

# Стратегия на II полугодие 2024 г.



**Александр Угрюмов**

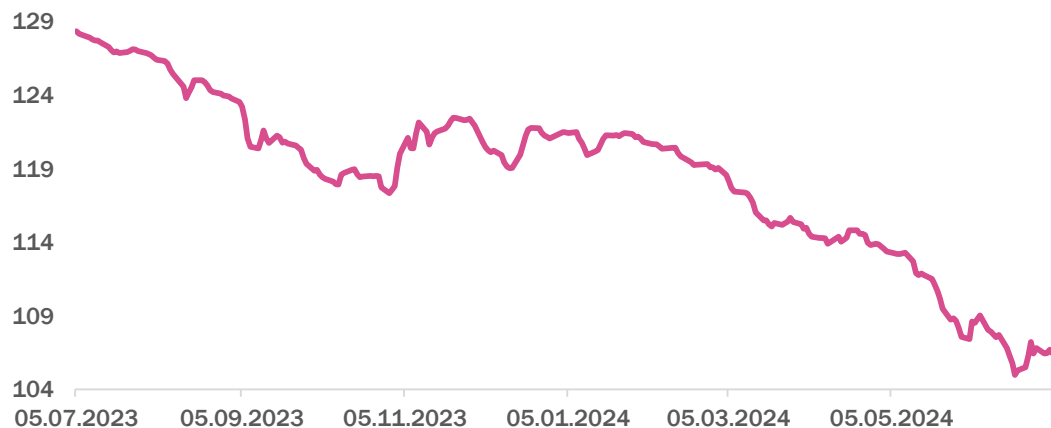
Начальник Отдела анализа финансовых рынков  
КИТ Финанс (АО)

# Текущая ситуация на рынках РФ

## Динамика индекса Мосбиржи



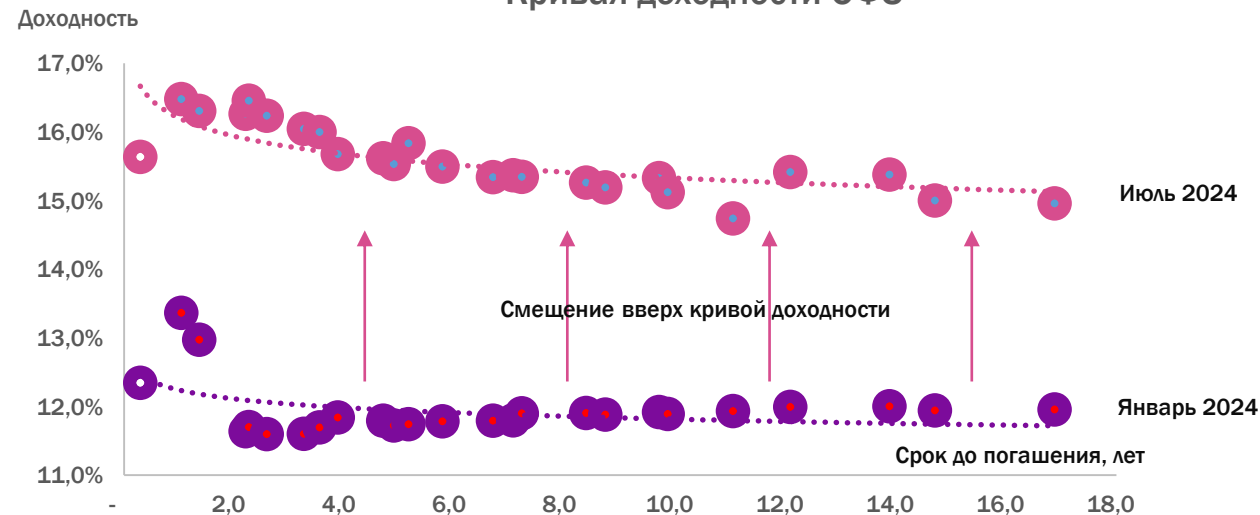
## Динамика индекса RGBI



Источник данных: Мосбиржа, Cbonds, расчеты КИТ Финанс;

- В 1 - й половине 2024 года индекс МосБиржи достигал уровня 3520 пунктов. В конце мая на рынке началась коррекция, которая продолжилась в июне, в результате чего индекс МосБиржи достиг уровня 3000 пунктов. Данная коррекция была обусловлена сочетанием нескольких факторов: а) Увеличение налоговой нагрузки на бизнес, которая снижает чистую прибыль компаний на 5%; б) Усиление ожиданий по повышению ключевой ставки ЦБ до уровня 17-18% на ближайшем заседании в июле; в) Отток ликвидности из акций в другие инструменты; г) Укрепление рубля к доллару до уровня \$82 в результате санкций на НКЦ; д) Отмена дивидендов Газпромом; е) Продажи акций нерезидентами после санкций на ММВБ и НРД;
- Наши ожидания на 2 - ю половину 2024 года. Мы считаем, что индекс МосБиржи может достичь уровня 3300 пунктов, но вряд ли поднимется выше него. Мы отмечаем ряд факторов, которые будут влиять на рынок: 1) Дивидендный сезон; 2) Отток ликвидности; 3) Умеренная девальвация рубля к концу 2024 года до уровня \$92-94;
- Облигационный рынок. Индекс RGBI упал на 13% с начала года, достигнув отметки 104,97 пунктов. Кривая доходности ОФЗ при этом показала смещение вверх порядка 330 - 350 б.п. по всей кривой. Данное снижение рынка облигаций обусловлено двумя факторами: 1) Изменением прогнозов по динамике ключевой ставки. Если в начале года были ожидания по ее снижению к концу года до уровня 12-13%, то сейчас на повестке ее повышение до 17 - 18%; 2) Размещения ОФЗ. План Минфина на 2024 год - 4 трлн рублей против 2,8 трлн рублей в 2023 году. Наши ожидания на 2-ю половину 2024 года – рост доходностей до уровня 16% в базовом сценарии и до уровня 17% в случае повышения ставки на ближайшем заседании ЦБ до 18%.

## Кривая доходности ОФЗ

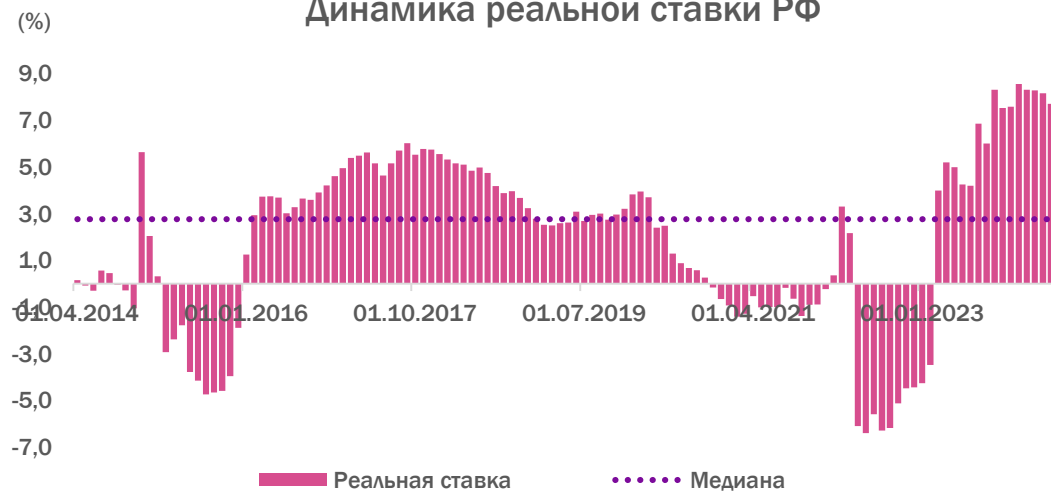


## Динамика ключевой ставки и инфляции РФ



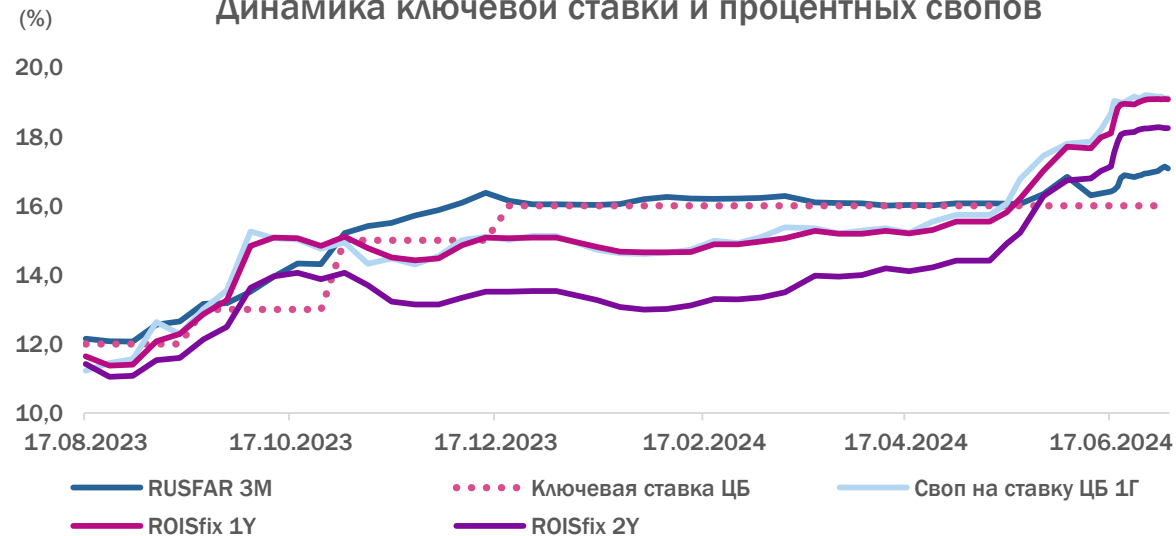
- В начале 2024 года рынок закладывал старт снижения ключевой ставки ЦБ в июне-июле с 16% до 11% к концу года. ЦБ в 1-м квартале 2024 года в своих прогнозах ориентировался на среднюю ключевую ставку за год в диапазоне 13,5 - 15,5%. Средняя инфляция по году ожидалась в диапазоне 4 - 4,5%. Но к июню инфляция разогналась с 7,42% (в январе) до 8,3%, при этом показатель сезонно-сглаженной инфляции (SAAR) ускорился до 10 - 11% в мае после 5,8% в апреле и 5,7% в среднем за 4 месяца 2024 года. ЦБ РФ в обновленном макропрогнозе в апреле, повысил таргет по средней инфляции по году до 4,3 - 4,8%, по средней ставке ожидания сместились до 15 - 16%. Уже с апрельского заседания рассматривался вариант повышения ставки до 17%. По словам представителей ЦБ на июльском заседании будет рассмотрен вопрос повышения ставки до 17 - 18%.
- В июле ключевым фактором ускорения инфляции станет индексация тарифов ЖКХ (в среднем по стране на 9,8%) и самое большое за последние 10 лет увеличение внутренних цен на газ. Также дополнительными проинфляционными рисками могут стать потери урожая из-за погодных условий в мае. Представитель ЦБ Алексей Заботкин недавно заявил, что по его мнению пик годовой инфляции в РФ будет достигнут в июле, затем ее снижение в сентябре. ЦБ рассчитывает вернуться к цели по инфляции 4% в середине 2025 года.
- Значения RUONIA Overnight Interest Rate Swap (индикативная ставка (фиксинг) по операциям процентный своп на ставку RUONIA) на срок 1 год и 2 года, резко превысили значение ключевой ставки = 16%, достигнув отметок > 18%. Чего не было с октября 2023 года. При этом 3-х месячный RUSFAR (рассчитывается на основании сделок и заявок на заключение сделок РЕПО с Центральным контрагентом) достиг значения 17%, что также говорит о вероятном повышении ставки. Суммируя все это, мы ожидаем в базовом сценарии повышение ключевой ставки до 17-18% на ближайшем заседании в июле со снижением в 1-м полугодии 2025 года до 16%. В пессимистичном сценарии - повышение до 17-18% в июле, затем повышении в 4-м квартале 2024 года на 0,5%, без понижения до 2-ого полугодия 2025 года.

