84,7%
IFX GR Equity	20,31	28,63	41,0%
BNR GR Equity	48,48	63,08	30,1%
DBK GR Equity	6,92	8,95	29,4%
MRK GR Equity	105,35	134,35	27,5%
PUM GR Equity	68,35	85,72	25,4%
1COV GR Equity	41,45	50,40	21,6%
RWE GR Equity	27,35	33,23	21,5%
VNA GR Equity	48,00	57,26	19,3%
OSR GR Equity	44,15	51,94	17,6%
DWNI GR Equity	36,42	42,58	16,9%
DAI GR Equity	49,37	56,95	15,4%
DPW GR Equity	39,23	39,23	15,3%



Итоги рынка IPO-2020

Почти 70% компаний торгуются выше цены размещения

Самое быстрое в истории падение S&P 500 из-за пандемии отсрочило размещение многих компаний весной. Однако достижение индексом широкого рынка абсолютных максимумов на фоне завершения локдауна и масштабных мер по стимулированию экономики активизировало рынок IPO. Среди многочисленных размещений уходящего года выделяются биржевые дебюты Airbnb, Doordash, Palantir и Snowflake

Сложный и насыщенный год

С 1 января до 14 декабря уходящего года IPO провели 244 компаний против 192 за весь 2019-й. В общей сложности вышедшие на биржу эмитенты привлекли \$85,35 млрд по сравнению с \$52,1 млрд годом ранее. Самым крупным стало размещение онлайн-платформы по поиску жилья для краткосрочной аренды Airbnb, которая привлекла \$3,489 млрд, выведя на Nasdaq 51,3 млн своих акций по цене \$68. С момента основания платформа позволила найти съемное жилье более 825 млн клиентов. На данный момент акции Airbnb торгуются выше цены IPO на 104%.

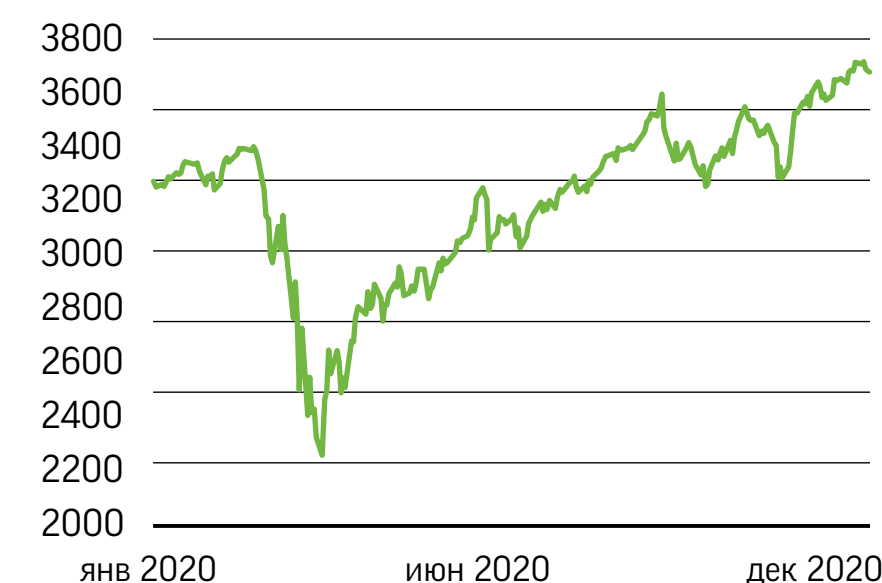
На конец года 56 компаний, вышедших на биржу, демонстрируют доходность свыше 100%, у 17 она больше 200%, у семи – превосходит 300%. Лидерами роста котировок стали Berkeley Lights (307%), Schrodinger (322%), ALX Oncology Holdings (323%), Beam Therapeutics (361%), Keros Therapeutics (380%), CureVac NV (638%) и Greenwich Lifesciences (874%).

Главным разочарованием года стали Phoenix Tree Holdings Ltd (-75%), Aditx Therapeutics (-72%), Progenity (-68%), Lizhi (-68%) и Anpac Bio-Medical Science Co L (-65%).

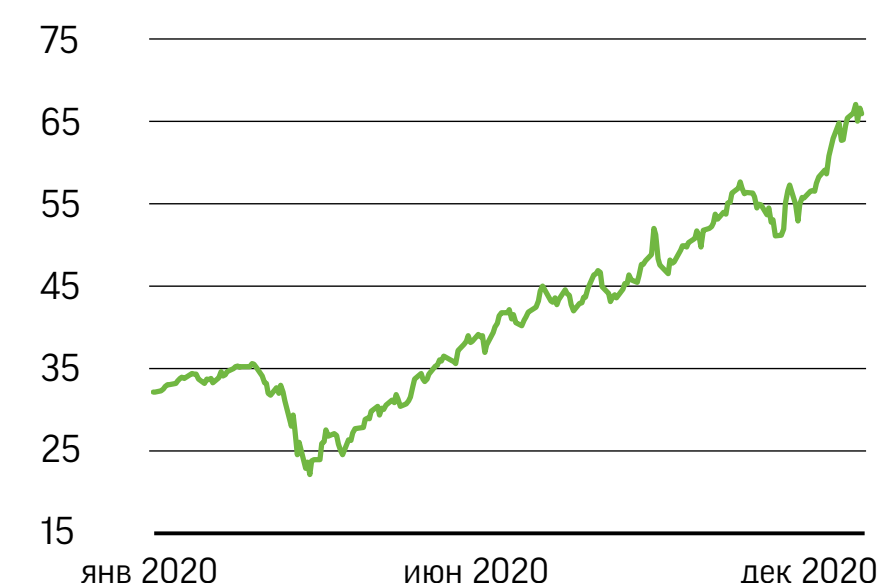
В марте ВОЗ официально объявила о пандемии коронавируса. На этом фоне число размещений весной было минимальным. Дальнейшее восстановление фондовых площадок под влиянием масштабных экономических стимулов вызвало мощную активизацию рынка IPO. Больше всего первичных размещений прошло в секторах здравоохранения (107) и ИТ (29).

Из 244 компаний, которые провели IPO, 169 (69,2%) торгуются выше цены размещения. Четыре эмитента (1,6%) демонстрируют нулевую доходность, 29 на сегодня стоят меньше, чем при выходе на публичный рынок.

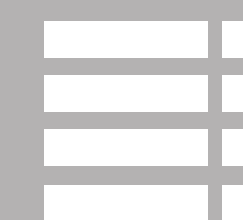
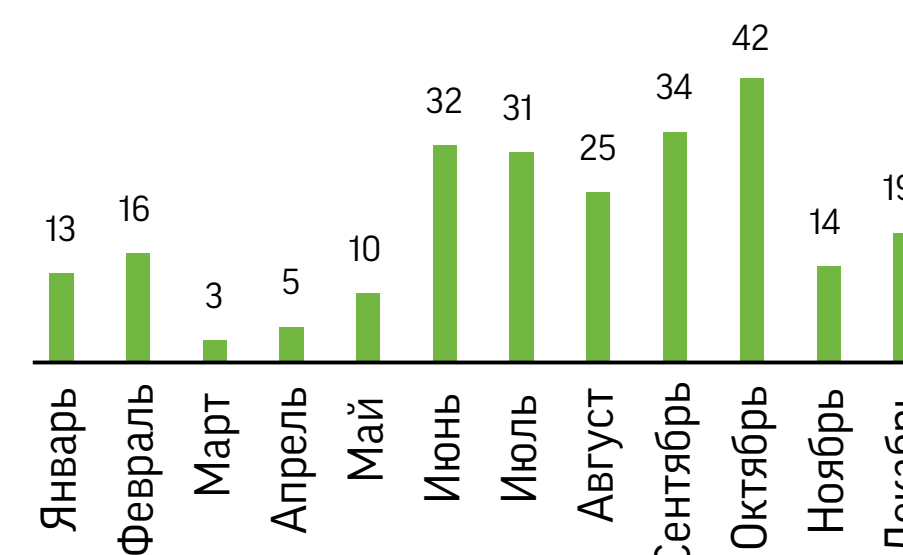
Индекс SPX с начала года



