

Инвестиционная стратегия II полугодие 2018 г.

Содержание

- I. [Ключевые тезисы](#)
- II. [Вступление](#)
- III. [Российская экономика: итоги I полугодия и перспективы](#)
- IV. [Рынок нефти: профицит возвращается](#)
- V. [Мировые валюты и ставки](#)
- VI. [Валютные облигации](#)
- VII. [Рубль: валюта и ставки](#)
- VIII. [Рублевые облигации](#)
- IX. [Рынки акций](#)
 - [Европа](#)
 - [США](#)
 - [Российский рынок акций](#)
 - [Обзор отраслей российского фондового рынка](#)

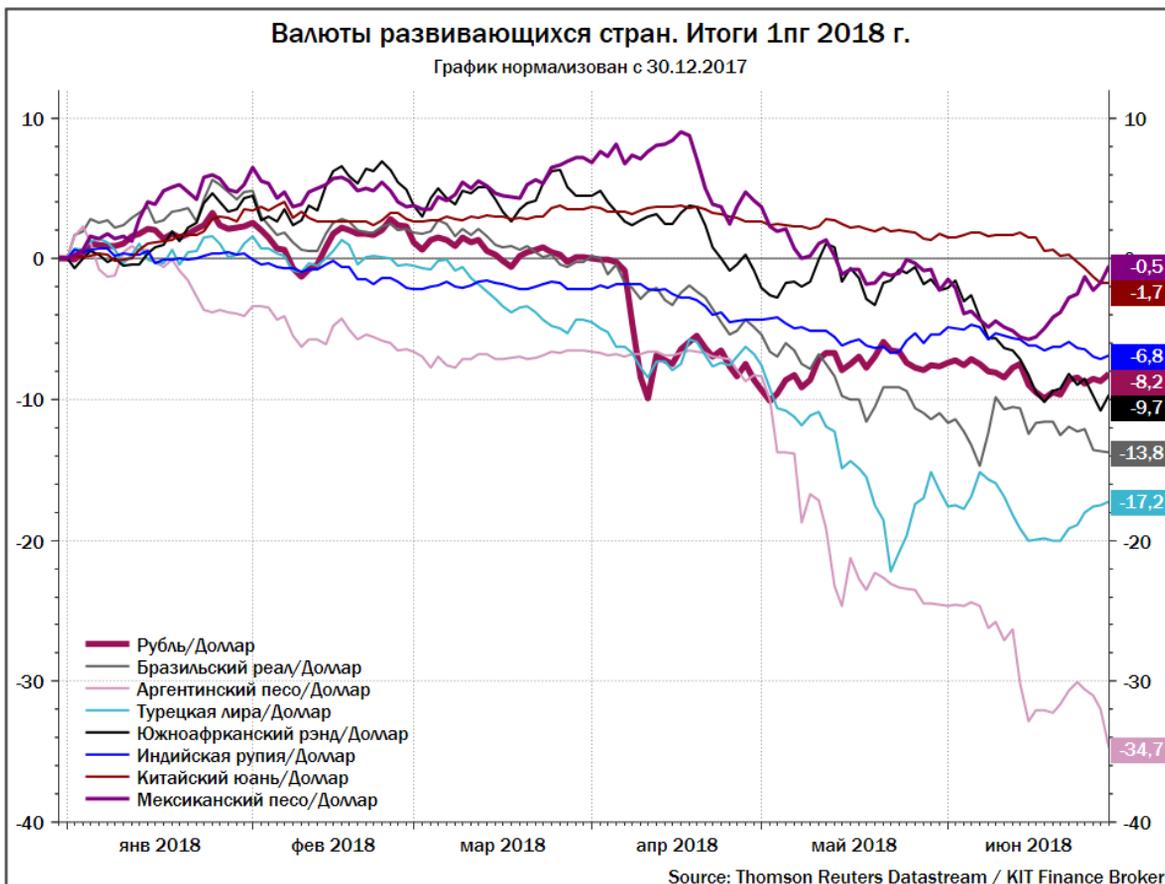
Ключевые тезисы

- **Во втором полугодии развитые рынки будут стабильнее развивающихся.** Оснований для обвала фондового рынка США все еще недостаточно – американские индексы будут волатильны вблизи исторических максимумов и имеют высокие шансы закрыть год в плюсе. Рынок акций США по-прежнему привлекательнее Европы.
- **Ситуация на развивающихся рынках сложнее:** во втором квартале произошла переоценка аппетита к риску. На фоне растущих ставок в долларовой зоне риски EM уже не привлекают капиталы.
- **Цикл ужесточения денежно-кредитной политики продолжится.** ФРС повысит ставку дважды, ЕЦБ завершит QE, а в 2019 году также начнет повышать ставки. Сокращать дюрацию номинированных в евро портфелей облигаций следует уже сейчас.
- **Мировая добыча нефти будет расти, что приведет к ее профициту на рынке.** Стоимость барреля Brent скорректируется в район \$70.
- **Индекс доллара нашел равновесное значение.** Ждем стабилизации котировок на достигнутых летом уровнях.
- **Благодаря высоким ценам на нефть рубль выглядел сильнее других валют развивающихся рынков.** Но прежнего спроса нет. Ожидаем возвращения обратной корреляции котировок USD/RUB и Brent. Коррекция нефтяных цен спровоцирует ускоренное снижение рубля к доллару. Учитывая негативные ожидания спроса и предложения на Brent, нашим базовым прогнозом является снижение рубля к доллару в район 65 руб. осенью 2018 г.
- **Российские акции остаются самыми дешевыми в мире.** Отток капитала из российских акций будет компенсирован реинвестированием дивидендов. Ждем индекс Московской биржи в коридоре 2200-2400 пунктов.
- **Ставка на сокращение дюрации долларовых портфелей евробондов сыграла.** В зоне долларового долга мы ждем замедления динамики расширения спредов доходностей развитых и развивающихся рынков. Турецкие и бразильские бонды могут отыграть часть потерь. В России следует избегать эмитентов, бенефициары которых потенциально могут оказаться фигурантами новых санкционных списков.
- **Потенциал роста рублевых облигаций близок к исчерпанию.** Наш базовый прогноз – ЦБ снизит ставку до конца года один раз. На этом фоне, а также на фоне ускорения инфляции рекомендуем диверсифицировать рублевые портфели облигаций бумагами с переменным купоном, привязанным к ставкам денежного рынка или ИПЦ.