## Динамика реальной ставки РФ



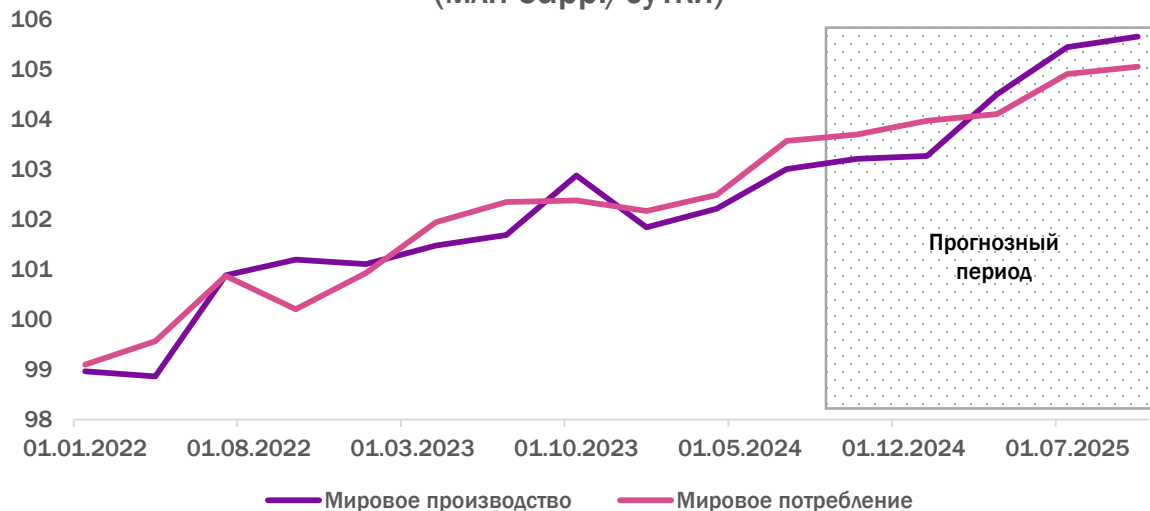
Источник данных: Cbonds, расчеты КИТ Финанс;

## Динамика ключевой ставки и процентных свопов

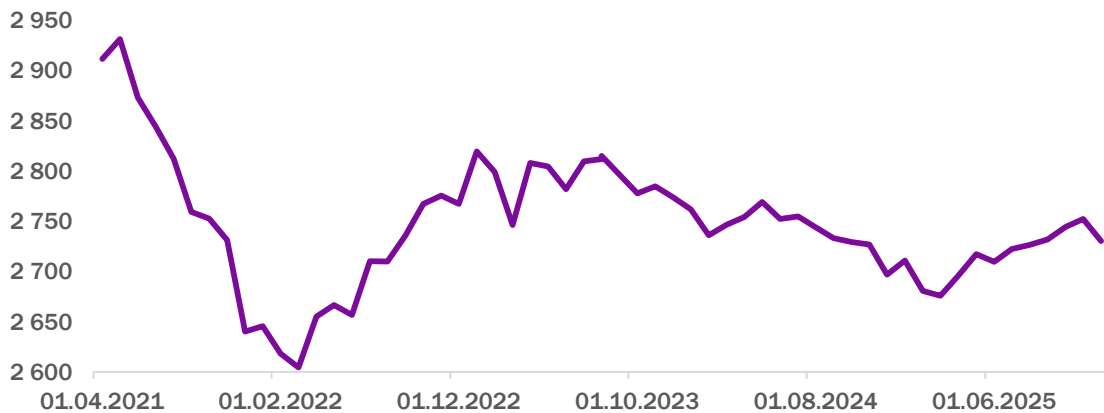


# Ситуация на мировом рынке нефти

## Прогноз глобального производства и потребления нефти (млн барр./сутки)



## Прогноз мировых запасов нефти и дистиллятов

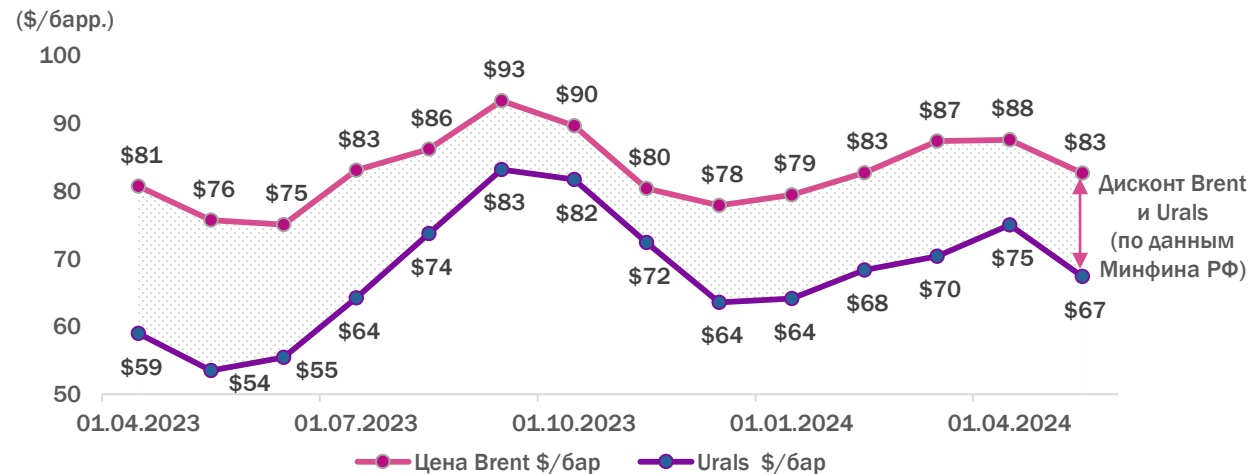


Источник данных: EIA, Минфин РФ, расчеты КИТ Финанс;

— Мировые запасы нефти сократились на 0,3 млн барр./сутки в 1 - й половине 2024 года и ожидается, что они снизятся на 0,6 млн б/с с 3 - го квартала 2024 года по 1 - й квартал 2025 года. После начала поэтапного отказа от добровольного сокращения ОПЕК+ в 4 - ом квартале 2024 года ожидается, что рост мирового предложения нефти перевесит рост спроса. В первую очередь, это произойдет за счет роста добычи за пределами ОПЕК+ (в США, Канаде, Бразилии и Гайане), где увеличение предложения нефти составит примерно 2,0 млн барр./сутки в 2024 году. В 2025 году мировая добыча увеличится на 2,2 млн барр./сутки из-за постепенного отказа от добровольного сокращения добычи ОПЕК+ и роста добычи не входящих в ОПЕК+ стран. Мировое потребление увеличится на 1,1 млн барр./сутки в 2024 году и на 1,5 млн барр./сутки в 2025 году за счет спроса со стороны Китая и Индии. По оценкам EIA, цены на нефть вырастут в среднем до \$87 за баррель в 4 - м квартале 2024 года и до \$88 за баррель в 1 - м квартале 2025 года. В 2025 году из-за роста запасов в течение года прогнозируется постепенное снижение цены на нефть марки Brent до \$83 за баррель к 4-му кварталу 2025 года.