Индекс ETF IPO с начала года



Количество размещений в месяц



Прогноз на 2021 год

Самые долгожданные размещения

Наши прогнозы на 2021 год в целом оптимистичны. Такие крупные компании, как Roblox и Affirm, планировавшие разместиться в уходящем году, перенесли IPO на начало 2021-го. Robinhood и Instacart, по слухам, уже договорились с инвестбанками, которые выступят в качестве организаторов их размещений в будущем году

Ерлан Абдикаримов,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»



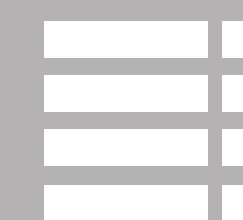
Дата основания: **2012 год**
Сотрудники: **8262**
Всего привлечено: **\$2,4 млрд**
Последняя оценка: **\$17,7 млрд**
Выручка 2019 год: **\$3 млрд**

Instacart – один из самых популярных сервисов доставки продуктов. С марта по май 2020 года количество заказов выросло на 500% г/г. В ноябре появились слухи, что компания пригласила Goldman Sachs в качестве организатора IPO, которое может пройти в начале 2021 года. Оценка компании перед размещением может составить около \$30 млрд. В октябре Instacart привлекла \$200 млн инвестиций и была оценена в \$17,7 млрд. За свою историю, по данным Crunchbase, компания получила в виде инвестиций около \$2,4 млрд.



Дата основания: **2004 год**
Сотрудники: **2337**
Всего привлечено: **\$335,7 млн**
Последняя оценка: **\$4,5 млрд**
Выручка 2019 год: **\$488 млн**

Roblox – платформа для онлайн-игр и система для их создания пользователями с ежедневной посещаемостью в среднем 36,2 млн. На платформе присутствует более 7 млн разработчиков. За 12 месяцев, закончившихся 30 сентября 2020 года, более 960 тыс. разработчиков получили Robux (внутриигровая валюта), доход 1050 из них составил более \$10 тыс., заработок почти 250 превысил \$100 тыс. Акционеры компании – Altos Ventures, First Round Capital II, Index Ventures, Meritech Capital и Tiger Global Private Investment Partners X. По данным Crunchbase, за время своего существования компания привлекла более \$335,7 млн в виде инвестиций. На последнем инвестраунде, состоявшемся в феврале уходящего года, компанию оценили в \$4,5 млрд.



Прогноз на 2021 год

Самые долгожданные размещения

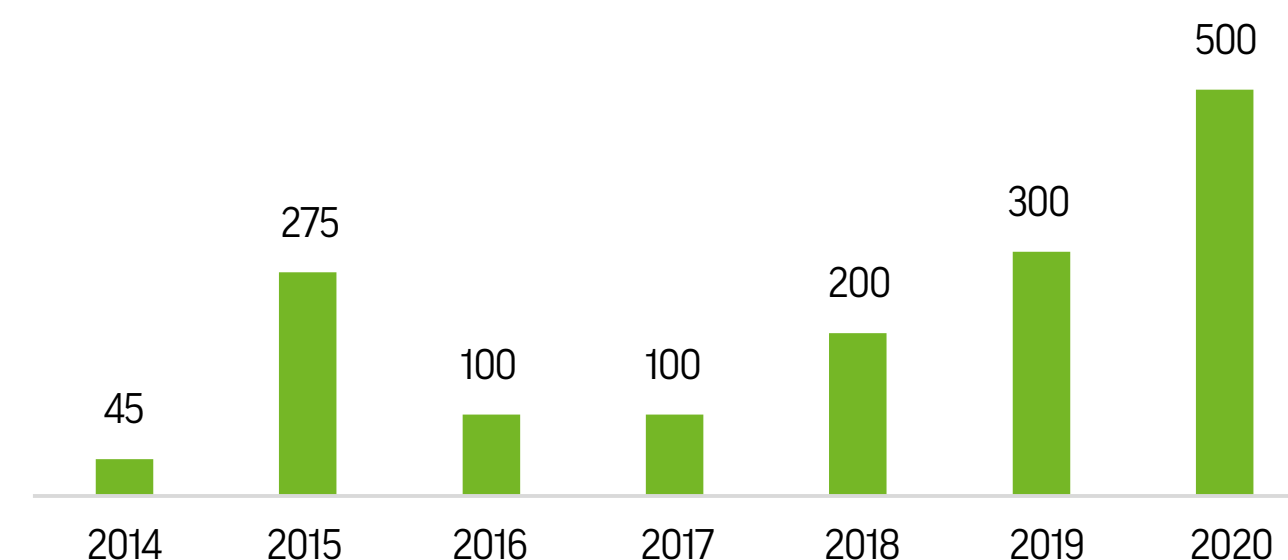
Также возможны IPO не менее интересных компаний, в том числе Affirm, Robinhood и других



Дата основания: **2012 год**
Сотрудники: **992**
Всего привлечено: **\$1,5 млрд**
Последняя оценка: **\$2,9 млрд**
Выручка: **\$510 млн**
Темпы роста 2020 год ФГ: **98%**

Affirm – появившийся в 2012 году финансово-технологический стартап, который позволяет потребителям приобретать товары и производить платежи в рассрочку. Основатель компании Макс Левчин был соучредителем PayPal. По данным crunchbase.com, Affirm за свою историю привлекла \$1,5 млрд. На последнем на сегодня инвестраунде, состоявшемся в 2019 году, компания была оценена в \$2,9 млрд. По информации Wall Street Journal, на IPO Affirm могут оценить в \$5-10 млрд.