II. Вступление

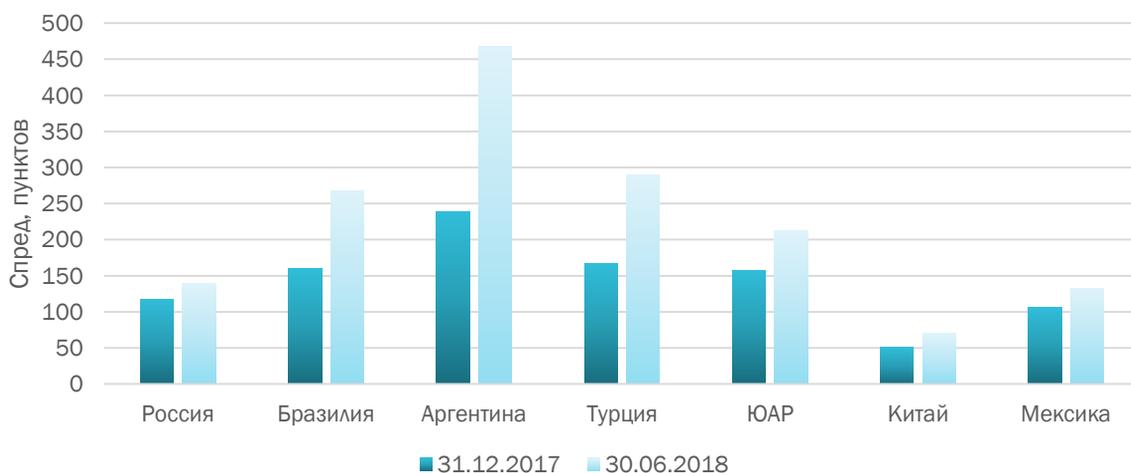
Первое полугодие 2018 г., в особенности его вторая часть, запомнятся сильнейшей распродажей на развивающихся рынках. Мы увидели глобальный переток капитала из рискованных активов – emerging markets – на рынки развитые. Данный переток поддержал цены на доллар, американские казначейские облигации и опосредованно американский фондовый рынок, негативно отразился на стоимости ценных бумаг и валют EM.

С начала года все валюты развивающихся рынков подешевели к доллару США:

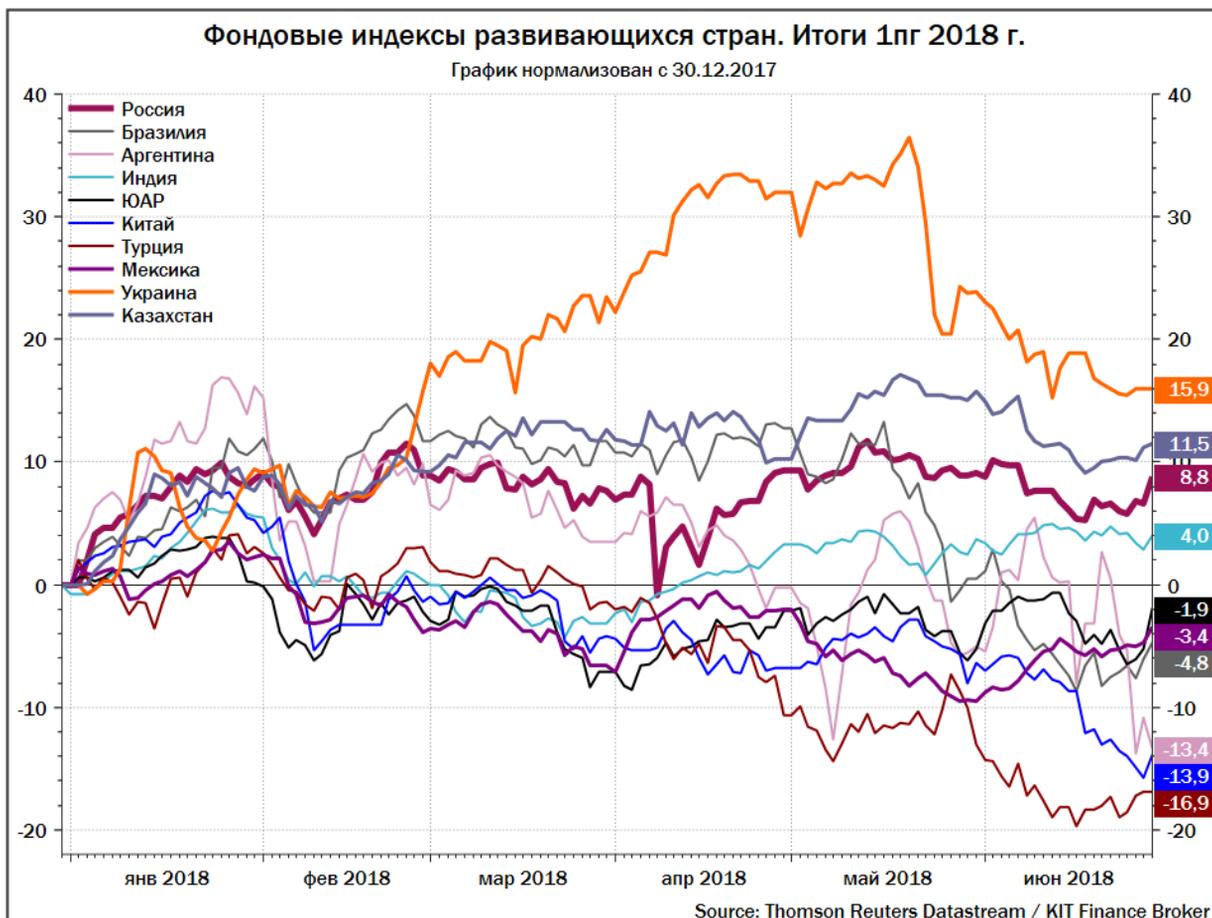


Стоимость страховок от дефолта выросла на 20-85%, под давлением оказались и долги в национальных валютах.

Спреды 5yr CDS



Фондовые рынки развивающихся стран единой динамики не продемонстрировали. Номинированные в национальных валютах индексы показали от минус 17% до плюс 16%.



Российский рынок акций «в середнячках». Индекс Московской биржи завершил полугодие ростом, но в основном рост пришелся на январь. В феврале-июне можно сказать, что мы увидели волатильный боковик.

III. Российская экономика: итоги I полугодия и перспективы

По итогам 2017 г. российская экономика вышла из рецессии – рост ВВП составил 1,5%. При этом изначально прогноз Министерства экономического развития (МЭР) предполагал 2,1%-ный экономический рост. Ускорения роста экономики РФ не стоит ждать и по итогам текущего года, и даже в 2019 г. Причина – новая «дорожная карта» развития российской экономики до 2024 г., предполагающая структурную перестройку экономики. Экономике в ее текущем состоянии сложно ускориться, но она способна сохранять стабильно невысокие темпы роста. Таким образом, следующие два года принесены в жертву ради более быстрого экономического роста (>3%) после 2021 г.

В I полугодии 2018 г. в российской экономике реализовались ряд рисков:

- Во-первых, США объявили о новом пакете антироссийских санкций, характер которых совпал с нашим базовым прогнозом: «ограничения по инвестициям в суверенные долги РФ не вводятся. Вводятся персональные санкции в отношении политической и/или бизнес-элиты». Применяя принцип – «выбирая из двух зол меньшее», такой сценарий расцениваем как «мягкий» для российской экономики, но при этом жесткий для попавших под санкции и, конечно, инвесторов в эти активы.
- Во-вторых, в РФ состоялись президентские выборы, итогом которых стало разработка новой экономической парадигмы, предполагающая структурную перестройку экономики посредством комбинации бюджетно-налоговых мер. Озвученные меры уже привели к пересмотру вниз макропрогноза на ближайшие два года. Наиболее заметно в среднесрочной перспективе ударит по экономическому росту повышение ставки НДС до 20%, в частности, ожидается, что данная мера сократит темпы экономического роста почти 1 п.п., несмотря на позитивную динамику цен на нефть. Согласно обновленному макропрогнозу МЭР (основные параметры прогноза представлены ниже), к темпам роста выше 2% мы сможем приблизиться не раньше 2020 г. с последующим выходом на уровень выше 3%.