— Ситуация с российской нефтью. Как отмечают западные аналитики, российские экспортёры успешно обходят санкции и продают нефть марки Urals выше установленного потолка \$60 за баррель. Озвученная Минфином РФ средняя цена Urals за 1 - е полугодие 2024 года составила \$69 за баррель. С текущим дисконтом наша нефть по-прежнему дешевле для индийских нефтепереработчиков, чем конкурирующие поставки из таких стран, как Саудовская Аравия. На этом фоне поставки в Индию нефти Urals в июне обновили исторический максимум, достигнув 1,6 млн барр./сутки. По данным Kpler импорт нефти Китаем по ВСТО в марте 2024 года достиг рекордных 28,7 млн баррелей. Нарастивать покупки стали азиатские покупатели, так как в июне нефть марки ВСТО торговалась с дисконтом \$2 за баррель к котировкам Dubai (основной азиатский сорт), тогда как сорта нефти Arab Light торговались с премией около \$4 за баррель. По данным Argus, цены на Urals FOB в июне 2024 года находились в диапазоне \$67,5 - 67,7 за баррель, а дисконт к сорту Brent упал ниже \$15 за баррель. **На наш взгляд, благодаря росту цен на нефть марки Brent до среднего уровня \$87 за баррель и спросу на нашу нефть, средняя цена Urals во 2 - м полугодие 2024 года может составить \$71 - 72 за баррель.**

## Динамика среднемесячных цен сортов Brent и Urals



# Основные макропоказатели и параметры бюджета

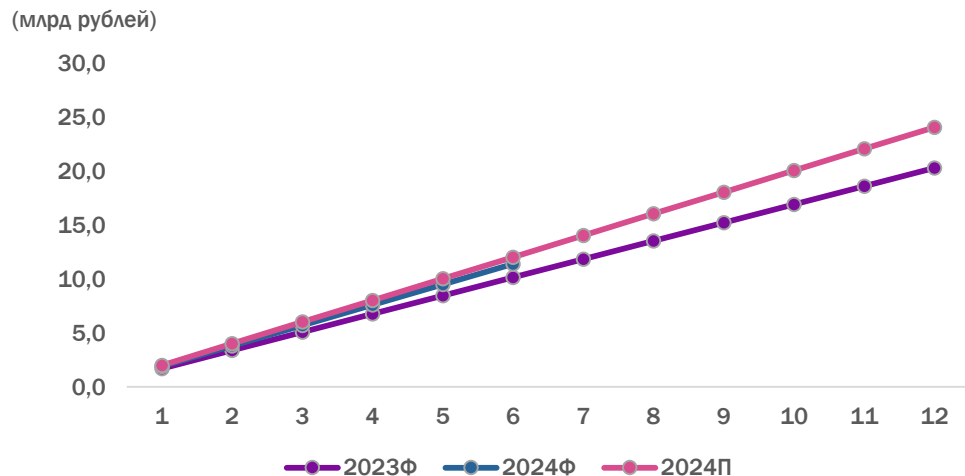
Основные макропоказатели	2022	2023	2024	2025	2026
ИПЦ, г/г (%)	13,8	5,9	6,9	4,5	4
Ключевая ставка (%)	10,6	9,9	14,9	10,4	8,1
ВВП, г/г (%)	-1,2	3,6	2,1	1,7	1,6
Баланс консолидированного бюджета (% ВВП)	-1,4	-2,3	-1,3	-1	-1
Экспорт товаров и услуг (млрд долл. США в год)	641	465	478	482	490
Импорт товаров и услуг (млрд долл. США в год)	347	379	385	395	409
Курс USD/RUB (в среднем за год)	67,4	85,2	92,9	95,9	98
Цена на нефть марки Brent (\$ за баррель, в среднем за год)	99	82	85	80	75
Цена на нефть марки Urals (\$ за баррель, в среднем за год)	79	63	65	65	65

Источник данных: ЦБ РФ, расчеты КИТ Финанс;

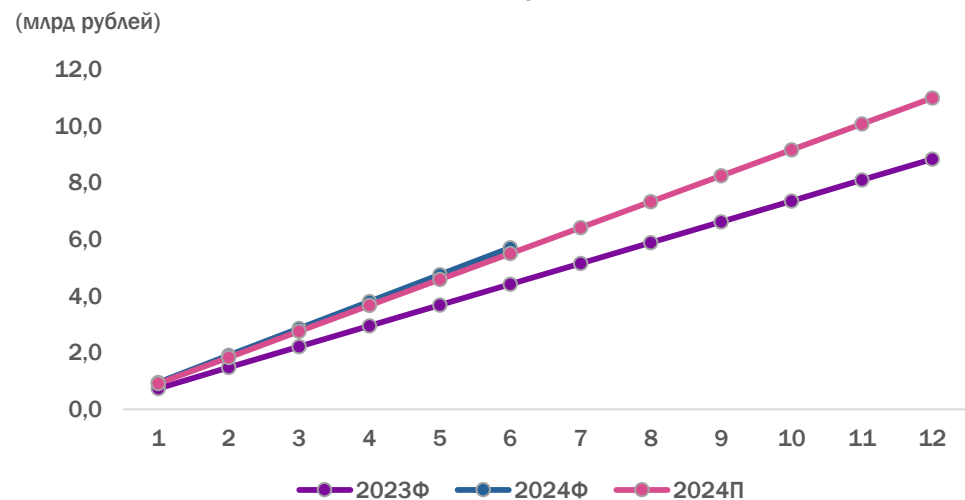
- Госдума приняла в июне в первом чтении поправки в федеральный бюджет на 2024 год. Поправки вносят изменения в ряд показателей, утвержденных на 2024 год, которые связаны с реализацией послания Президента РФ Владимира Путина Федеральному собранию РФ от 29 февраля 2024 года.
  - Предлагается повысить дефицит бюджета до 2,12 трлн рублей (1,1% ВВП) с текущих 1,6 трлн рублей (0,9% ВВП).
  - Общий объем доходов бюджета на 2024 года планируется уменьшить на 2,8 млрд рублей до 35,06 трлн рублей (18,3% ВВП).
  - Расходы увеличатся на 522 млрд рублей до 37,2 трлн рублей (19,4% ВВП).
  - Нефтегазовые доходы в 2024 году скорректируются вниз на 519 млрд рублей до 10,985 трлн рублей. Снижение ожидаемых нефтегазовых доходов связано с сокращением ожидаемых поступлений по налогу на дополнительный доход (НДД) от добычи углеводородного сырья и НДС на природный газ. Напомним, что Минэк в апреле 2024 года снизил прогноз по средней цене марки Urals до \$65 за баррель в период с 2024 по 2027 годы.
  - Ненефтегазовые доходы в 2024 году корректируются вверх на 516,2 млрд до 24,07 трлн рублей.
- Согласно свежему макро опросу ЦБ, были обновлены ключевые показатели.
  - По обновленным прогнозам инфляция за 2024 год составит 5,5% (до этого таргет был 5,2%) и вернется к таргету 4% в 2025 году.
  - Изменен прогноз по траектории ключевой ставки. Он повышает вверх ожидания по средней ключевой ставке по 2024 году до 15,9% (рост на 1%), до 12,4% в 2025 году (рост на 2%), до 9,4% в 2026 году (рост на 1,3%). Медианная нейтральная ставка составит 7,5% (рост на 0,5%).
  - Повышены прогнозные темпы роста ВВП в 2024 году до 2,9% (рост на 0,8%). В 2025-2026 гг темпы роста ВВП составят 1,6-1,7%.
  - Уровень безработицы в 2024 году снизится до 2,8% и составит 3% в 2025 году. Увеличиваются темпы роста номинальных зарплат до 12,8% в 2024 году (рост на 2,5%) и на 7,8% в 2025 году.
  - Экспорт составит 479 млрд долл. в 2024 году, 486 млрд долл. в 2025 году и 490 млрд долл. в 2026 году. Импорт составит 383 млрд долл. в 2024 году, 395 млрд долл. в 2025 году и 404 млрд долл. в 2026 году.
  - Прогноз по курсу доллара на 2024 год - 92,3 рублей за долл., на 2025 год — 96,2 рублей за долл., на 2026 год — 98,3 рублей за долл.
  - Цена нефти марки Brent в среднем за 2024 год нефть \$84 за баррель, \$80 за баррель в 2025 году и \$75 за баррель в 2026 году.

# Параметры бюджета: доходы и расходы

## Динамика нефтегазовых доходов

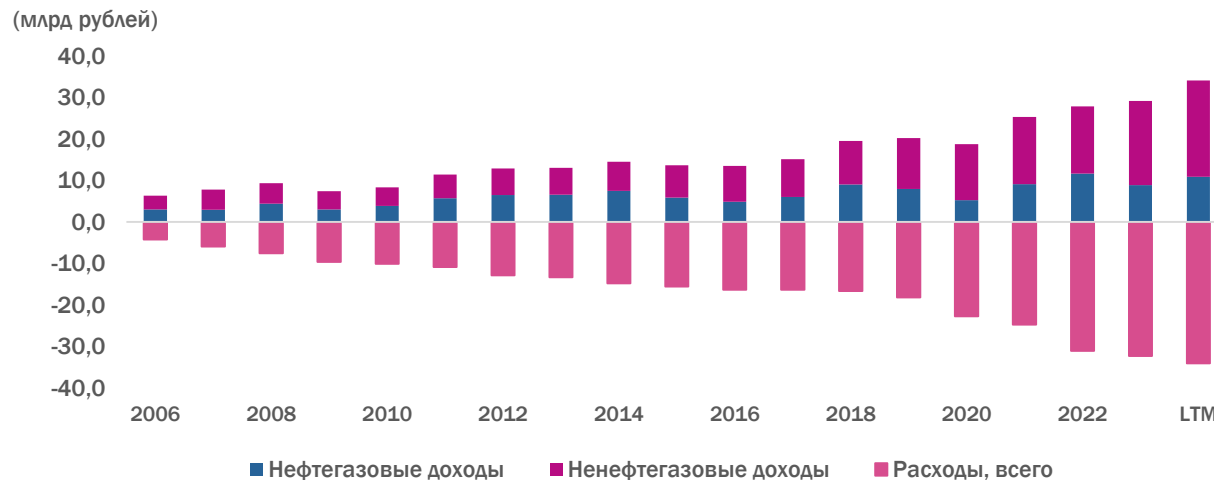


## Динамика нефтегазовых доходов



- По предварительной оценке, объем доходов федерального бюджета за 1-е полугодие 2024 года составил 17,1 трлн рублей, что на 30% выше объема поступления доходов в аналогичном периоде 2023 года, при этом прогноз общего объема доходов бюджета на 2024 год пересмотрен вниз на 2,8 млрд рублей до 35,06 трлн рублей.
  - Нефтегазовые доходы за 1-е полугодие 2024 года составили 11,4 трлн рублей, показав рост >20% г/г. Поступления оборотных налогов, включая НДС, по итогам отчетного периода превысили плановый уровень, что формирует ожидания для опережающего роста доходов во второй половине года. С учетом пересмотра в сторону повышения прогноза экономической активности, прогноз поступлений по данным доходам скорректирован вверх в бюджете в июне 2024 года до 24,07 трлн рублей.
  - Нефтегазовые доходы за 1-е полугодие 2024 года составили 5,69 трлн рублей, показав рост >50% г/г, преимущественно вследствие роста цен на российскую нефть, которая продавалась в среднем на \$9 выше потолка по Urals. Оценка нефтегазовых доходов была скорректирована в сторону понижения от первоначального уровня до 10,98 трлн рублей. Мы считаем, что благодаря конъюнктуре на рынке нефти, цели по нефтегазовым доходам на 2024 год будут достигнуты.
- Объем расходов федерального бюджета по итогам января-мая 2024 года составил 15,27 трлн рублей, что выше уровня предыдущего года на 18,9% г/г, и он корректируется в сторону увеличения по году до уровня 37,2 трлн рублей. Дефицит бюджета за январь-май 2024 года составил -0,98 трлн рублей, что на +2 трлн рублей ниже уровня аналогичного периода прошлого года. Прогноз по дефициту бюджета также корректируется в сторону его увеличения до 2,12 трлн рублей с текущих 1,6 трлн рублей.