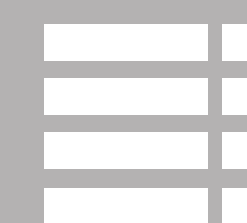
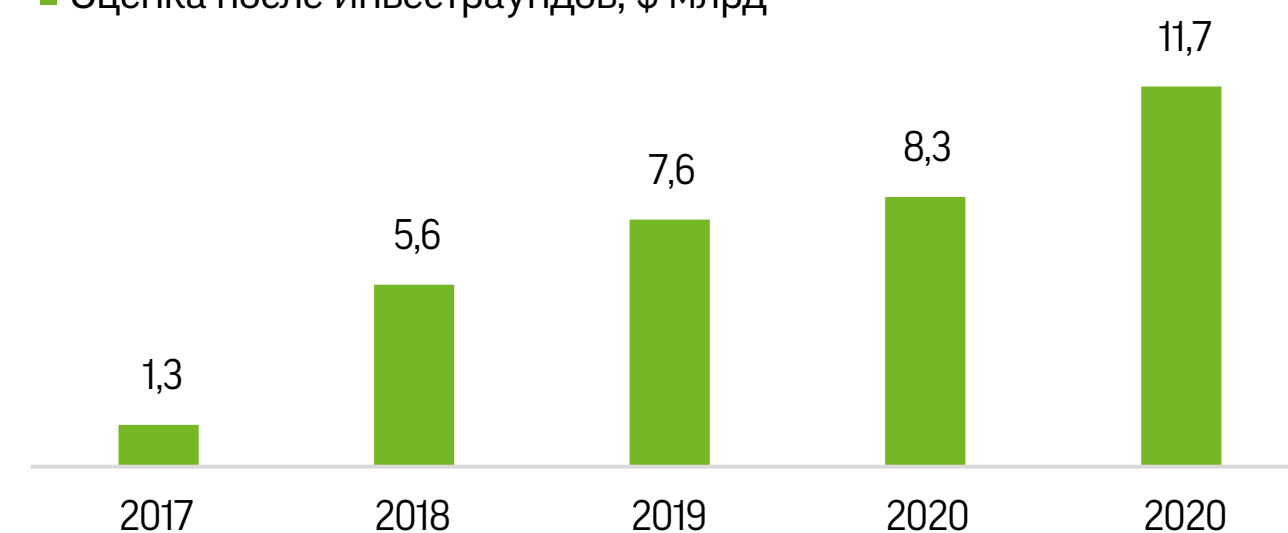
■ Оценка после инвестраундов, \$ млн



Дата основания: **2013 год**
Сотрудники: **1738**
Всего привлечено: **\$2,2 млрд**
Последняя оценка: **\$11,7 млрд**

Robinhood – разработчик платформы для торговли акциями без комиссии. Предоставление бесплатной платформы изменило отрасль в целом: такие крупные брокеры, как Fidelity и Charles Schwab, в 2019 году установили для своих клиентов нулевые комиссии за торговлю. База пользователей Robinhood – миллениалы, чей средний возраст составляет 31 год. По последним данным, Robinhood оценена в \$11,7 млрд. Объем проведенных за 2019 год транзакций составил \$150 млрд. Объем привлеченных инвестиций за историю компании, по данным crunchbase, равен \$2,2 млрд. Bloomberg 17 ноября сообщило, что Robinhood ищет андеррайтеров для IPO, которое запланировано на первый квартал 2021 года.

■ Оценка после инвестраундов, \$ млрд



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка

Тикер: **HFC**
Цена акций на момент анализа: **\$24,70**
Целевая цена акций: **\$39,30**
Текущий потенциал роста: **38,19%**
Текущая дивидендная доходность: **4,9%**

HFC HollyFrontier Corporation

Основной вид деятельности HollyFrontier Corporation – нефтепереработка. Компания владеет НПЗ в США общей мощностью переработки 457 тыс. баррелей нефти в сутки.

Уходящий год складывался для HollyFrontier, как и для большинства американских нефтепереработчиков, непросто. Карантинные меры против COVID-19 ослабили спрос и снизили цены на нефтепродукты по всему миру. Выручка компании с января по сентябрь обвалилась на 37%, до \$8283 млн, операционный денежный поток упал на 72%, до \$391 млн. На текущий момент котировки HFC на 44% ниже, чем в начале года, а максимальный уровень падения превышал 66%.

Тем не менее в наступающем году финансовые результаты производителей топлива могут восстановиться благодаря снятию ограничений на передвижения граждан после проведения массовой вакцинации против коронавируса. По прогнозу Минэнерго США, средние цены на бензин, дизельное топливо и авиакеросин в 2021 году вырастут на 17%, 21% и 23% соответственно, а объем реализации увеличится на 8%, 5% и 42% по сравнению с показателем текущего года.

По нашему мнению, в американском нефтегазовом секторе именно сегмент нефтепереработки в 2021 году имеет наибольший потенциал роста, так как восстановление спроса на нефтепродукты будет сопровождаться увеличением добычи участниками соглашения ОПЕК+ и ростом импорта нефти в США, поэтому ожидать значительного повышения цен на нефть, как и увеличения добычи в Штатах, не стоит. Минэнерго США прогнозирует рост потребления нефтепродуктов в следующем году на 9%, при этом

среднегодовой уровень добычи сократится с 11,3 млн баррелей в сутки до 11,1 млн баррелей, а чистый импорт вырастет на 50%, до 4,1 млн баррелей в сутки.

У HollyFrontier низкий уровень долга: прогнозный показатель EV/EBITDA 2021 года составляет 1,9 при среднем 2,97 для нефтепереработчиков, входящих в индекс S&P 500. Компания выплачивает высокие дивиденды с доходностью 5% к текущим котировкам. Тем не менее акции HFC с начала года снизились на треть сильнее, чем в среднем упали котировки входящих в S&P 500 представителей этого сектора, из-за масштабной инвестиционной программы.

Программа расширения присутствия HollyFrontier на рынке экологического топлива предполагает строительство блока на НПЗ Navajo и перепрофилирование НПЗ Cheyenne. На данные цели HollyFrontier намерена потратить от \$650-750 млн до конца 2021 года. Производство планируется начать в первом квартале 2022 года. После сообщения об этих планах котировки компании в начале июня от локальных максимумов обвалились на 21,8% к концу месяца. Инвесторы с настороженностью восприняли намерение компании увеличить капитальные затраты в сложившихся на рынке нефтепродуктов условиях.

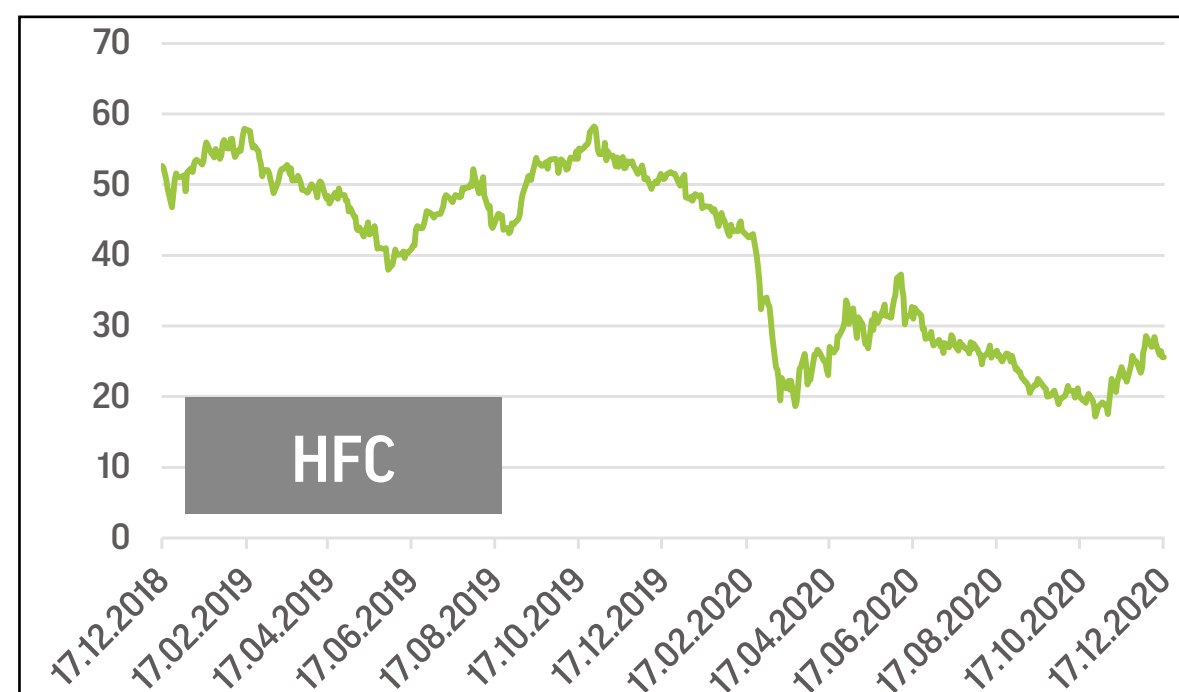
По нашему мнению, реакция рынка оказалась чрезмерной. НПЗ Cheyenne обеспечивает всего 11,4% от перерабатывающих мощностей компании, а низкий уровень долга HollyFrontier позволяет финансировать капитальные затраты и выплачивать высокие дивиденды, сохраняя умеренный размер задолженности. Учитывая все это, мы ожидаем существенного восстановления стоимости акций HollyFrontier в 2021 году.