Параметры	2018	2019
ВВП	1,9% (2,1%)	1,4% (2,2%)
Нефть	\$69,3 (\$61,4)	\$63,4 (\$41,6)
Промпроизводство	2,5% (1,7%)	не ниже 2% (2,5%)
Среднегодовой курс USDRUB	61 руб. (58,6 руб.)	63-64 руб. (66,9 руб.)
ИПЦ	3,1% (2,8%)	4,3% (4,0%)

Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Текущие же экономические реалии РФ характеризуются относительно стабильными макроэкономическими условиями, которые достигнуты благодаря принятой бюджетной политике, действиям ЦБ РФ и позитивной конъюнктуре на рынке нефти (средняя цена нефти марки Brent в I полугодии составила \$71,1 за баррель, а цена нефти в рублях достигла исторического рекорда, превысив в конце июня отметку в 5000 руб. за баррель). Благоприятная ситуация на сырьевом рынке позволила пересмотреть параметры федерального бюджета, дыра в котором может резко сократиться к концу года с 1,3% до 0,5% ВВП.

Рост ВВП в I квартале 2018 г., по данным Росстата, составил 1,3% в годовом выражении, фактический показатель превысил прогноз МЭР (+1,1%). При этом, за период с января по май российская экономика прибавила 1,8%. Согласно уточненной оценке ЦБ РФ, рост ВВП во II квартале может составить 1,8–2,2%. Вклад чемпионата мира по футболу в годовой темп прироста показателя может достичь 0,1–0,2 п.п.

Темпы роста промышленного производства за I квартал 2018 г. оцениваются в 2,8% в годовом выражении. В январе-мае 2018 г. промышленность продемонстрировала рост на 3,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Улучшение годовой динамики наблюдается в добывающей, обрабатывающей и энергетических отраслях. При этом темпы роста промпроизводства от месяца к месяцу не отличаются постоянной положительной динамикой. О дальнейшем снижении деловой активности в промышленности РФ говорит и индекс HIS Markit PMI.



На рынке труда сохраняется стабильная ситуация, безработица остается возле естественного уровня и составляет менее 5%. Наблюдается рост реальных заработных плат, но не у всех категорий граждан, прежде всего, позитивные изменения касаются работников бюджетной сферы, попадающих под президентские «майские» указы. При этом увеличение зарплат пока что оказывает незначительное влияния на рост потребления, оставляя без поддержки внутренний спрос, который восстанавливается, но «скромными» темпами. Кредитная нагрузка населения остается на высоком уровне: темпы роста розничного кредитования в 3-4 раза превышают номинальные темпы роста зарплат. Причем во многом это кредиты «от бедности», а не «средства для развития». При этом на рынке формируются широкие возможности для рефинансирования задолженности, что существенно снижает долю просроченных кредитов.

Инфляция в РФ находится на рекордно низких уровнях и оценивается в 2,4% годовых. **За счет низкой базы, а также с учетом планов правительства повысить ставку НДС в 2019 г. ожидаем ускорения роста потребительских цен к концу года к диапазону 3,5-4%, в 2019 г. – выше 4%.** По оценке ЦБ, планируемые налоговые изменения увеличат инфляцию примерно на 1 п.п. Частично этот эффект может реализоваться уже в текущем году

ЦБ РФ, в свою очередь, в текущем году замедлит темп снижения размера ключевой ставки. Места для маневров у регулятора остается все меньше в связи с переходом к нейтральной денежно-кредитной политике. **К концу года при самом оптимистичном развитии событий ставка может быть снижена до 6,75% годовых, хотя базовый сценарий – 7,00% годовых.**

Ставки по депозитам продолжают падение: средняя максимальная ставка топ-10 российских банков по депозитам физических лиц в рублях в начале июня составила 6,05%. Это минимальное значение за всю историю наблюдений ЦБ, то есть с середины 2009 г. **Во втором полугодии темпы снижения ставок замедлятся, но банковские депозиты по-прежнему будут менее привлекательны, нежели рынок долговых ценных бумаг.** Потенциал роста курсовой стоимости длинных облигаций близок к исчерпанию, **следует сокращать дюрацию портфелей и диверсифицировать портфели облигациями с переменным купоном: привязанным к инфляции или процентным ставкам.**

В банковском секторе продолжается стагнация на фоне внедрения новых правил. По итогам января – мая 2018 г. совокупная прибыль банков оценивается в размере 527 млрд руб., что почти на 20% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Отрицательная динамика финансового результата объясняется стартом проведения процедуры оздоровления сектора с участием Фонда консолидации банковского сектора, что зачастую требует доформирования банковских резервов. Число профицитных кредитных организаций в секторе, безусловно, превышает количество убыточных, доля последних оценивается в 32%. При этом большая часть прибыли (74% всего рынка) приходится на такие госбанки, как Сбербанк и ВТБ. Третье место занимает saniруемый Бинбанк.

IV. Рынок нефти: профицит возвращается

Центральное событие первого полугодия 2018 г. – пересмотр параметров «нефтяной сделки», утвержденный ОПЕК. Страны ОПЕК+ поставят на рынок дополнительно 1 млн б/с, 20% объема предложит Россия, остальное – ОПЕК, причем распределение квот внутри картеля не раскрывается. Это способно привести к тому, что уже во втором полугодии рынок нефти вновь станет профицитным.

Страны ОПЕК сократили добычу значительно сильнее запланированного – по оценкам Reuters приблизительно на 0,75 млн б/с. Это произошло в основном за счет Анголы, Венесуэлы и Алжира – суммарная доля этих стран в сокращении нефтедобычи ОПЕК достигла 50%. В соответствии с новыми договоренностями выпавшая нефтедобыча будет компенсирована, при этом требования пакта ОПЕК+ не будут нарушены.

Дополнительный 1 млн б/с с высокой степенью вероятности дисбалансирует нефтяной рынок: по оценкам EIA во II кв. 2018 г. спрос превышает предложение нефти на 0,26 млн б/с. Таким образом, высока вероятность того, что уже в III кв. на рынке вновь возникнет профицит.

Спрос и предложение нефти



Источник: EIA, Reuters, оценки КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Параметры дальнейшего сотрудничества в рамках ОПЕК+ будут обсуждаться осенью 2018 г. В сентябре страны-участники соглашения должны подготовить свои предложения, которые, вероятно, будут рассмотрены в ходе следующей министерской встречи ОПЕК в январе 2019 г.

Фактически в ОПЕК утвердили право на компенсацию выпадающей по тем или иным причинам нефтедобычи в одних странах за счет увеличения квот в других. Это значит, что ни экономический кризис в Венесуэле, ни санкции в отношении Ирана, ни какие-то прочие возможные форс-мажоры не окажут решающего влияния на суммарный объем добываемой ОПЕК нефти. Саудовская Аравия с союзниками с радостью компенсируют выпадающие объемы. Венесуэла и Иран – не более чем факторы временного повышения волатильности котировок, они не будут формировать новый тренд.

Мы не ожидаем снижения нефтедобычи откуда-то за пределами ОПЕК во втором полугодии 2018 г.: добыча в РФ и США будут расти, пусть в США и более медленными темпами, нежели в первом полугодии. Американские сланцевики, помня опыт 2014-2015-х гг., захеджировали свои поставки в районе \$55-60 за барр. WTI. Таким образом, волатильность котировок выше \$60 за барр. WTI для них не играет решающего значения, тогда как максимизация объемов добываемой нефти – играет.