## Баланс доходов и расходов бюджета

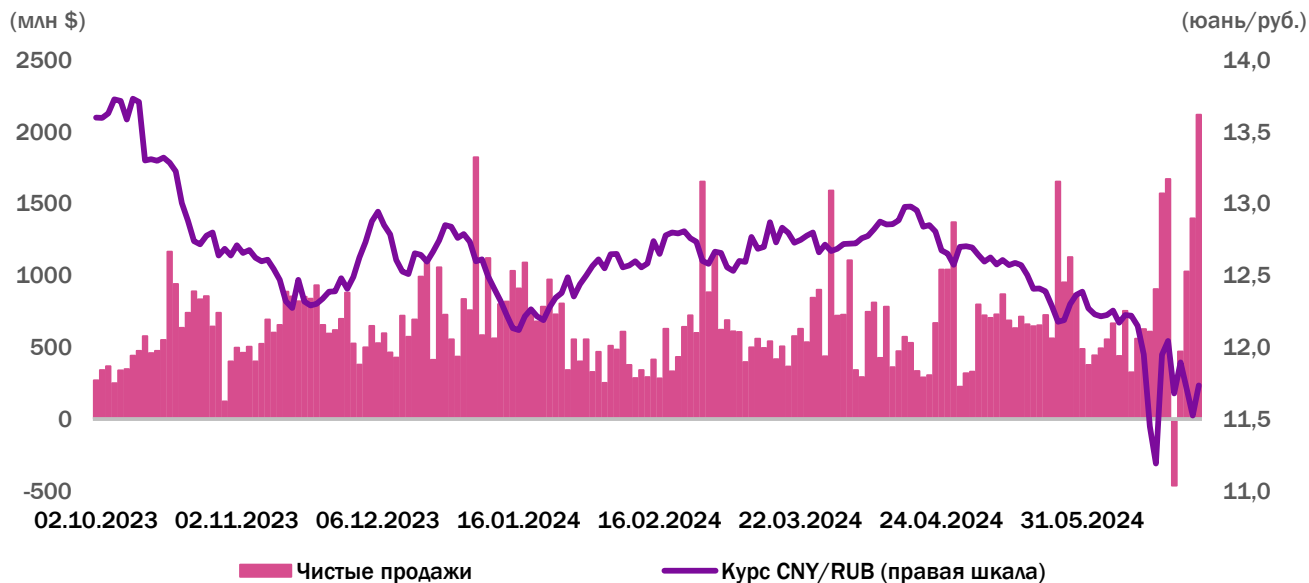


Источник данных: Минфин РФ, расчеты КИТ Финанс;



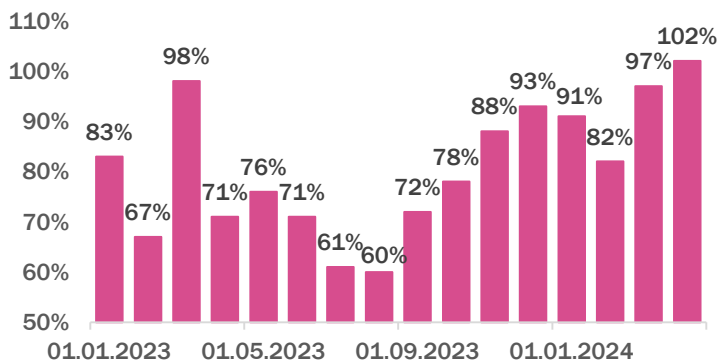
# Рубль: основные факторы влияния

## Чистые продажи валютной выручки и динамика курса юань/рубль

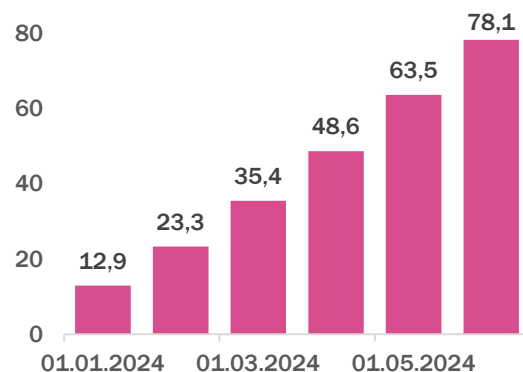


- **Профицит счета текущих операций.** Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса РФ в 1-м полугодии 2024 года составило \$40,1 млрд, против \$22,8 млрд. в 2023 году. Рост произошел в результате как расширения профицита торгового баланса, так и за счет уменьшения дефицитов других статей счета текущих операций. Согласно текущему прогнозу ЦБ, при среднегодовой цене нефти марки Brent \$85 за баррель, профицит счета текущих операций по итогам 2024 года ожидается в размере \$50 млрд, а в 2025 и 2026 гг снижение до \$44 млрд и \$33 млрд.
- **Чистые продажи валютной выручки.** Одним из основных факторов, влияющих на курс рубля стали продажи экспортерами валютной выручки в рамках требования об обязательной продаже валютной выручки. Суммарно за первое полугодие чистый объем продаж составил \$78,1 млрд. В отдельные месяцы отношение чистой продажи валюты к валютной экспортной выручке превышали 90%. В июне и июле кабмин РФ дважды смягчил требования, теперь экспортеры должны зачислять на счета в российских банках 40% иностранной валюты, вместо прежнего порога в 80%.
- **Продажи валюты ЦБ РФ во 2 - м полугодии.** В конце июня ЦБ РФ сообщил, что объем чистых инвестиций из ФНБ в первом полугодии составил 376 млрд руб, это в 2 раза ниже показателей за аналогичный период 2023 года. Поэтому ЦБ будет направлять на продажу валюты для зеркалирования инвестиций из ФНБ с июля 2,87 млрд руб./сутки вместо прежних 6,24 млрд руб./сутки. С учетом годового зеркалирования трат ФНБ на финансирование прошлогоднего дефицита бюджета, общий объем продаваемой ЦБ валюты в предстоящем полугодии снизится с 11,8 млрд до 8,4 млрд руб./сутки. К этой величине в дальнейшем будут ежемесячно прибавляться операции по бюджетному правилу.
- **Мы считаем, что эффект от снижения продаж валютной выручки и объемов продаж валюты ЦБ окажут влияние на курс, умеренно девальвируются к концу 2024 года до уровней 92 – 94 к доллару, 12,5 - 13 к юаню.**

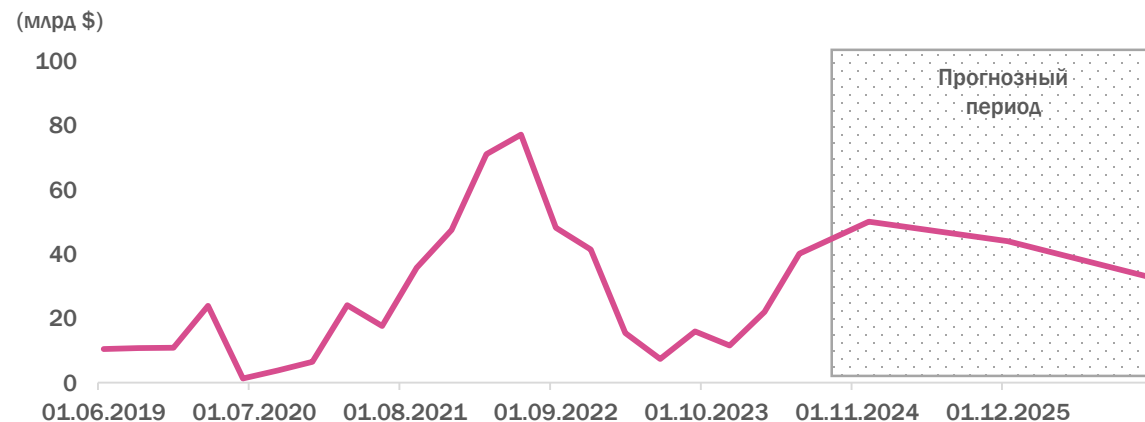
## Отношение чистой продажи валюты к валютной экспортной выручке



## Объем продажи валютной выручки накопленным итогом (в млрд \$)



## Динамика профицита счета текущих операций РФ



Источник данных: ЦБ РФ, расчеты КИТ Финанс;