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



45

Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Выручка	14 243	17 720	17 488	11 274	12 635	13 987	15 345	16 360	16 500
Основные расходы	13 027	15 816	15 716	10 920	11 707	12 683	13 759	14 638	14 763
Валовая прибыль	1 216	1 904	1 773	354	927	1 304	1 586	1 722	1 737
SG&A	238	287	330	326	350	360	370	380	383
EBITDA	1 388	2 054	1 953	876	1 134	1 507	1 768	1 883	1 899
Амортизация	410	437	510	524	509	516	504	494	498
EBIT	978	1 617	1 443	353	625	991	1 264	1 389	1 401
Процентные выплаты (доходы)	118	131	137	104	104	111	108	108	108
EBT	869	1 524	1 172	254	526	885	1 161	1 287	1 298
Налоги	-12	347	299	45	94	158	207	230	231
Чистая прибыль	805	1 098	772	209	433	727	954	1 057	1 066
Dilluted EPS	\$4,52	\$6,19	\$4,61	\$1,29	\$2,67	\$4,48	\$5,88	\$6,51	\$6,57
DPS	\$1,33	\$1,32	\$1,35	\$1,40	\$1,60	\$1,80	\$2,00	\$2,00	\$2,00

Маржинальность, в %	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	9%	11%	10%	3%	7%	9%	10%	11%	11%
Маржа по EBITDA	10%	12%	11%	8%	9%	11%	12%	12%	12%
Маржа по чистой прибыли	6%	6%	4%	2%	3%	5%	6%	6%	6%

Анализ коэффициентов	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	12%	3%	8%	12%	15%	16%	15%
ROA	7%	2%	4%	7%	9%	9%	9%
ROCE	14%	4%	7%	11%	13%	14%	13%
Выручка/Активы (x)	1,41x	0,98x	1,15x	1,27x	1,37x	1,41x	1,37x
Коэф. покрытия процентов (x)	10,54x	3,40x	6,03x	8,92x	11,73x	12,89x	13,00x

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
HFC	0,26%	5,8%	31,4%	38,4%	(43,2%)
S&P 500	0,4%	0,0%	3,5%	9,9%	17,1%
Russell 2000	0,0%	4,0%	10,7%	27,5%	17,8%
DJ Industrial Average	0,0%	0,1%	2,0%	9,0%	7,6%
NASDAQ Composite Index	0,03%	0,2%	7,4%	13,6%	44,0%

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка

Тикер: **ABT**
Цена акций на момент анализа: **\$107,34**
Целевая цена акций: **\$124**
Текущий потенциал роста: **16%**

Abbott Laboratories

Выручка от сегмента диагностики Abbott за третий квартал увеличилась на существенные 38,3% г/г благодаря усилению спроса на тесты для выявления у пациентов COVID-19 и антител. Высокий спрос на эту продукцию способен сохраниться до середины 2021 года. В случае повторного введения серьезных карантинных ограничений конкурентным преимуществом Abbott в секторе производства медицинского оборудования станет наличие у нее средств диагностики COVID-19.

Дополнительный доход компании способны принести продажи инновационных тестов BinaxNOW для самостоятельной диагностики на коронавирус, получивших одобрение в декабре 2020 года. Цена теста составляет \$25, а его результат сохраняется в специальном приложении, что позволяет легко предъявлять его при необходимости. Abbott способна произвести 120 млн таких тестов уже в первом полугодии. Это обеспечит ей выручку до \$3 млрд. Первые результаты продаж предыдущей версии теста BinaxNOW для использования профессионалами стоимостью \$5 будут отражены в отчетности за четвертый квартал текущего года.

Спрос на диагностику на COVID-19 останется высоким до начала масштабной вакцинации. В первом квартале прививку получают преимущественно представители групп риска по этому заболеванию. По-настоящему массовая вакцинация начнется ближе к лету будущего года.

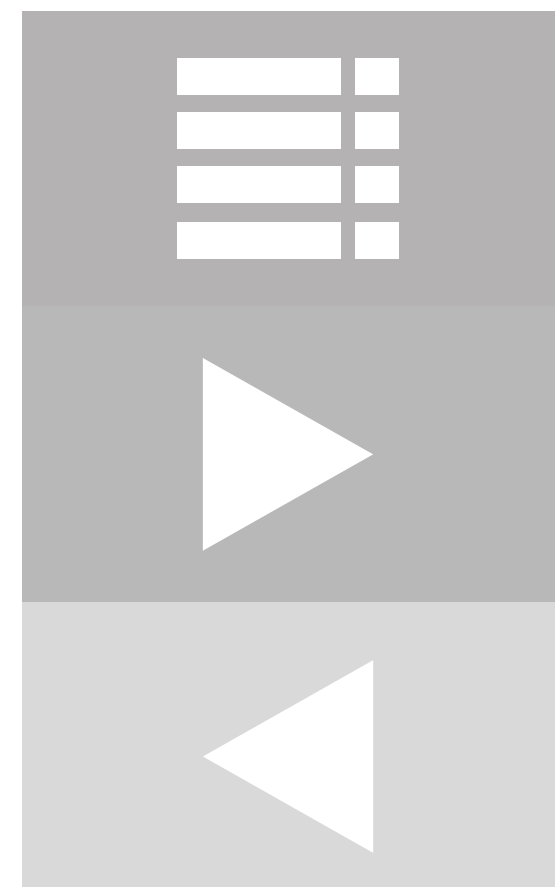
Выработка иммунитета к коронавирусу происходит в среднем за месяц, что также способствует спросу на средства для диагностики COVID-19. В случае усиления на рынке ожиданий по поводу ввода новых карантинных