Мы ожидаем сужения спреда Brent/WTI и возвращения котировок Brent в коридор \$60-70 за барр., причем ближе к верхней границе диапазона. Факторов в пользу снижения цен от текущих уровней больше, нежели факторов в пользу роста. Премия за политический риск, заложенная на рубеже кварталов в стоимость барреля нефти вскоре будет сокращена: либо ситуация разрешится на политическом уровне, либо за счет увеличения добычи Саудовской Аравией и партнерами по ОПЕК.

V. Мировые валюты и ставки

Ускорение процесса ужесточения денежно-кредитной политики в США сделало свое дело: индекс доллара вырос к корзине мировых валют, достигнув к концу полугодия максимумов за год.

В первом полугодии ставка ФРС повышена дважды. **Мы ожидаем, что до конца года пройдет еще два раунда повышения, то есть в декабре ставка достигнет диапазона 2,25-2,50% годовых.** Это пока не учтено в цене ни UST, ни корпоративных долларовых облигаций развитых и развивающихся рынков.

Второе полугодие 2018 г. – последние шесть месяцев, пока сохраняется мягкая денежно-кредитная политика в еврозоне. ЕЦБ приблизился к своим целям - инфляция достигла 1,9%, рост экономики – 2,5%. В результате анонсировано завершение европейского QE в декабре 2018 г., еще через полгода ЕЦБ может запустить цикл повышения ставок. **Во втором полугодии 2018 г. следует закрывать позиции в длинных евробондах, номинированных в европейской валюте.** Высока вероятность коррекции в этих бумагах в начале 2019 г.

Во втором полугодии 2018 г. мы ставим на замедление темпов роста индекса доллара. Котировки EUR/USD нащупали равновесное положение в районе 1,155-1,180, полагаем, что в этом районе цены и будут изменяться.

Вместо традиционных валютных пар следует вспомнить о валютах – «тихих гаванях»: это традиционно швейцарский франк и японская иена. Учитывая растущую волатильность рынков в этих валютах будут периодически наблюдаться периоды повышенного спроса.

VI. Валютные облигации

Полгода назад мы рекомендовали сокращать дюрацию долларовых портфелей евробондов и замещать риск emerging markets облигациями американских эмитентов. Наша ставка сыграла – спреды кредитных дефолтных свопов EM выросли за полугодие на 20-85%. Второе полугодие 2018 г. – время отказываться от perpetual бондов в евро и снижать дюрацию портфелей, номинированных в европейской валюте.

Спреды 10-летних облигаций



Источник: Reuters, оценки КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Спреды доходностей суверенных долларовых облигаций развивающихся рынков к бенчмарку US Treasuries растут, причем в основном под воздействием внутренних факторов. Для Турции, Аргентины и Бразилии - это сильнейшая девальвация национальных валют, для ЮАР – долговые проблемы ряда ключевых корпораций. Российские евробонды на фоне аналогов из развивающихся стран выглядят неплохо, даже несмотря на отток капитала и санкции. Поддержку котировкам российского долга оказывается отсутствие каких-либо новых санкций в отношении страны в целом, сильные макропоказатели экономики и повышение кредитного рейтинга до инвестиционного уровня.

Мы ждем замедления динамики расширения спредов. Турецкие и бразильские бонды могут отыграть часть потерь. В России следует избегать эмитентов, бенефициары которых потенциально могут оказаться фигурантами новых санкционных списков.

Бумага	Сектор / Страна	Купон, %	Дата погашения	ISIN	Цена	Кредитный рейтинг	YTM, % годовых	Дюрация	Ранг
General Motors	Автомобилестроение / США	4,15	19.06.2023	US37045XCL82	100,6	BBB	4,1	4,4	Sr Unsecured
Vale Overseas Ltd	Металлургия / Бразилия	4,38	11.01.2022	US919111TAM53	102,3	BBB-	3,8	3,2	Sr Unsecured
Embraer SA	Промышленность / Бразилия	5,15	15.06.2022	US29082AAA51	104,5	BBB-	4,0	3,5	Sr Unsecured
Gerdau Holdings Inc	Металлургия / Бразилия	7,00	20.01.2020	USU37405AA20	105,2	BBB-	3,8	1,4	Sr Unsecured
Indonesia Government	Суверенный / Индонезия	3,75	25.04.2022	USY20721BC22	100,0	BBB-	3,9	3,5	Sr Unsecured

Источник: Bloomberg

Бумага	Сектор / Страна	Купон, %	Дата погашения	ISIN	Цена	Кредитный рейтинг	YTM, % годовых	Дюрация	Ранг
Braskem	Химия / Бразилия	6,45	03.02.2024	US10553YAF25	106,8	BB+	5,1	4,5	Sr Unsecured
Delhi International Airport Ltd	Аэропорт / Индия	6,13	03.02.2022	XS1165980274	101,8	BB	5,7	3,1	1st lien
Petroleos Mexicanos	Добыча нефти и газа / Мексика	4,63	21.09.2023	US71654QCD25	99,2	BBB	4,9	4,5	Sr Unsecured
Murphy Oil Corp	Добыча нефти и газа / США	6,88	15.08.2024	US626717AH56	106,1	BB	5,7 к call-option	3,5 1,0 к call-option	Sr Unsecured
AngloGold Ashanti	Драгоценные металлы / ЮАР	5,13	01.08.2022	US03512TAC53	102,3	BB+	4,6	3,6	Sr Unsecured

Источник: Bloomberg

Бумага	Сектор / Страна	Купон, %	Дата погашения	ISIN	Цена	Кредитный рейтинг	YTM, % годовых	Дюрация	Ранг
Petroleos Mexicanos	Добыча нефти и газа / Мексика	6,88	04.08.2026	US71654QCB68	106,7	BBB	5,5	6,0	Sr Unsecured
Pitney Bowes Inc	Технологии / США	3,63	01.10.2021	US724479AK60	94,7	BB+	5,8	2,9	Sr Unsecured
QEP Resources Inc	Добыча нефти и газа / США	5,25	01.05.2023	US74733VAC46	98,9	BB	5,6	4,1	Sr Unsecured
Petrobras Global Finance BV	Добыча нефти и газа / Бразилия	6,25	17.03.2024	US71647NAM11	101,2	BB-	6,1	4,6	Sr Unsecured
ABJA Investment (Tata Steel)	Черная металлургия / Индия	5,95	31.07.2024	XS1090889947	97,3	BB-	6,6	4,9	Sr Unsecured

Источник: Bloomberg

В зоне евро мы рекомендуем фиксировать позиции в длинных облигациях и «вечных» облигациях. Марио Драги анонсировал выход из программы количественного смягчения до конца 2018 г., что снизит спрос на номинированный в евро долг. Во втором полугодии 2019 г. ЕЦБ скорее всего перейдет к повышению ставок, что еще сильнее отразится на цене длинных бондов.

Ребалансировать портфели следует заблаговременно – во втором полугодии 2018 г. в целях избежания негативного воздействия коррекции рынка.