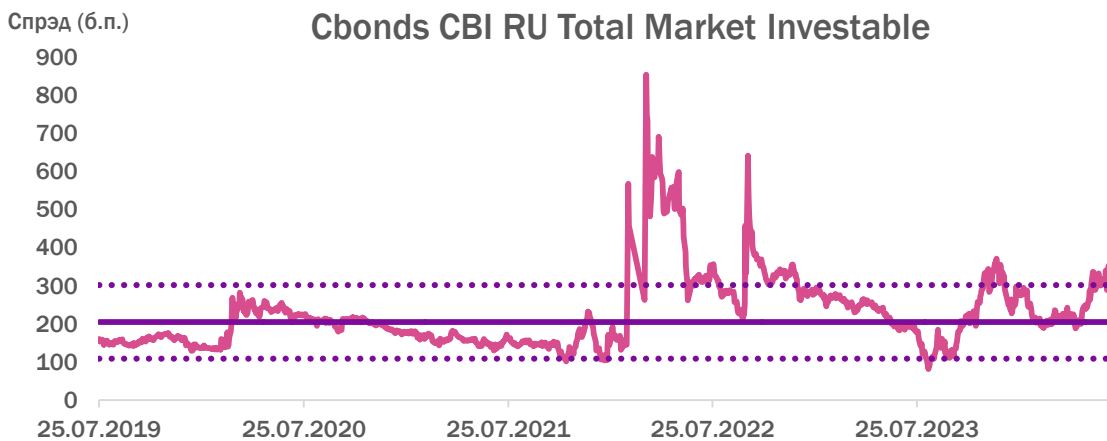
# Ситуация на рублевом рынке облигаций

## Динамика индексов государственных и корпоративных облигаций



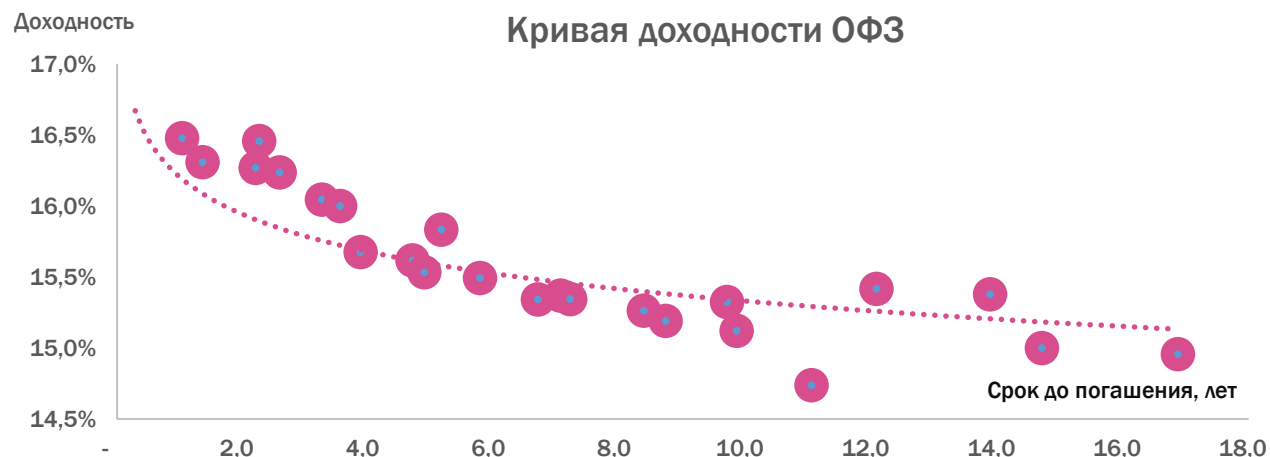
## Динамика индекса

### Cbonds CBI RU Total Market Investable



- **В 1 - й половине 2024 года рынок государственных облигаций находился под существенным давлением.** Как мы отмечали в нашем отчете, это в первую очередь было связано с изменением прогнозов по траектории ключевой ставки, а также с увеличением объёмов размещения долга Минфином. На 2024 год плановый объём размещения составляет 4,1 трлн рублей и на текущий момент, с начала года, размещено порядка 1,5 трлн рублей. За 2 - й квартал размещено 0,5 трлн рублей (примерно 50% от плана), а план по заимствованиям на 3 - й квартал увеличен до 1,5 трлн рублей. Из-за давления на кривую ОФЗ в среднем и дальнем конце, в мае Минфин взял паузу в размещении ОФЗ с фиксированным купоном, а в середине июня Минфин вышел на рынок с флоатером 29025 (погашение 2037 год), впервые с октября 2023 года. По нашему мнению во 2 - й половине 2024 года давление на средний и дальний конец кривой продолжится, что транслируется в рост доходностей до уровня 16% в базовом сценарии, и до уровня 17% в случае повышения ставки на ближайшем заседании ЦБ до 18%. Мы считаем, для того, чтобы приступить к покупкам длинных ОФЗ с фиксированным купоном, нужно: дождаться решения ЦБ о повышении ставки; роста доходностей в дальнем конце до 16% - 17% (справедливые уровни на наш взгляд) или увидеть устойчивое снижение инфляции на протяжении нескольких месяцев.
- **Рынок корпоративных облигаций с плавающим купоном.** В 1 - й половине 2024 года было размещено корпоративных выпусков общим объёмом более 400 млрд рублей, что говорит о высокой активности в данном сегменте. В данный момент на рынок выходят качественные эмитенты А-/AAA, которые дают премию к ключевой ставке более 100 б.п. Мы считаем, что во 2 - й половине 2024 года корпоративные флоатеры останутся главной идеей на долговом рынке на ближайшие полгода.
- **Рынок корпоративных облигаций с фиксированной ставкой.** На рынке корпоративных облигаций с фиксированным купоном произошла существенная коррекция за счет двух факторов: 1) падение рынка ОФЗ с фикс купоном; 2) расширение кредитных спрэдов. Индекс Cbonds CBI RU Total Market Investable G-Spread\* показал расширение спрэдов со 185 б.п. в мае 2024 года до 350 б.п. в июле, что выше медианного значения (203 б.п.). Мы считаем, что 2 - я половина 2024 года, при повышении ключевой ставки, станет хорошим моментом для покупки корпоративных облигаций, с рейтингом не ниже А- и maturity не более 5 лет, что позволит зафиксировать доходность 19-21% и диверсифицировать портфель по типу ставок.

## Кривая доходности ОФЗ



\*Индекс Cbonds CBI RU Total Market Investable G-Spread отражает весь рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ с кредитным рейтингом эмитентов от BB+ до AAA;

Источник данных: CBONDS, расчеты КИТ Финанс;



## Подборка рублевых облигаций с фиксированным купоном

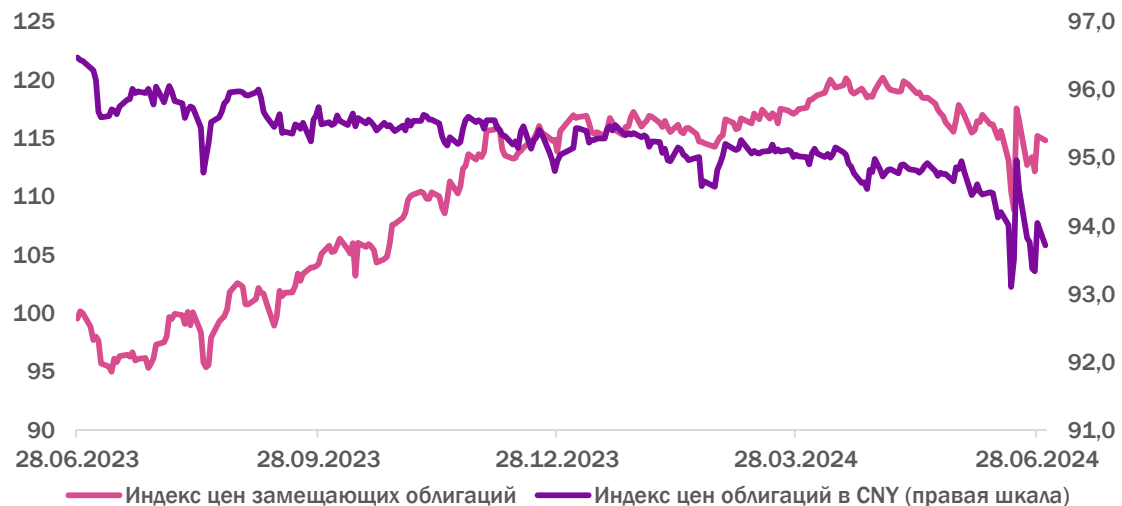
Бумага	ISIN	Рейтинг эмитента	Дата погашения	Дата oferty	Текущий купон, %	YTM, %	Индикативная цена, %
Полюс, ПБО-01	RU000A100XC2	ruAAA	01.10.2029	10.10.2024	7,4	19,4	97,4
T1, 001P-01	RU000A1071R5	A(RU)	14.10.2025	15.04.2025	15,5	20,4	97,6
Солнечный свет, 001P-01	RU000A1074Q1	A-(RU)	17.04.2025		15,3	18,6	98,6
СИБУР Холдинг, БО-03	RU000A103DS4	AAA(RU)	01.07.2031	11.07.2025	7,7	17,3	92,1
Брусника. Строительство и девелопмент, 002P-02	RU000A107UU5	A-(RU)	28.03.2027	16.09.2025	16,3	21,3	96,6
Белуга Групп, БО-ПО4	RU000A102GU5	ruAA-	05.12.2025		7,4	18,8	90,5
ЮВЕЛИТ, 001P-01	RU000A105PK0	A-(RU)	23.12.2025		13,4	19,9	93,5
Эталон Финанс, 002P-01	RU000A105VU7	ruA-	03.02.2038	20.02.2026	13,7	21,6	91,4
АФК Система, 001P-23	RU000A104693	AA-(RU)	21.11.2031	04.03.2026	10,0	21,3	86,5
Каршеринг Россия, 001P-02	RU000A106A86	A+(RU)	22.05.2026		12,7	21,1	89,3
ХКФ Банк, БО-04	RU000A103760	A(RU)	01.06.2026		8,0	21,2	81,8
Группа ЛСР, 001P-07	RU000A103PX8	ruA	11.09.2026		8,7	20,7	87,8
Лидер-Инвест, БО-ПО3	RU000A103QH9	ruA-	15.09.2026		9,1	22,3	88,3
ЕвроТранс, БО-001P-03	RU000A1061K1	A-(RU)	14.03.2027		13,6	21,0	89,6
ГТЛК, 001P-08	RU000A0ZYR91	AA-(RU)	18.01.2033	30.07.2027	11,3	20,4	82,6
Интерлизинг, 001P-07	RU000A1077X0	ruA-	31.10.2026		16,0	19,1	90,6
ХК Новотранс, 001P-03	RU000A105CM4	ruAA-	26.10.2027		11,7	19,7	87,2