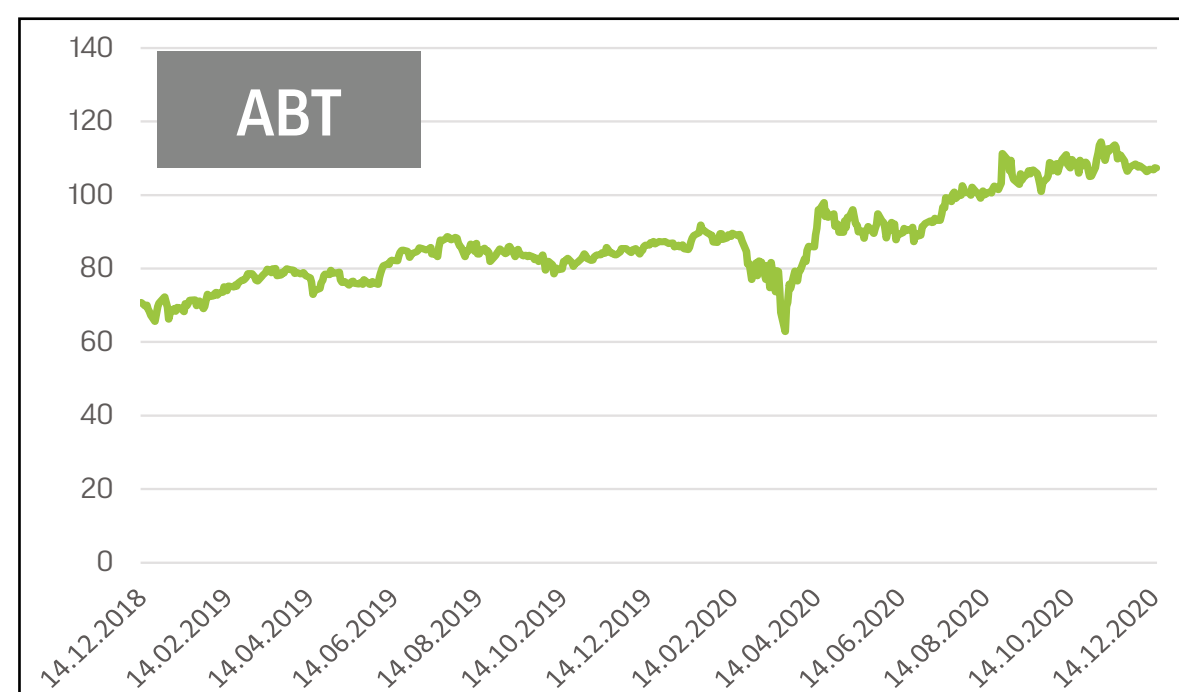
ограничений в связи с сохраняющейся высокой заболеваемостью акции ABT могут оказаться под давлением. Продажи медицинского оборудования, не предназначенного для лечения коронавирусной инфекции, вновь могут пойти вниз, если посещение врачей будет ограничено. Впрочем, пока власти не планируют масштабных локдаунов, подобных тем, что были введены весной. В этой связи можно рассчитывать на нормализацию востребованности диагностической аппаратуры в будущем году, что, безусловно, благоприятно для всех производителей медтехники.

Наша целевая цена по акции ABT на горизонте двух месяцев – \$123.

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка



Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	51%	52%	50%	52%	53%	53%	53%	53%	53%
Маржа по EBITDA	23%	24%	21%	22%	23%	23%	22%	22%	22%
Маржа по чистой прибыли	8%	12%	10%	11%	13%	13%	13%	13%	14%

Анализ коэффициентов	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	10%	13%	14%	15%	15%	15%	15%
ROA	5%	6%	7%	8%	8%	8%	9%
ROCE	8%	9%	10%	11%	11%	12%	12%
Выручка/Активы (x)	0,48x	0,54x	0,55x	0,59x	0,61x	0,63x	0,66x
Коэф. покрытия процентов (x)	5,34x	6,80x	8,45x	10,91x	12,23x	14,58x	20,73x

Акция против индексов	Неделя	Месяц	Квартал	Год
АВТ	1,0%	5,6%	1,6%	24,2%
S&P 500	0,8%	2,0%	9,3%	16,0%
Russell 2000	2,7%	9,4%	25,8%	18,4%
DJ Industrial Average	0,3%	0,7%	7,6%	6,8%
NASDAQ Composite Index	2,6%	6,2%	14,5%	43,6%

Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	30 578	31 904	33 864	38 635	39 648	42 073	44 834	47 075	48 958
Основные расходы	12 706	13 231	16 932	18 545	18 635	19 774	21 072	22 125	23 010
Валовая прибыль	15 694	16 737	16 932	20 090	21 014	22 299	23 762	24 950	25 948
SG&A	12 044	12 205	12 530	14 488	14 868	15 778	16 813	17 653	18 359
EBITDA	7 122	7 605	7 259	8 481	9 072	9 488	9 961	10 362	10 709
Амортизация	3 278	3 014	2 857	2 879	2 926	2 967	3 012	3 065	3 120
EBIT	3 844	4 591	4 402	5 602	6 145	6 521	6 949	7 297	7 589
Процентные выплаты (доходы)	624	724	729	667	526	384	362	251	90
EBT	2 873	4 077	3 673	4 935	5 619	6 137	6 587	7 046	7 499
Налоги	539	390	399	536	610	666	715	765	814
Чистая прибыль	2 334	3 687	3 274	4 399	5 009	5 471	5 872	6 281	6 685
Diluted EPS	\$1,33	\$2,06	\$1,82	\$2,43	\$2,75	\$2,98	\$3,18	\$3,37	\$3,56
DPS	\$1,16	\$1,32	\$1,44	\$1,80	\$2,02	\$2,19	\$2,34	\$2,48	\$2,62

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка

Тикер: **BIIB**
Цена акций на момент анализа: **\$244,75**
Целевая цена акций: **\$291,04**
Текущий потенциал роста: **18,91%**
Текущая дивидендная доходность: **0,00%**

Biogen Inc.

Biogen – биотехнологическая компания, разрабатывающая методики и препараты для лечения неврологических и нейродегенеративных заболеваний. В портфеле Biogen находится ряд препаратов-блокбастеров: TECFIDERA, AVONEX, TYSABRI и SPINRAZA. Пайплайн компании также довольно широк, он включает 29 исследований, три из которых находятся в третьей стадии, а два ожидают одобрения регулятора.

В 2020 году акции BIIB демонстрировали смешанную динамику. В центре внимания инвесторов были клинические испытания препарата Aducanumab для лечения болезни Альцгеймера – наиболее перспективной разработки Biogen. Доля выручки от Aducanumab может достигнуть 50% в совокупном доходе Biogen к 2025-м, приближаясь к \$8 млрд в год на пике продаж. В ноябре вопреки позитивному заключению консультационного комитета FDA исследование Aducanumab было отправлено на доработку, так как представленных доказательств эффективности препарата оказалось недостаточно для одобрения. Это спровоцировало резкий рост и последующее падение акций BIIB, в очередной раз указав уровень потенциальной цены BIIB при получении долгожданного одобрения Aducanumab.

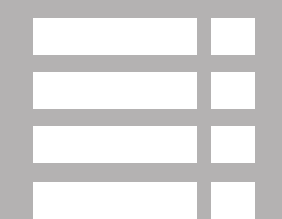
Заседание, на котором FDA будет знакомиться с доработанными материалами исследования, назначено на 7 марта 2021 года. Мы оцениваем вероятность одобрения Aducanumab в 50%. При этом заложенная в текущих котировках вероятность этого близка к нулю, поэтому цена BIIB может расти перед заседанием в ожидании положительного решения регулятора. Основной риск для Biogen заключается в истечении патентов ее существующих блокбастеров. Патент на Avonex истек в 2013 году, с тех пор

выручка от его продаж падает из-за наличия конкурирующих аналогов. Эксклюзивные права на продажу Spinraza истекают в 2023 году, что также грозит компании потерей доли рынка и снижением выручки. Неприятным сюрпризом стала потеря компанией этим летом эксклюзивных прав на Tecfidera по решению суда. Выручка от продажи Tecfidera уже начала снижаться из-за конкуренции с дженериками.