Эмитент	Сектор / Страна	Купон, %	Дата погашения	ISIN	Цена*	Кредитный рейтинг	YTM, % годовых	Дюрация	Ранг
Gazprom OAO Via Gaz Capital SA	Добыча нефти и газа / Россия	2,50	21.03.2026	XS1795409082	99,2	BBB-	2,7	6,8	Sr Unsecured
Vnesheconombank Via VEB Finance PLC	Банки / Россия	4,03	21.02.2023	XS0893212398	108,7	BBB-	2,1	4,2	Sr Unsecured
Petrobras Global Finance BV	Добыча нефти и газа / Бразилия	4,25	02.10.2023	XS0835890350	106,9	BB-	2,9	4,5	Sr Unsecured
Petroleos Mexicanos	Добыча нефти и газа / Мексика	3,63	24.11.2025	XS1824425182	100,2	BBB	3,7	6,3	Sr Unsecured

Источник: Bloomberg

VII. Рубль: валюта и ставки

Рубль – одна из лучших валют развивающихся рынков. Российская валюта подешевела в пределах 10%, причем в основном после введения санкций в отношении Русала. От новой волны распродаж в мае-июне, параллельной с продажами бразильского реала и турецкой лиры, российскую валюту уберегли сырьевые цены.

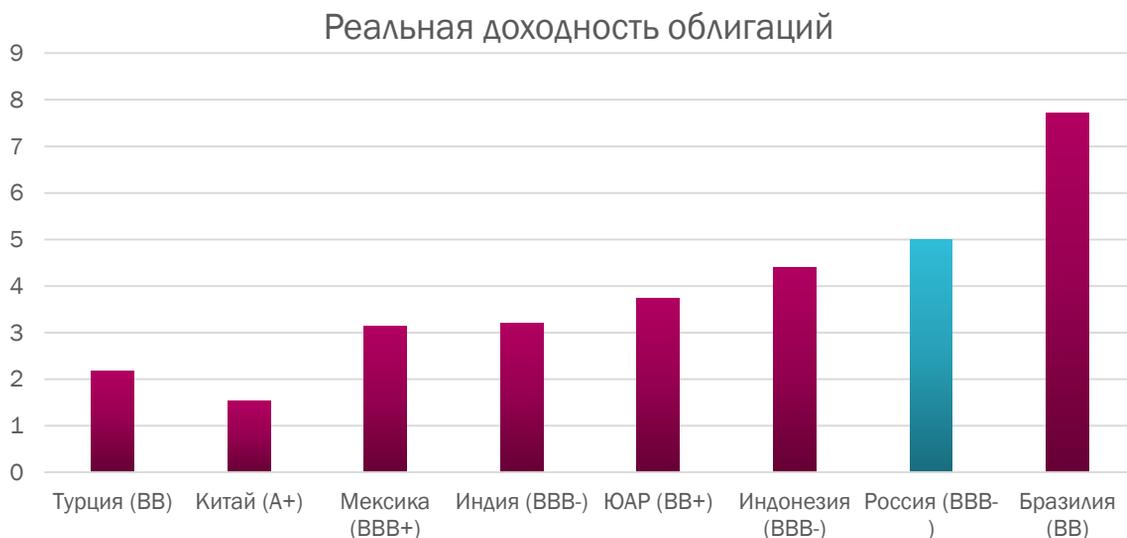
Прежнего спроса на рубль нет. Это видно по результатам еженедельных аукционов ОФЗ:



Источник: Sbonds, расчёты КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Спрос по-прежнему превышает предложение, но уже меньше, нежели в 2017 г., и достигается это преимущественно премией к рыночной доходности, которую предлагает Минфин.

Реальная доходность российских облигаций по-прежнему высока на фоне других развивающихся рынков. *Однако для кэрри трейда рублевые бонды более не подходят: инфляция разворачивается, мы ждем ее ускорения до 4% в перспективе 12 месяцев, ЦБ замедляется в процессе понижения ставки.*



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер (ПАО)

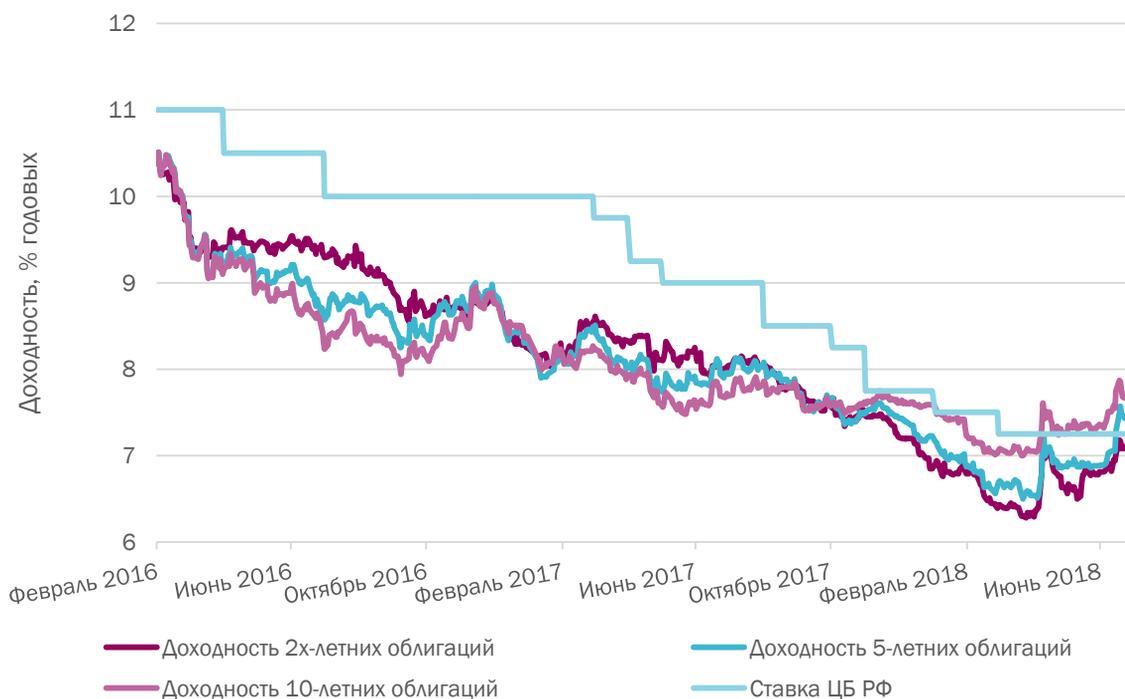
Таким образом, **прежние драйверы роста котировок рубля во втором полугодии 2018 г. работать не будут.** В то же время санкции, волатильность мировых рынков, снижение лояльности к риску западного капитала – все это безусловно против российской валюты в перспективе следующих шести месяцев.

В таких условиях мы ожидаем возвращения обратной корреляции котировок USD/RUB и Brent. Нашим базовым прогнозом является снижение рубля к доллару в район 65 руб. осенью 2018 г.

VIII. Рублевые облигации

Снижение доходностей суверенных облигаций РФ прекратилось. Доходности выросли с начала года на 10-20 б.п., а с начала второго квартала – на 65-92 б.п. Триггером для снижения цен послужило введение санкций против Русала. На середину июня, по данным ЦБ, нерезиденты сократили вложения в ОФЗ до 30,5%, тогда как в марте их доля оценивалась в 42,7%.

Динамика доходностей ОФЗ



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Возвращение доходностей к уровням марта до конца года маловероятно. Замедление темпов снижения ставки ЦБ, неравномерная динамика капитала и ускорение инфляции не способствуют росту цен на рублевый долг.

Рекомендуем снижать дюрацию рублевых портфелей облигаций. Ждать повышения ставок преждевременно, но в периоды роста рыночной волатильности ценовые колебания длинных выпусков могут оказываться слишком высокими. Фокус следует смещать на средний отрезок кривой доходности.