## Подборка рублевых облигаций с плавающим купоном

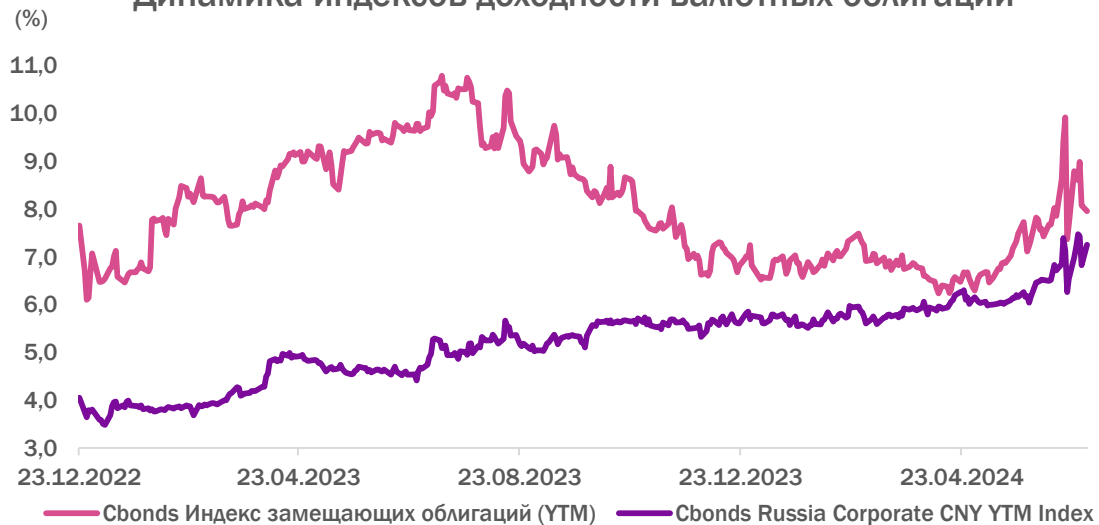
Бумага	ISIN	Рейтинг эмитента	Дата погашения	Дата oferty	Текущий купон, %	YTM, %	Индикативная цена, %
Россельхозбанк, 24	RU000A0JVN56	AA(RU)	11.07.2025		17,6	17,6	100,0
Банк ВТБ (ПАО), Б-1-343	RU000A106TM6	AAA(RU)	01.09.2026		16,0	16,1	99,1
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-02	RU000A1075S4	ruAAA	17.10.2026		17,1	16,9	101,1
ЕвразХолдинг Финанс, 003P-01	RU000A108G05	AA+(RU)	07.11.2026		17,3	17,2	100,5
Ростелеком, 001P-07R	RU000A108GR8	AA+(RU)	20.05.2027		17,2	17,0	100,3
Ростелеком, 001P-08R	RU000A108LF3	AA+(RU)	02.09.2027		17,1	17,1	100,0
МТС, 002P-05	RU000A1083W0	AAA(RU)	23.09.2027		17,3	17,3	99,7
Газпром Нефть, 003P-06R	RU000A106565	AAA(RU)	14.04.2028		17,3	17,2	100,7
РусГидро, БО-П12	RU000A106ZU6	AAA(RU)	04.10.2028		17,2	17,1	100,6
Россети, 001P-11R	RU000A107CG2	AAA(RU)	10.12.2029		17,0	17,0	100,4
РЖД, 001P-28R	RU000A106ZL5	AAA(RU)	20.09.2030		17,1	17,1	100,5
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-04	RU000A107WL0	ruAAA	28.02.2034	11.09.2026	17,1	17,1	99,8

# Ситуация на рынке валютных облигаций РФ

## Динамика ценовых индексов валютных облигаций



## Динамика индексов доходности валютных облигаций



- В 1 - й половине 2024 года рынок замещающих облигаций показал снижение со 116 до 113 пунктов. Это было вызвано, в первую очередь, существенным укреплением курса рубля в июне 2024 года. Продолжились замещения корпоративных выпусков валютных облигаций в долларах и евро, к июлю 2024 года эмитенты завершили замещение еврооблигаций. С начала 2024 года было замещено 33 выпуска на \$7,05 млрд, а всего за два года более 80 выпусков на \$28,2 млрд. На рынок валютных облигаций в 1 - й половине 2024 года вышли с размещением новых выпусков такие качественные эмитенты, как Новатэк (AAA(RU)) с 5-летним долларовым выпуском (серии 001P-02) и Фосагро (AAA(RU)) с 5-летним долларовым выпуском (серии БО-П01-USD). Всего в 1 - й половине 2024 года было размещено новых валютных выпусков на \$1 млрд, что говорит об интересе к данному классу активов.
- **Рынок юаневых облигаций.** В 1 - й половине 2024 года индекс чистых цен юаневых облигаций снизился на 1,4%, показав рост доходности YTM индекса с 6,82% до 7,95%. На снижение рынка юаневых облигаций повлияли следующие факторы: укрепления рубля; проблемы с ликвидностью юаневых облигаций (на долю 10% наиболее ликвидных выпусков пришлось более 90% от общего объема); конкуренция по доходности со стороны замещающих облигаций в долларах. На данный момент в обращении находится порядка 70 выпусков, номинированных в юанях облигаций, общим объемом 1,4 трлн рублей (примерно 6% от всего рынка).
- **На наш взгляд, во 2 - ой половине 2024 года по-прежнему будет оставаться привлекательным рынок валютных облигаций, номинированных в долларах.** Сейчас премия по доходности индекса облигаций, номинированных в долларах, относительно индекса доходности юаневого рынка, составляет порядка 1%. В то же время мы считаем, что на юаневом рынке могут быть интересны отдельные истории в качественных эмитентах, которые могут давать премию к долларовым выпускам при сопоставимом кредитном качестве. **С точки зрения тайминга, мы считаем оптимальной точкой входа 3-й квартал 2024 года от уровней 113 - 114 по индексу замещающих облигаций.**

## Динамика спреда доходности индексов валютных облигаций в долларах и юанях



Источник данных: Мосбиржа, Эксперт РА, расчеты КИТ Финанс;

## Подборка долларовых облигаций

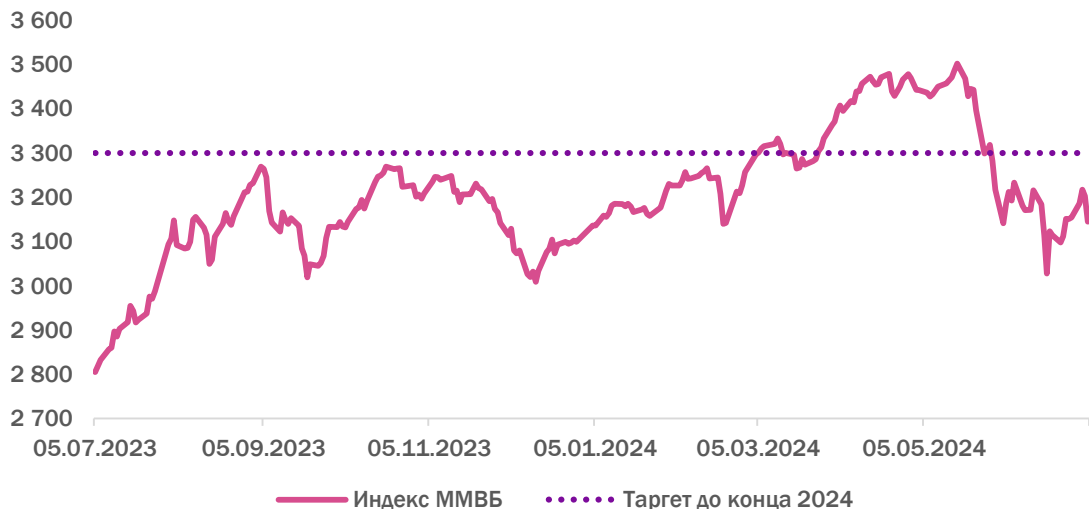
Бумага	ISIN	Рейтинг эмитента	Дата погашения	Дата оферты	Текущий купон, %	YTM, %	Индикативная цена, %
Тинькофф Банк, TCS-perp1	RU000A107738	AA-(RU)		15.09.2024	11,9	10,1	100,4
Лукойл, 30-27	RU000A1059P4	AAA(RU)	26.04.2027	26.10.2024	2,8	6,7	90,4
Лукойл, 30-31	RU000A1059R0	AAA(RU)	26.10.2031	26.10.2024	3,6	6,8	82,2
Лукойл, 30-26	RU000A1059N9	AAA(RU)	02.11.2026	02.11.2024	4,7	6,4	96,8
Лукойл, 30-30	RU000A1059Q2	AAA(RU)	06.05.2030	06.11.2024	3,9	6,8	86,5
ФосАгро, 3025-Д	RU000A106G31	AAA(RU)	23.01.2025		3,0	7,8	97,6
Московский кредитный банк, 30-2025-02	RU000A1086M4	A+(RU)	29.01.2025		4,7	11,3	96,7
ГЛАК, 3025-Д	RU000A1078V2	AA-(RU)	17.04.2025		5,9	11,0	96,6
ГМК Норильский никель, 3025-Д	RU000A107BL4	ruAAA	11.09.2025		2,6	6,6	95,6
Газпром Капитал, Б3026-1-Д	RU000A105QW3	AAA(RU)	26.01.2026	26.01.2026	4,6	23,5	77,9
Газпром Капитал, 3026-1-Д	RU000A105RG4	AAA(RU)	11.02.2026		5,1	8,8	95,0
ГЛАК, 3026-Д	RU000A107AQ5	AA-(RU)	18.02.2026		4,9	9,1	94,2
НЛМК, 3026-Д	RU000A107EL8	ruAAA	30.05.2026		4,7	6,7	96,6
Московский кредитный банк, 30-2026-02	RU000A107VV1	A+(RU)	21.09.2026		3,9	9,1	90,1
ГМК Норильский никель, 3026-Д	RU000A107C67	ruAAA	27.10.2026		2,8	6,4	92,5
Тинькофф Банк, TCS-perp2	RU000A107746	AA-(RU)	20.12.2026	20.12.2026	6,0	18,7	77,4
ТМК, 30-2027	RU000A107JN3	ruA+	12.02.2027		4,3	7,7	92,5
Совкомбанк, С30-01	RU000A107B84	AA(RU)	17.02.2027	17.02.2027	7,6	16,1	83,9
ГЛАК, 3027-Д	RU000A107B43	AA-(RU)	10.03.2027		4,6	9,0	90,3
Газпром Капитал, 3027-1-Д	RU000A1056U0	AAA(RU)	23.03.2027		4,9	8,1	92,7