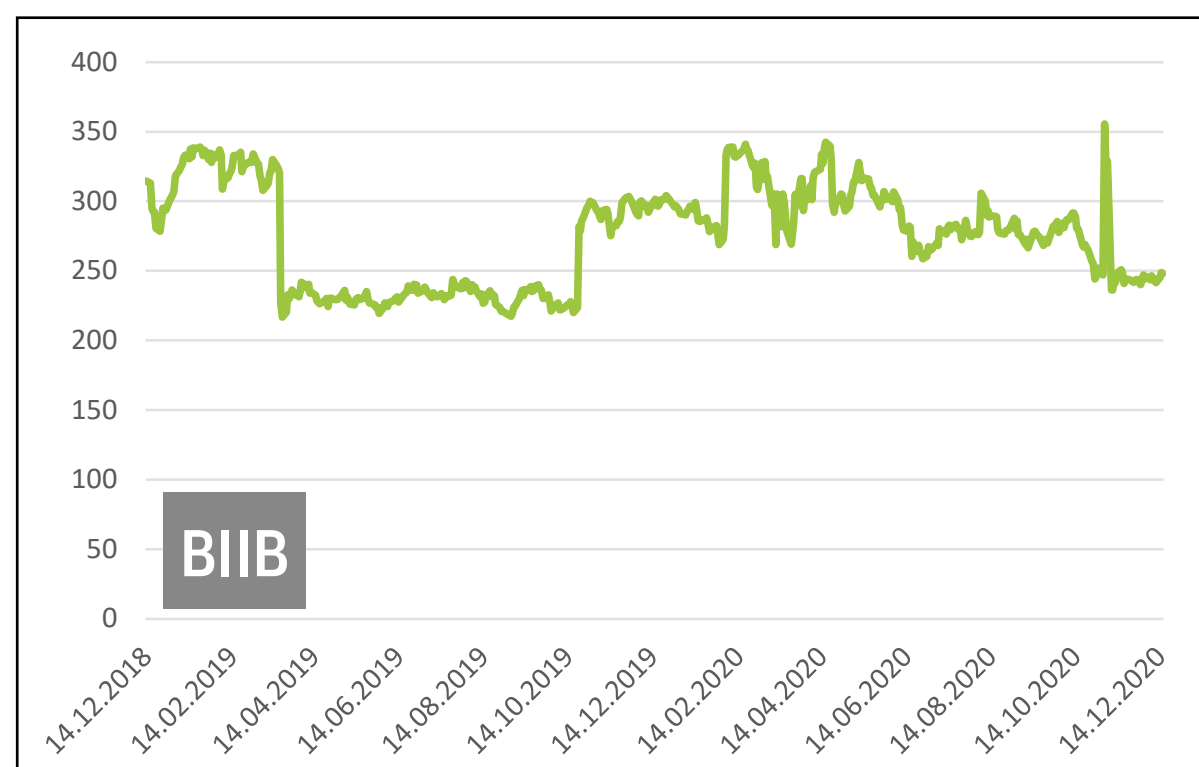
Получение Biogen разрешения на продажу Aducanumab в долгосрочной перспективе компенсирует снижение выручки от потерянных патентов, что повышает значимость мартовского заседания FDA.

Наша целевая цена акций BIIB на 2021 год – \$291, потенциал роста – 18,9%.

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	12 053	12 714	13 931	12 153	12 035	12 472	13 384	14 257	14 197
Основные расходы	2 198	2 420	2 652	2 313	2 291	2 374	2 547	2 714	2 702
Валовая прибыль	9 855	10 294	11 280	9 840	9 744	10 098	10 836	11 544	11 495
SG&A	4 693	4 465	5 373	4 687	4 642	4 810	5 162	5 687	5 663
EBITDA	5 813	6 294	6 369	5 646	5 619	5 827	6 237	6 444	6 447
Амортизация	651	465	462	493	517	539	562	588	616
EBIT	5 163	5 829	5 907	5 153	5 103	5 288	5 675	5 856	5 832
Процентные выплаты (доходы)	88	67	168	60	(48)	(99)	(171)	(302)	(347)
EBT	5 900	7 126	5 739	5 093	5 151	5 387	5 845	6 159	6 179
Налоги	1 426	1 158	1 205	1 069	1 082	1 131	1 228	1 293	1 298
Чистая прибыль	4 431	5 968	4 533	4 023	4 069	4 256	4 618	4 865	4 881
Dilluted EPS	\$21,58	\$31,42	\$25,96	\$24,85	\$27,59	\$31,72	\$38,27	\$45,51	\$52,27
DPS	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$-0,00

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	82%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%	81%
Маржа по EBITDA	48%	50%	46%	46%	47%	47%	47%	45%	45%
Маржа по чистой прибыли	37%	47%	33%	33%	34%	34%	35%	34%	34%

Анализ коэффициентов	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	29%	20%	17%	15%	14%	13%	11%
ROA	15%	11%	10%	10%	10%	9%	9%
ROCE	23%	16%	15%	14%	13%	12%	11%
Выручка/Активы (x)	0,41x	0,32x	0,29x	0,27x	0,26x	0,26x	0,24x
Коэф. покрытия процентов (x)	22,92x	19,99x	22,55x	23,37x	25,07x	34,20x	34,05x

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
BIIB	(0,3%)	(0,9%)	3,6%	(10,2%)	(17,2%)
S&P 500	0,1%	0,1%	3,4%	8,1%	17,1%
Russell 2000	0,0%	3,5%	11,6%	24,6%	16,7%
DJ Industrial Average	0,0%	0,6%	3,1%	7,6%	7,7%
NASDAQ Composite Index	0,7%	(0,1%)	5,3%	10,7%	43,1%

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка

Тикер: **BA**
Цена акций на момент анализа: **\$232,06**
Целевая цена акций: **\$306,1**
Текущий потенциал роста: **31,9%**
Текущая дивидендная доходность: **1,8%**

Boeing

До двух катастроф с участием флагманской модели Boeing 737 MAX в 2018 году ежегодный объем поставок авиаконцерна составлял около 760 бортов в год. В прошлом году поставки 737 MAX упали с 580 до 112, а по итогам текущего года это число едва ли дотянет до 50. Запрет на эксплуатацию лайнеров данной модели усугубил фактор пандемии, который на сегодня остается краткосрочным риском для компании. Ключевые клиенты Boeing – американские авиаперевозчики – зафиксировали максимальные финансовые потери за всю историю отрасли.

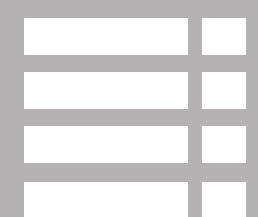
В ноябре корпорация получила сертификат, разрешающий полеты 737 MAX. Авиакомпании стали увеличивать объемы заказов и возвращать уже имеющиеся у них самолеты этой модели в эксплуатацию. Крупнейший региональный авиаперевозчик Европы Ryanair подписал с Boeing контракт на поставку 75 новых 737 MAX, увеличив портфель заказов до 210. United Airlines получила первый самолет, до конца года ей будут поставлены еще семь 737 MAX. Southwest Airlines, у которой самый большой парк лайнеров этой модели, намерена вернуть данные самолеты в эксплуатацию в 2021 году. Усиление спроса связано, в частности, с ожиданием глобальной прививочной кампании для предотвращения дальнейшего распространения COVID-19.

Свыше 30% доходов Boeing получает за счет оборонных заказов, выручка от них помогает корпорации оставаться на плаву в трудные времена. Правительство поддерживает цепочки поставок в этой индустрии для нужд правительства и для помощи стратегически важным компаниям. На этом фоне выручка Boeing от заказов для оборонных нужд снизилась всего на 3%.