Рекомендуем диверсифицировать облигации с постоянным купоном облигациями с переменным купоном, в том числе:

- Короткие ОФЗ с привязкой к RUONIA;
- Инфляционные ОФЗ;
- Корпоративные облигации с купоном, привязанным к инфляции (РЖД 32, ФСК 22)
- Корпоративные облигации с купоном, привязанным к ставке ЦБ.

Модельный портфель облигаций РФ

Название выпуска	ISIN-код бумаги	Доходность, % годовых	Дюрация	Погашение	Дата oferty	Дата выплаты купона	Купон, % годовых	Номина л, руб.
АФК Система 001P-01	RU000A0JVUK8	9,1	0,3	30.09.2025	12.10.2018	09.10.2018	12,5	1 000
Группа ЛСР, 001P-02*	RU000A0JXPM0	9,0	2,4	20.04.2022	-	25.07.2018	9,7	1 000
Детский Мир БО-04*	RU000A0JXMZ9	8,0	1,6	29.03.2024	07.04.2020	05.10.2018	9,5	1 000
Мечел 14об	RU000A0JROJ0	12,1	0,5	25.02.2020	-	28.08.2018	12,3	700
Пионер Б1P3*	RU000A0ZZ547	11,9	1,6	23.04.2021	29.04.2020	27.07.2018	12,0	1 000
ЧТПЗ, 001P-03*	RU000A0JXME4	8,7	4,5	21.03.2024	-	27.09.2018	9,7	1 000
ОФЗ 24019	RU000A0JX0J2	7,7	1,2	16.10.2019	-	17.10.2018	7,74 RUONIA + 0,3%	1 000
ОФЗ 29008	RU000A0JV4P3	7,9	7,5	03.10.2029	-	17.10.2018	8,84 RUONIA + 1,4%	1 000
Карачаево-Черкессия	RU000A0ZYL22	8,2	4,6	18.12.2024	-	19.09.2018	8,7	1 000
РЖД, 32	RU000A0JSGV0	8,3**	4,1	25.06.2032	13.07.2022	13.07.2018	4,6 ИПЦ + 2,1%	1 000
ФСК ЕЭС, 22	RU000A0JSQ58	8,8**	4,0	21.07.2027	03.08.2022	01.08.2018	5 ИПЦ + 2,5%	1 000

* Облигации попадают под действие закона о льготах на налог с купона

** Доходность при условии ускорения инфляции до 4,5%

IX. Рынки акций

Европа

Европейские фондовые индексы продемонстрировали более слабую динамику нежели американские. Мы остаемся при мнении – на развитых рынках ставка на европейские акции не будет оправданной в 2018 г.

Риски для европейских акций:

- Ужесточение ДКП: программа количественного смягчения от ЕЦБ завершится в декабре 2018 г. Это не означает, что рынки начнут корректироваться сразу после завершения QE, но ограничивает приток ликвидности. Начиная со второго полугодия 2019 г. эта ликвидность будет дорожать, что также не в пользу роста цен фондовых активов.
- Последствия торгового противостояния с США.
- Набирающий обороты банковский кризис, в частности, неопределенность вокруг американской дочки Deutsche Bank. Потенциально крах Deutsche Bank по последствиям может оказаться более жестким, чем даже Lehman Brothers. Вероятность такого развития событий невелика, скорее всего DB – политический инструмент во время противоречий Трампа с европейскими правительствами.
- В любой момент может обостриться политический кризис: ситуация в Италии, Испании не устойчива. В странах набирают силу евроскептики, готовые в любой момент заявить популистскими и опасными для еврозоны лозунгами о своих амбициях.

Следует закрывать позиции в длинных облигациях, номинированных в европейской валюте. Их коррекция может начаться уже в 2019 г., чего дожидаться не следует. Европейские акции видим в целом хуже американских.

США

2018 г. для американского рынка акций начался с масштабного ралли, которое позже сменилось 10%-ной коррекцией, даунтренд такого масштаба зафиксирован впервые за два года. Основным позитивным импульсом для рынка выступают сильные экономические данные США. Ключевые экономические риски заключаются в геополитической напряженности и развитии полномасштабных торговых войн.

Движение американского фондового рынка во II полугодии во многом будет зависеть реализуются ли указанные выше источники неопределенности в полномасштабные риск-факторы, способные оказать негативное влияние на макроэкономическое состояние США, или нет.

Мы ожидаем, что турбулентность на рынке сохранится до конца года, но при этом американский рынок имеет высокий шанс и 2018 г. закрыть в плюс.

Трампономика: на защите национальных интересов.

- В текущем году Дональд Трамп продолжил исполнять предвыборные обещания. Помимо реализованной налоговой реформы, США запустили программу поддержки локальной промышленности путем введения таможенных тарифов на импорт стали (25%) и на алюминий (10%) с целью снизить зависимость страны от импорта. Обратной стороной протекционизма Трампа стало создание предпосылок для развития торговых войн с ключевыми партнерами.
- Тарифы на сталь и алюминий – лишь часть «айсберга». Пошлины введены и в отношении 818 позиций китайских товаров размером в 25%. Их общая стоимость составляет \$34 млрд. Цель – сократить дефицит США в товарообороте с Китаем, который оценивается примерно в \$500 млрд в год. Со стороны США, это, скорее всего, тактика для получения преимущества во время очередного раунда переговоров с Китаем, который уже ответил зеркальными мерами. Чем закончится противостояние между двумя крупнейшими экономиками мира пока что сложно предугадать. В любом случае, это затяжная игра, от исхода которой зависят в том числе и настроения на глобальных рынках капитала.

Экономика США: стабильный рост без признаков перегрева

- Состояние американской экономики является поддерживающим инвесторов фактором. Темп роста ВВП в I кв. 2018 г. составил 2%, причем увеличение показателя происходит за счет роста потребительских расходов. Ожидаем дальнейшего роста ВВП США по итогам 2018 г. (прогноз: +2,8%).
- Показатели рынка труда продолжают демонстрировать положительную динамику. Американская экономика стабильно создает новые рабочие места. С начала года показатель достиг уже отметки в 1,3 млн. Уровень безработицы составляет 4,0%, то есть находится вблизи исторического минимума, продолжает расти размер заработной платы - на 2,7% г/г.
- Уровень инфляции оценивается выше целевого значения в 2%. Ускорению темпов роста потребительских цен способствует увеличение стоимости энергоносителей. При этом в среднесрочной перспективе ожидается стабилизация ИЦП возле 2%-ого уровня.