## Подборка долларовых облигаций

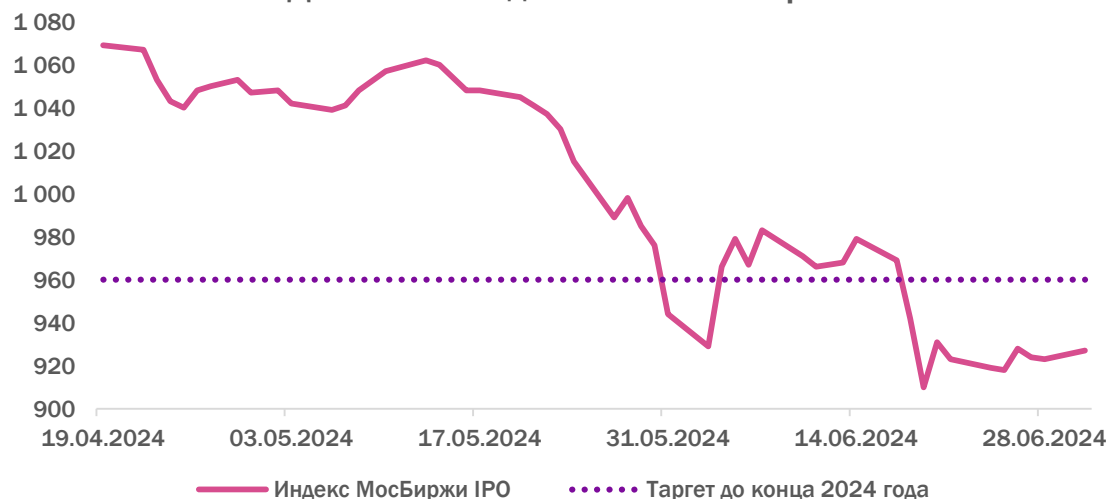
Бумага	ISIN	Рейтинг эмитента	Дата погашения	Дата oferty	Текущий купон, %	YTM, %	Индикативная цена, %
Газпром Капитал, 3027-2-Д	RU000A105JH9	AAA(RU)	29.06.2027		3,0	8,0	87,4
Газпром Капитал, 3028-1-Д	RU000A105R62	AAA(RU)	06.02.2028		4,9	8,0	91,0
ГЛАК, 3028-Д	RU000A107CX7	AA-(RU)	26.02.2028		4,8	8,8	88,3
Совкомфлот, 30-2028	RU000A105A87	ruAAA	26.04.2028		3,9	7,6	88,3
ФосАгро, 3028-Д	RU000A106G56	AAA(RU)	16.09.2028		2,6	7,2	84,0
Металлоинвест, 028	RU000A105A04	AAA(RU)	22.10.2028		3,3	7,9	84,3
Газпром Капитал, 3029-1-Д	RU000A105KU0	AAA(RU)	27.01.2029		2,9	8,2	80,8
ГЛАК, 3029-Д	RU000A107D58	AA-(RU)	27.02.2029		4,3	8,5	85,1
НОВАТЭК, 001P-02	RU000A108G70	AAA(RU)	16.05.2029		6,2	7,3	96,7
ФосАгро, БО-П01-USD	RU000A108LP2	AAA(RU)	31.05.2029		6,2	7,2	96,7
Газпром Капитал, 3030-1-Д	RU000A105SG2	AAA(RU)	25.02.2030		3,2	8,2	78,7
Газпром Капитал, 3031-1-Д	RU000A105JT4	AAA(RU)	14.07.2031		3,5	8,1	76,3
Газпром Капитал, 3034-1-Д	RU000A105A95	AAA(RU)	28.04.2034		8,6	7,9	106,1
Газпром Капитал, 3037-1-Д	RU000A105RH2	AAA(RU)	16.08.2037		7,2	7,7	97,7

# Ситуация на рынке акций РФ

## Динамика индекса Мосбиржи

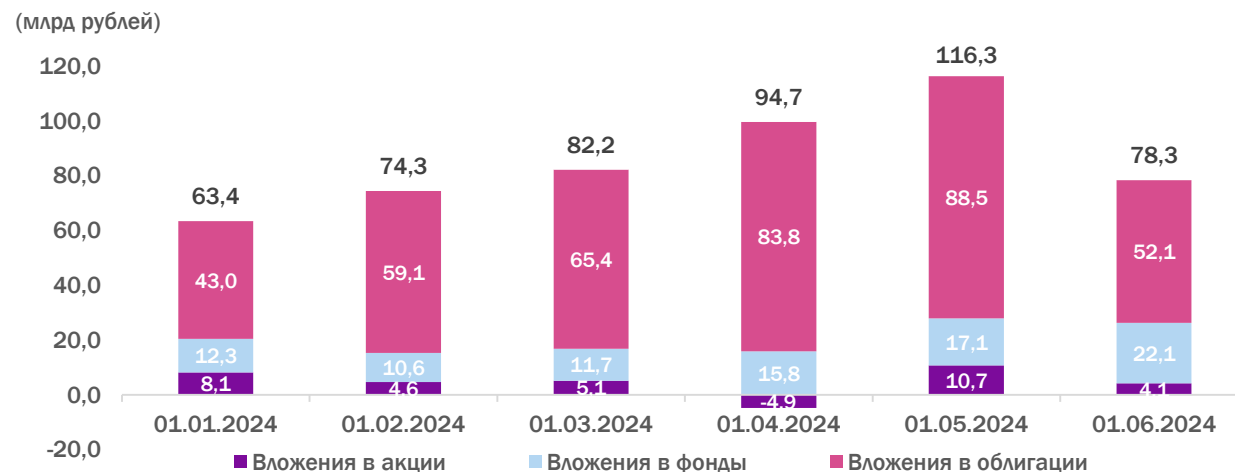


## Динамика индекса IPO Мосбиржи



- В 1-й половине 2024 года индекс МосБиржи достигал уровня 3520 пунктов по ММВБ. В конце мая на рынке началась коррекция, которая продолжилась в июне, в результате чего индекс МосБиржи достиг уровня 3000 пунктов. Данная коррекция была обусловлена сочетанием нескольких факторов: а) Увеличение налоговой нагрузки на бизнес, которая снижает чистую прибыль компаний на 5%; б) Усиление ожиданий по повышению ключевой ставки ЦБ до уровня 17-18% на ближайшем заседании в июле; в) Отток ликвидности. За 1-е полугодие 2024 года было проведено IPO практически на 70 млрд. рублей, а также размещен большой объем корпоративных облигаций, который составил более 1,4 трлн рублей. По данным Мосбиржи: нетто-приток в акции за 1-е полугодие 2024 года составил примерно 27 млрд рублей накопленным итогом, а в облигации нетто-приток составил практически 400 млрд. рублей накопленным итогом. Отметим резкое снижение нетто-притоков по всем инструментам в июне; г) Укрепление рубля к доллару до уровня \$82; д) Отмена дивидендов Газпромом;
- Наши ожидания на 2-ю половину 2024 года. Мы считаем, что индекс МосБиржи может достичь уровня 3300 пунктов, но вряд ли поднимется выше него. Мы отмечаем ряд факторов, которые будут влиять на рынок: 1) Дивидендный сезон. По ожиданиям за 2024 год может быть выплачено 4 - 4,2 трлн рублей дивидендов. На текущий момент выплачено порядка 1 трлн рублей. И часть из оставшихся 3 трлн рублей могут быть инвестированы в рынок; 2) Отток ликвидности. Исходя из текущих темпов размещений облигаций, суммарный объем за год может составить 5 трлн рублей, а вложения физлиц - превысить 500 млрд рублей. Ускорение оттоков денег в депозиты, в случае повышении ставки до 17 - 18% на ближайшем заседании ЦБ в июле. Так, в июне Сбербанк и ВТБ зафиксировали максимальный приток вкладов с начала 2024 года; 3) Умеренная девальвация рубля к концу 2024 года до уровня \$92 - 94.
- Рынок IPO. В 1-й половине 2024 года 8 компаний провели свои IPO, сумев привлечь порядка 70 млрд рублей. Индекс IPO, рассчитываемый биржей с апреля 2024 года, снизился за это время на 13,3% достигнув уровня 927 пунктов. Во 2-й половине 2024 года самыми ожидаемыми размещениями будут: РТК ЦОДД (IT), Селектел (IT). По нашим оценкам, индекс IPO во 2-й половине 2024 года может достигнуть отметки 960 пунктов.