Стартовавшая вакцинация и получение разрешения на возобновление эксплуатации лайнеров модели 737 MAX обеспечат акции Boeing драйвером роста в 2021 году. Компания будет получать доход от продаж и обслуживания своих самолетов. В оценочную модель мы заложили WACC на уровне 7,2% и постпрогнозные темпы повышения показателя – 2%. Потенциал роста акции Boeing – 32%, рекомендация – «покупать».

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Выручка	93 392	101 127	76 559	59 882	59 887	99 083	103 250	107 473	2 667
Основные расходы	-76 066	-81 490	-72 093	-59 871	-51 025	-84 421	-87 972	-91 570	267
Валовая прибыль	17 326	19 637	4 466	11	8 862	14 662	15 278	15 903	2 400
SG&A	-4 094	-4 567	-3 909	-4 068	-4 068	-6 731	-7 014	-7 301	1 179
EBITDA	12 347	14 101	296	-4 355	4 643	6 082	6 235	6 390	825
Амортизация	2 069	2 114	2 271	2 206	2 206	2 206	2 206	2 206	159
EBIT	10 278	11 987	-1 975	-6 561	2 437	3 876	4 029	4 184	667
Процентные выплаты (доходы)	-360	-475	-722	-2 207	-2 364	-2 521	-2 678	-2 835	0
EBT	9 918	11 512	-2 697	-8 768	73	1 355	1 351	1 349	667
Налоги	-1 850	-1 144	1 623	3 816	-94	-453	-452	-452	180
Чистая прибыль	8 197	10 460	-636	-4 476	243	1 167	1 164	1 163	487
Dilluted EPS	\$13,42	\$17,87	\$-1,12	\$-7,90	\$0,43	\$2,06	\$2,06	\$2,05	\$6,48
DPS	\$5,60	\$6,74	\$8,19	\$2,04	\$0,20	\$0,95	\$0,94	\$0,94	\$-0,00

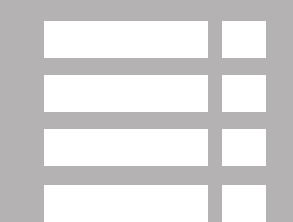
Маржинальность, в %	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	19%	19%	6%	0%	15%	15%	15%	15%	90%
Маржа по EBITDA	13%	14%	0%	-7%	8%	6%	6%	6%	31%
Маржа по чистой прибыли	9%	10%	-1%	-7%	0,4%	1%	1%	1%	18%

Анализ коэффициентов	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	8%	27%	-1%	-5%	-5%	-4%	15%
ROA	0%	-3%	0,2%	1%	1%	1%	8%
ROCE	-40%	-24%	7%	16%	11%	8%	28%
Коэф. покрытия процентов (x)	-2,74x	-2,97x	1,03x	1,54x	1,50x	1,48x	0,66x
Выручка/Активы (x)	0,57x	0,41x	0,41x	0,61x	0,65x	0,69x	0,00x

Акция против индексов	Неделя	Месяц	Квартал	Год
BA	3,7%	29,4%	44,3%	(33,9%)
S&P 500	0,1%	3,4%	8,1%	17,1%
Russell 2000	3,5%	11,6%	24,6%	16,7%
DJ Industrial Average	0,6%	3,1%	7,6%	7,7%
NASDAQ Composite Index	(0,1%)	5,3%	10,7%	43,1%



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка

Тикер: **SMAR**
Цена акций на момент анализа: **\$71,89**
Целевая цена акций: **\$90**
Текущий потенциал роста: **25,2%**
Текущая дивидендная доходность: **0%**

Smartsheet

Smartsheet предоставляет облачное программное обеспечение для управления совместной работой офисов, рабочими процессами и проектами. Приложения Smartsheet помогают сотрудникам работать слаженно и эффективно, независимо от их локации, в том числе благодаря интеграции продуктов компании со множеством других популярных бизнес-приложений от Salesforce, Microsoft и Google. Акции SMAR, на наш взгляд, идеально подходят для ставки на ускорение глобальной цифровизации бизнеса и сохранение тренда на перевод сотрудников из офисов на удаленный режим занятости. Около 80% выручки компании генерируется США, поэтому мы видим высокий потенциал развития продуктов Smartsheet на глобальном рынке.

Капитализация Smartsheet относительно невысока – меньше \$8,5 млрд. Компания пока не пользуется избыточным спросом со стороны инвесторов, поэтому не перекуплена. Ранее компания сталкивалась с операционными проблемами и волатильностью финансовых результатов. После публикации квартальной отчетности в июне и сентябре ее акции корректировались. Последняя на сегодня отчетность вышла 7 декабря, по ее итогам появилась уверенность, что главные трудности компании позади. Менеджмент объявил о завершении перехода со старой серверной инфраструктуры на новую облачную, что должно увеличить надежность продуктов компании. Кроме того, Smartsheet зафиксировала резкое усиление спроса со стороны крупного бизнеса, о чем свидетельствует увеличение числа клиентов с годовой стоимостью контракта свыше \$100 тыс. на 81% г/г. Во время конференц-звонка с инвесторами генеральный директор Марк Мадер заявил, что теперь не только малые и средние, но также и крупные потенциальные клиенты Smartsheet начинают искать решения, которые легко настроить под определенные задачи и развернуть быстро. Такой набор продуктов и предоставляет Smartsheet. Например, Delivery Hero

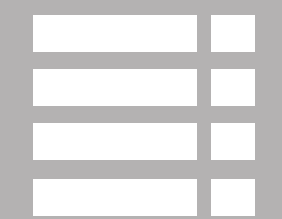
недавно заключила контракт со Smartsheet для создания универсального решения, которое позволит команде работать более эффективно и стимулировать развитие сервиса более чем в 400 городах.

Прогнозы менеджмента на следующий квартал мы оцениваем позитивно. Ожидается рост выручки в пределах 30–31% с операционным убытком на уровне \$16–18 млн. Несмотря на убыточность, у Smartsheet есть более \$420 млн ликвидных активов и отсутствует долг. Получать положительный свободный денежный поток компания начнет уже в 2022 году. Важным аспектом повышения инвестиционной привлекательности стало недавнее назначение нового финансового директора, что исключило краткосрочные операционные риски.