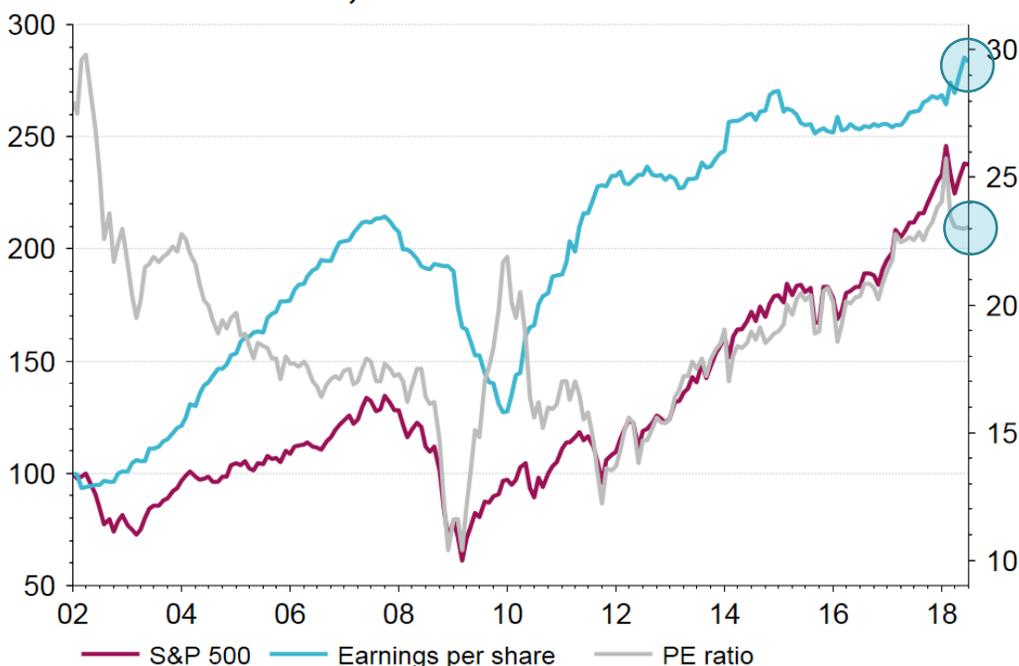
ФРС: «ястребиный» настрой

- Учтя стабильное состояние американской экономики, ФРС США в I полугодии повысила процентную ставку дважды, доведя ее до диапазона 1,75-2%, а сам регулятор занял более «ястребиную» позицию по сравнению с началом года, просигналив о намерении до конца II полугодия довести совокупное количество повышений ставки до четырех раз. Вероятность такого сценария, согласно данным Fed Funds Futures, уже оценивается в 50%.

Фондовый рынок США: драйверов для роста становится меньше

- Итоги I полугодия: S&P 500 +1,7%, NASDAQ Comp +8,8%, DJIA -1,8%
- Оптимизм постепенно уходит с рынка: 7 из 11 секторов, входящих в расчет индекса широкого рынка S&P 500, показали в I полугодии 2018 г. отрицательный результат.
- Лидеры роста - акции из секторов Discretionary (+10,8%), Technology (+10,2%), Energy (+5,3%) и Healthcare (+1,0%).
- Динамика фондового рынка США серьезно отстала от динамики прибыли на акцию. Относительная оценка американского фондового рынка по мультипликатору P/E снизилась относительно исторического максимума на 12%:

S&P 500 index, EPS and PE ratio



Source: Thomson Reuters Datastream / Fathom Consulting

- Рост американской экономики, реализация налогового маневра, а также снижение стоимости доллара на глобальном валютном рынке позволили компаниям показать почти 20%-ный рост корпоративной прибыли в I кв. 2018 г. Ожидаем дальнейший рост корпоративной прибыли, но темпы будут замедляться. В секторальном разрезе наиболее выигрышно выглядят компании, относящиеся к Financials, Materials и Industrials. Кроме того, с учетом конъюнктуры на рынке нефти, рост прибыли ожидается и в энергетическом секторе (71% компаний пересмотрели в сторону повышения прогнозные EPS).
- Рост корпоративных прибылей вновь привел к появлению у компаний свободной денежной ликвидности, которая направляется на увеличение дивидендных выплат, сделки M&A, а также программы обратного выкупа акций. По предварительным оценкам, объем программ buyback в 2018 г. может достигнуть рекордных \$700-800 млрд (против прошлогодних \$525 млрд), дивидендные выплаты оцениваются в \$500 млрд, M&A – в \$1,3 трлн.

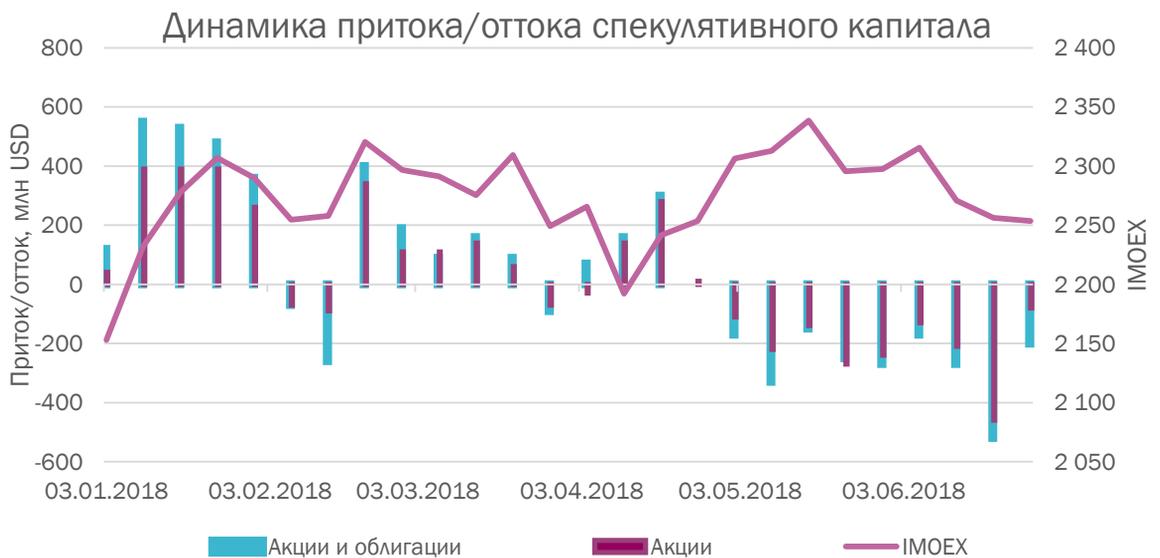
Таким образом, на американском рынке акций создается неоднозначная ситуация. С одной стороны, благоприятные экономические условия, поддерживающие рост финансовых показателей компаний, создают предпосылки для того, чтобы американский рынок завершил год умеренным ростом. С другой стороны, из-за высокой степени неопределённости, связанной с риском развитием торговых войн и агрессивной внешней политикой, рынок США будет подвержен высокой волатильности. В результате мы ждем, что риск-факторы компенсируют фундаментальную силу американской экономики и корпоративного сектора.

С учетом вышеуказанного, мы ожидаем, что американские индексы продолжают двигаться в «боковом» диапазоне, ограниченном сверху историческими максимумами. По-прежнему, рекомендуем выкупать просадки в 5-7%, отдавая предпочтение сильным компаниям с фундаментальной точки зрения и/или с высокими объемами buyback.