## Динамика нетто-притоков в различные классы активов

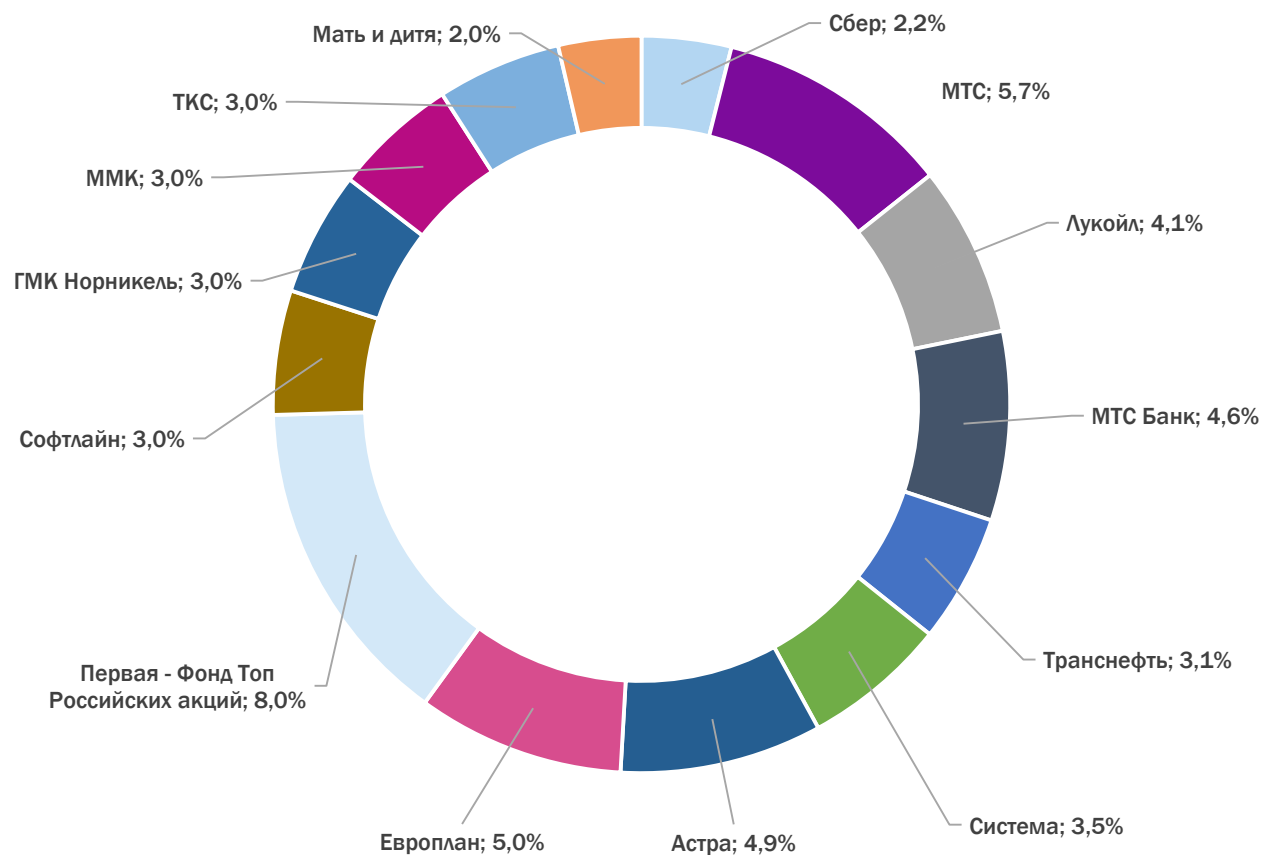


Источник данных: Мосбиржа, Эксперт РА, расчеты КИТ Финанс;



# Модельный портфель акций

## Текущий состав портфеля акций



- **Модельный портфель акций. Принцип построения.** При отборе акций в модельный портфель мы учитываем следующие параметры:
  - Потенциал роста акций в ближайшие 12 месяцев;
  - Дисперсия дневных доходностей и ковариация с доходностями других акций портфеля;
  - Чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля;
- Для определения оптимальных весов акций в портфеле, рассчитывается: дисперсия однодневных доходностей акций за последние 3 года, ожидаемая доходность в ближайшие 12 месяцев и коэффициенты ковариации между доходностями акций. Исходя из этих расчетов, оптимальные веса подбирались так, чтобы больший вес получали акции с большей ожидаемой доходностью, меньшей дисперсией (волатильностью) и более низкой корреляцией с остальными бумагами портфеля. То есть максимальную доходность при минимальном риске.
- По нашим оценкам в перспективе 12 месяцев ожидаемая доходность по модельному портфелю может составить примерно 25%.

Источник данных: расчеты КИТ Финанс

# Модельный портфель акций

Название	Доля в портфеле	Потенциальная доходность*	Описание идеи
Сбер	2,2%	10,4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>По акциям компании в июле прошли выплаты дивидендов в размере 33,3 рубля на акцию. Мы считаем, что акции компании после дивидендной отсечки смогут закрыть дивидендный гэп на горизонте 4-6 месяцев.</li> </ul>
МТС	5,7%	23,1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>По нашим оценкам к 2026 году выручка компании увеличится до 810 млрд рублей, с текущих 541 млрд. рублей, что предполагает рост с CAGR около 8 - 10%. Основными драйверами станут новые сегменты бизнеса компании, которые в течение ближайших 5 лет могут увеличить свою долю в выручке до 40%.</li> <li>Изменение дивидендной политики. Компания утвердила новую дивидендную политику на 2024-2026 годы, согласно которой целевой показатель дивидендной доходности составляет не менее 35 рублей на обыкновенную акцию в течение каждого календарного года.</li> </ul>
Лукойл	4,1%	19,2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>В мае прошла дивидендная отсечка в акциях компании, и с того момента они упали ниже уровня дивидендного гэпа, достигнув отметки 7200 рублей за акцию.</li> <li>Мы считаем, что акции компании смогут закрыть дивидендный гэп на горизонте 4-6 месяцев, а также вырасти до уровня 8600 рублей.</li> </ul>
МТС Банк	4,6%	42,2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания весной 2024 года провела IPO и с 21 июня 2024 года вошла в расчёт Индекса акций широкого рынка.</li> <li>Среднегодовой рост кредитного портфеля банка в 2020-2023 гг составил 39% (с 130 млрд до 347 млрд), что быстрее роста рынка (<math>\approx 18\%</math>).</li> <li>Менеджмент ожидает рост кредитного портфеля к 2028 году в 2 раза до 700 млрд, с таргетом по ROE = 30%, что сравнимо с показателями лучших игроков сектора.</li> </ul>
Транснефть	3,1%	16,8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>По акциям компании в июле предстоят выплаты дивидендов в размере 177 рублей на акцию. Мы считаем, что акции компании после дивидендной отсечки смогут закрыть дивидендный гэп на горизонте 4-6 месяцев.</li> </ul>
Система	3,5%	27,1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Холдинг нацелен на активный вывод активов на IPO. Недавнее рекордное размещение МТС банка показало высокий спрос инвесторов, а также было проведено IPO компании Элемент. В течение ближайших 12 месяцев на IPO могут выйти другие портфельные компании: Cosmos Hotel Group (гостиничная сеть, включающая более 30 отелей), Биннофарм (крупнейший производитель лекарственных препаратов в России, созданный в 2020 году), Медси (федеральная сеть частных медицинских клиник).</li> </ul>
Астра	4,9%	10,7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания провела SPO и акции были включены в Индекс средней и малой капитализации</li> <li>Темпы роста выручки компании могут составить около 40-50% в год в периоде 2023-2028 гг., при этом маржинальность по EBITDA в среднем будет находиться в диапазоне 40-45% с высокой конвертацией в Free cash flow, в том числе благодаря низкому уровню капекса;</li> </ul>

\* с учетом дивидендов

Источник данных: расчеты КИТ Финанс

# Модельный портфель акций

Название	Доля в портфеле	Потенциальная доходность*	Описание идеи
Европлан	5,0%	20,0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания весной 2024 года провела IPO и с 21 июня 2024 года вошла в расчёт Индекса ММВБ</li> <li>Средний рост чистой прибыли составил &gt; 30% в год, при отдаче на собственный капитал (ROE) &gt; 33%. Что сравнимо с показателями лучших игроков финансового сектора: ТКС, Совкомбанка, Сбера и Мосбиржи.</li> <li>По оценкам Эксперт РА до 2027г рынок автолизинга будет расти в среднем на 15% в год</li> </ul>
Первая - Фонд Топ Российских акций	8,0%	9,6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Экспозиция на индекс ММВБ.</li> </ul>
Софтлайн	3,0%	17,6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Бенефициар импортозамещения. Целевой рынок компании вырастет с ₹1,2 трлн в 2023 году до ₹1,75 трлн в 2027 году, при этом доля компании на нем может вырасти с текущих 7% до 10% в 2027 году.</li> <li>По ожиданиям к 2028 году EBITDA вырастет с текущих ₹4,4 млрд до ₹15,3 млрд (рост в 5 раз).</li> <li>Компания озвучила цели по росту капитализации в 5 раз за 5 лет.</li> </ul>
ГМК Норникель	3,0%	22,2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>В первой половине 2024 года наблюдается существенный рост промышленных металлов: меди, никеля и алюминия. Согласно прогнозам Goldman Sachs к концу 2024 года цена меди может достигнуть отметки \$12 тыс. за тонну.</li> <li>Мы считаем, что основные негативные факторы по бумаге позади, при этом есть существенный рост базовой корзины металлов компании.</li> </ul>
ММК	3,0%	21,8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Компания сильно отчиталась за первый квартал 2024 года, показав рост выручки на 25%, а EBITDA на 27%. При этом произошло снижение FCF на 40%. Net debt / EBITDA составил минус 0,47x. Торгуется по P/E = 5,65 x.</li> <li>Мы считаем, что при нормализации FCF на горизонте 12 месяцев, компания может вернуться к квартальным выплатам дивидендов и повысить их до уровня Северстали и НЛМК.</li> </ul>
ТКС	3,0%	16,4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>ТКС Холдинг утвердил оценку Росбанка равную 1,05x относительно капитала Росбанка за 2023 год по МСФО.</li> <li>Мы считаем, что у компании есть потенциал роста на фоне сильной отчетности и решения о поглощении</li> </ul>
Мать и дитя	2,0%	27,8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Выручка компании показывала ежегодный темп роста в 2018-2023 гг. на уровне 14% в год (CAGR), а рентабельность по EBITDA оставалась стабильной на уровне 30-32%. Мы ожидаем, что темпы роста выручки компании в прогнозном периоде составят 10-11% в год</li> <li>Мы считаем акции компании интересны к покупке, так как они предлагают стабильный рост бизнеса (на 10-11% в год) и привлекательную для нашего рынка дивидендную доходность (10-12% в год).</li> </ul>

\* с учетом дивидендов

Источник данных: расчеты КИТ Финанс

## Контакты

**Санкт-Петербург**, ул. Марата 69-71  
Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

**8 800 101 00 55**  
**8 (812) 611 00 00**  
**8 (495) 401 52 13**

**Москва**, ул. Маши Порываевой 34, ДЦ  
«Домников», блок 1, 12 этаж

**brokerkf.ru**  
**sales@brokerkf.ru**

КИТ Финанс (АО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг выданы на осуществление:

- дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012 (выдана ФСФР России),
- депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003 (выдана ФКЦБ России).

Без ограничения срока действия.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре финансовых инструментов.

Настоящий обзор не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в настоящем обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, инвестиционным целям и/или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента и операции, соответствующие Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска, является Вашей задачей. КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем обзоре. КИТ Финанс (АО) не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, при этом проверка использованных данных не проводилась. КИТ Финанс (АО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре. КИТ Финанс (АО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (АО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (АО).

КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации и/или аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной от КИТ Финанс (АО). Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.

Расходы клиента при совершении сделки указаны в тарифах Компании: [https://brokerkf.ru/soprovozhdenie\\_klientov/customer-support/regulations-and-applications/](https://brokerkf.ru/soprovozhdenie_klientov/customer-support/regulations-and-applications/)