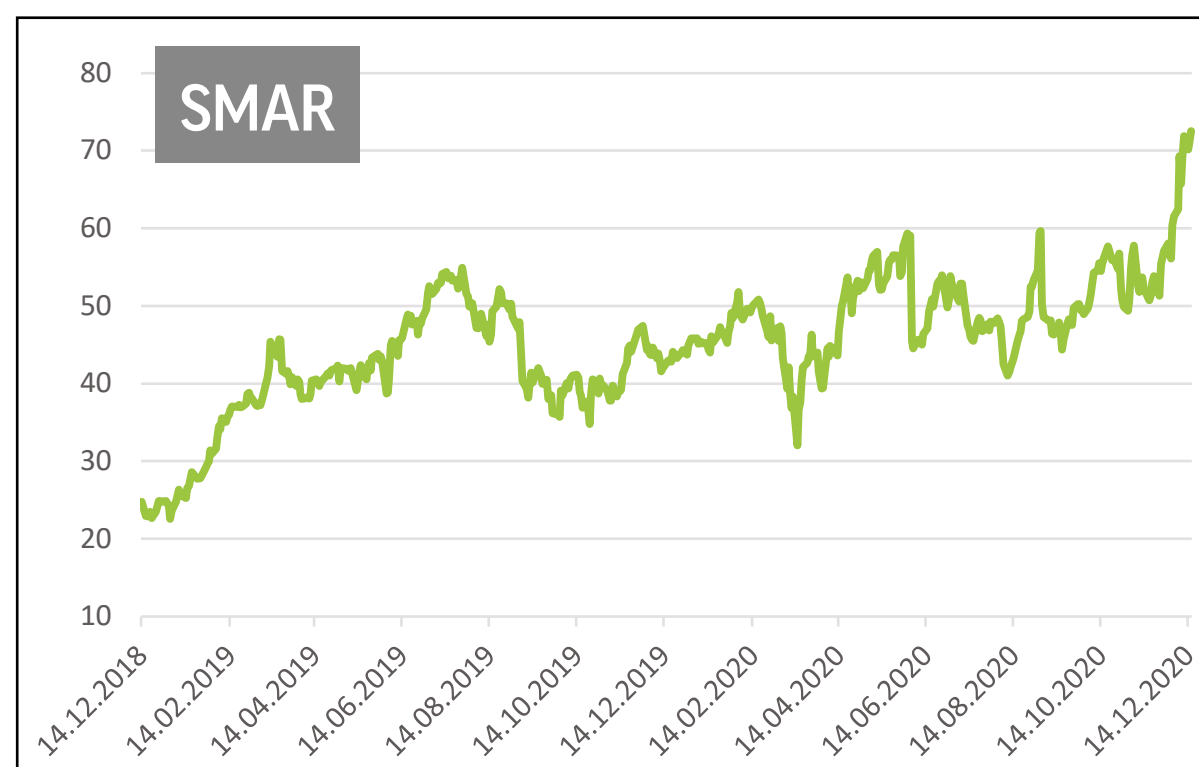
Smartsheet обладает долгосрочными перспективами развития. Кроме того, относительно небольшая рыночная капитализация и привлекательные для клиентов продукты, позволяющие достигать эффект синергии, делают Smartsheet выгодной целью для поглощения стратегическим покупателем. Премия к рыночной оценке в этом случае может составить 30–40%. Целевая цена по акциям SMAR на горизонте года – \$90, потенциал роста – около 25%.



Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Инвестиционные идеи на 2021 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	111	178	271	378	489	628	803	1 003	1 244
Основные расходы	22	34	53	72	91	113	141	171	206
Валовая прибыль	90	144	218	306	398	515	662	832	1 038
SG&A	139	199	322	359	440	534	658	793	945
EBITDA	-45	-47	-82	-29	-4	32	70	125	200
Амортизация	4	8	21	24	37	51	66	85	107
EBIT	-49	-55	-104	-53	-42	-19	4	40	93
Процентные выплаты (доходы)	0	-1	-8	-12	-12	-11	-11	-12	-13
EBT	-49	-54	-96	-41	-30	-8	15	51	106
Налоги	0	0	0	0	0	0	3	11	22
Чистая прибыль	-49	-54	-96	-41	-30	-8	12	41	83
Dilluted EPS	\$-0,53	\$-0,65	\$-0,85	\$-0,34	\$-0,24	\$-0,06	\$0,08	\$0,26	\$0,49
DPS	\$2,18	\$2,37	\$2,43	\$2,14	\$2,91	\$3,23	\$3,89	\$4,36	\$4,95

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	81%	81%	80%	81%	81%	82%	82%	83%	83%
Маржа по EBITDA	-40%	-27%	-30%	-8%	-1%	5%	9%	12%	16%
Маржа по чистой прибыли	-44%	-30%	-35%	-11%	-6%	-1%	1%	4%	7%

Анализ коэффициентов	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	Не значимо						
ROA	-17%	-5%	-4%	-1%	1%	4%	7%
ROCE	-28%	-9%	-7%	-3%	1%	5%	11%
Выручка/Активы (x)	0,34x	0,47x	0,58x	0,70x	0,80x	0,88x	0,93x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x

Акция против индексов	Неделя	Месяц	Квартал	Год
SMAR	16,8%	34,9%	55,2%	67,6%
S&P 500	(1,0%)	2,5%	9,7%	16,6%
Russell 2000	1,0%	10,1%	27,7%	17,1%
DJ Industrial Average	(0,6%)	2,2%	8,6%	7,6%
NASDAQ Composite Index	(0,7%)	5,0%	14,0%	43,0%

Итоговый
инвестиционный
обзор
за 2020 год
19 декабря
www.ffin.ru



Центральный офис

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15, этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити (м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru



Офисы

Архангельск

+7 (8182) 457-770
пл. Ленина, 4, 1 этаж
arhangelsk@ffin.ru

Астрахань

+7 (8512) 990-911
ул. Кирова, д. 34
astrakhan@ffin.ru

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65
ул. Молодежная, 26
barnaul@ffin.ru

Владивосток

+7 (423) 279-97-09
ул. Фонтанная, 28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05
пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Воронеж

+7 (473) 205-94-40
ул. Карла Маркса, 67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68
ул. Сакко и Ванцетти, 61
+7 (343) 351-09-90
ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Ижевск

+7 (3412) 278-279
ул. Пушкинская д. 277
БЦ «Парус Плаза»
safin@ffin.ru

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02
ул. Киевская, 2
(вход с ул. Карла Маркса)
irkutsk@ffin.ru

Казань

+7 (843) 249-00-51
ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Калининград

+7 (4012) 92-08-78
пл. Победы, 10
БЦ «Кловер», 1 этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75
пр-т Октябрьский, 2 Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemerovo@ffin.ru

Краснодар

+7 (861) 203-45-58
ул. Кубанская Набережная, 39/2
ТОЦ «Адмирал»
krasnodar@ffin.ru

Красноярск

+7 (391) 204-65-06
пр-т Мира, 26
krasnoyarsk@ffin.ru

Липецк

+7 (4742) 50-10-00
ул. Гагарина, 33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777
пр-т Хасана Туфана, д. 26
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92
ул. Короленко, 29, офис 414
nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20
пр-т Н.С. Ермакова, 1, корп. 2,
офис 118
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05
ул. Советская, 37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск

+7 (3812) 40-44-29
ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Оренбург

+7 (3532) 48-66-08
ул. Чкалова, 70/2
orenburg@ffin.ru

Пермь

+7 (342) 255-46-65
ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54
БЦ Форте,
пр. Буденновский, д. 62/2
rostovnadonu@ffin.ru

Самара

+7 (846) 229-50-93
Ульяновская улица, 45
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44
Басков переулок, 2, стр. 1
spb@ffin.ru

Сочи

+7 (862) 300-01-65
ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов

+7 (845) 275-44-40
ул. им. Вавилова Н.И., 28/34
saratov@ffin.ru

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22
ул. Ленина, 219,
(Бизнес-центр)
3 этаж, офис 277,
stavropol@ffin.ru

Тольятти

+7 (848) 265-16-41
ул. Фрунзе, 8
ДЦ PLAZA, офис 909
tolyatti@ffin.ru

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50
ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Ульяновск

+7 (842) 242-52-22
ул. Карла Либкнехта, 24/5А, оф. 77
Бизнес центр «Симбирск», 7 этаж
ulyanovsk@ffin.ru

Уфа

+7 (347) 211-97-05
ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Челябинск

+7 (351) 799-59-90
ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец

+7 (8202) 49-02-86
ул. Ленина, 54 Г
cherepovets@ffin.ru

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90
ул. Свободы, 34, 1 этаж,
yaroslavl@ffin.ru