Российский рынок акций

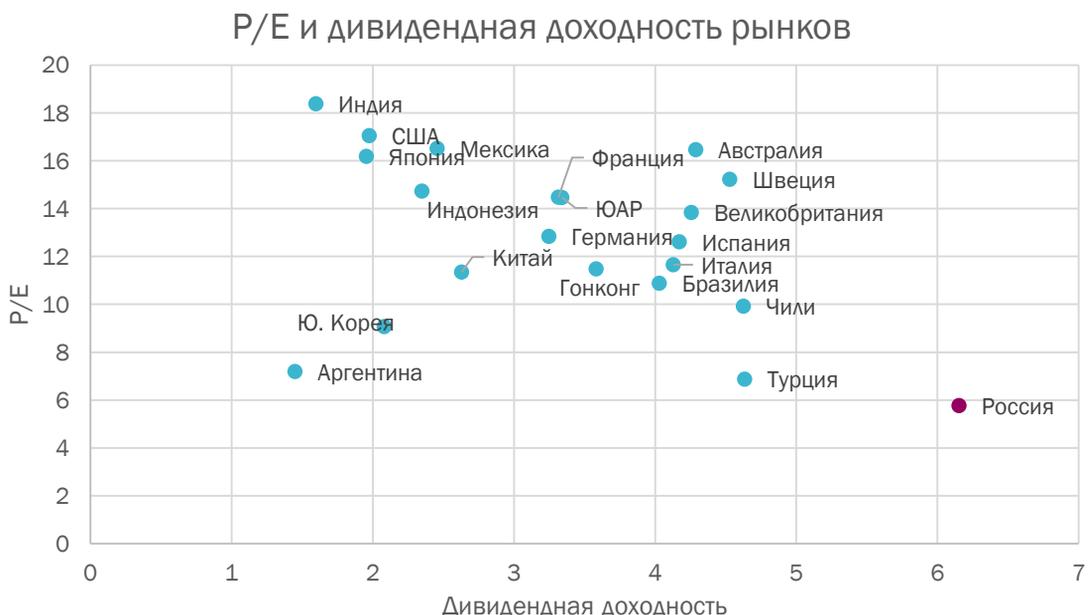
Обозначенные нами полгода назад риски для российского фондового рынка частично реализовались. Введение санкций против Русала – первая действительно жесткая мера в отношении российской экономики и бизнеса с 2014 г. Последствия введения санкций на Русал повлияли на капитализацию Полюса, АФК Система, сказались на ценах рублевых облигаций.

В особенности сложным оказался второй квартал: рынок пережил введение санкций против Русала, но сразу попал под давление оттока капитала. В апреле-июне из российских ценных бумаг выведено \$1,8 млрд по оценке EPFR, из которых более 80% из акций.

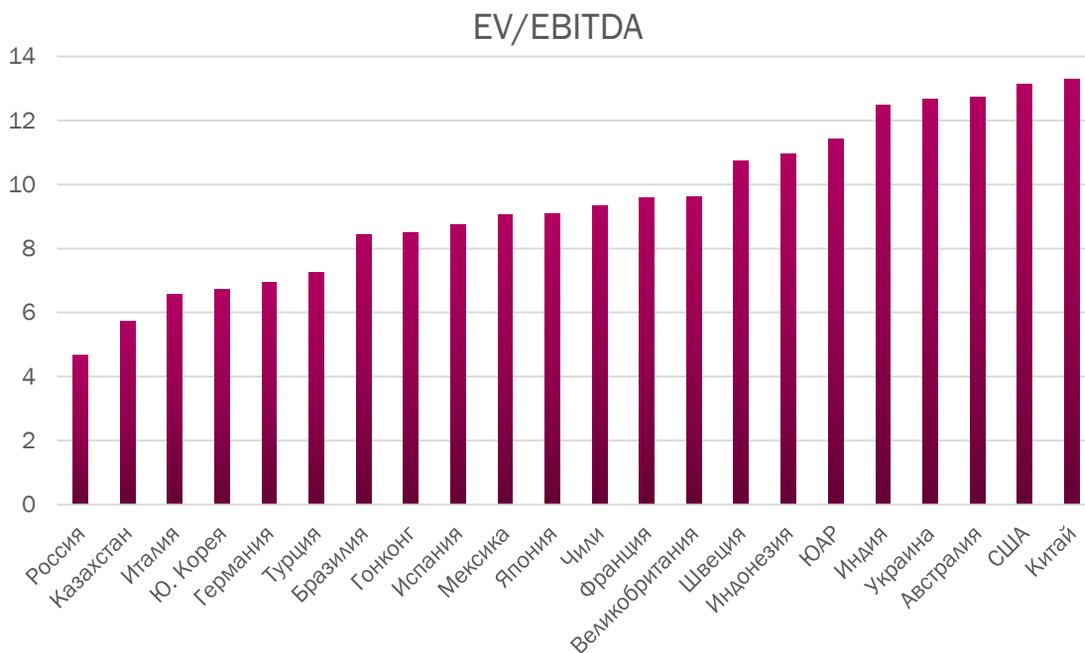


Источник: Reuters, EPFR, КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Российский рынок акций остается одним из самых дешевых в мире по рыночным мультипликаторам, дивидендная доходность российских акций по-прежнему самая высокая в мире.



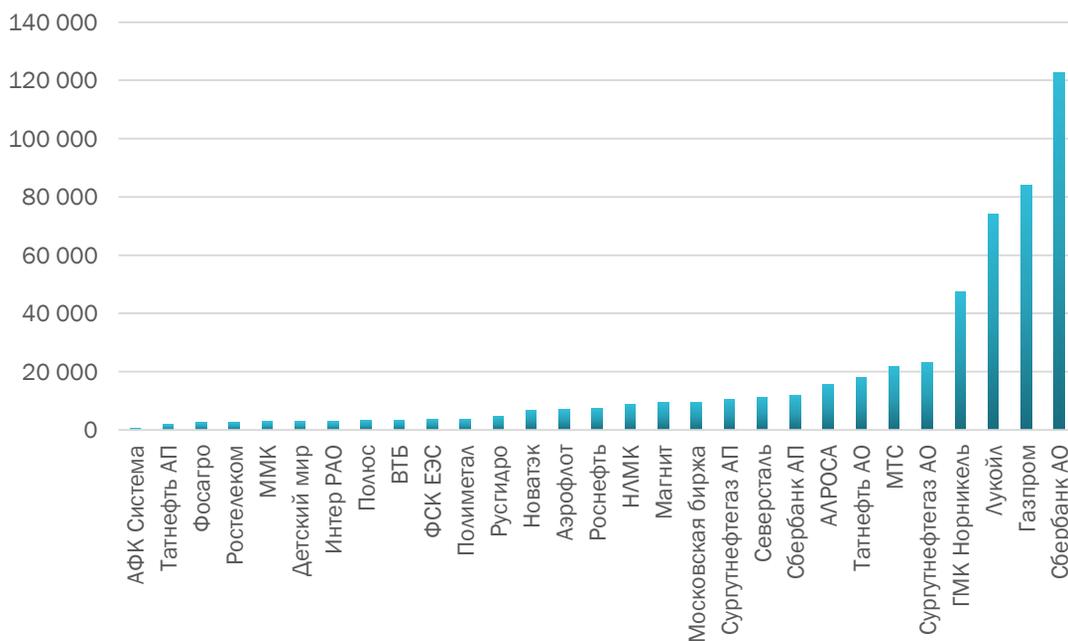
Источник: Bloomberg, КИТ Финанс Брокер (ПАО)



Источник: Bloomberg, КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Дивиденды за 2017 г. – рекордные для российского рынка акций в абсолютном выражении. По нашим расчетам дивиденды на free float входящих в базу расчета индекса Московской биржи акций превысят 600 млрд руб. Больше всего получат миноритарии Сбербанка, Газпрома, Лукойла, ГМК, и **часть этой суммы безусловно будет реинвестирована в российский рынок акций в июле-августе 2018 г.**

Дивиденды на free float, млн руб.



Источник: Reuters, КИТ Финанс Брокер

Таким образом, дивидендный приток компенсирует отток западного капитала. Это ключевой драйвер для российского фондового рынка до конца лета 2018 г.

В дальнейшем динамику будет определять в большей степени внешний фон:

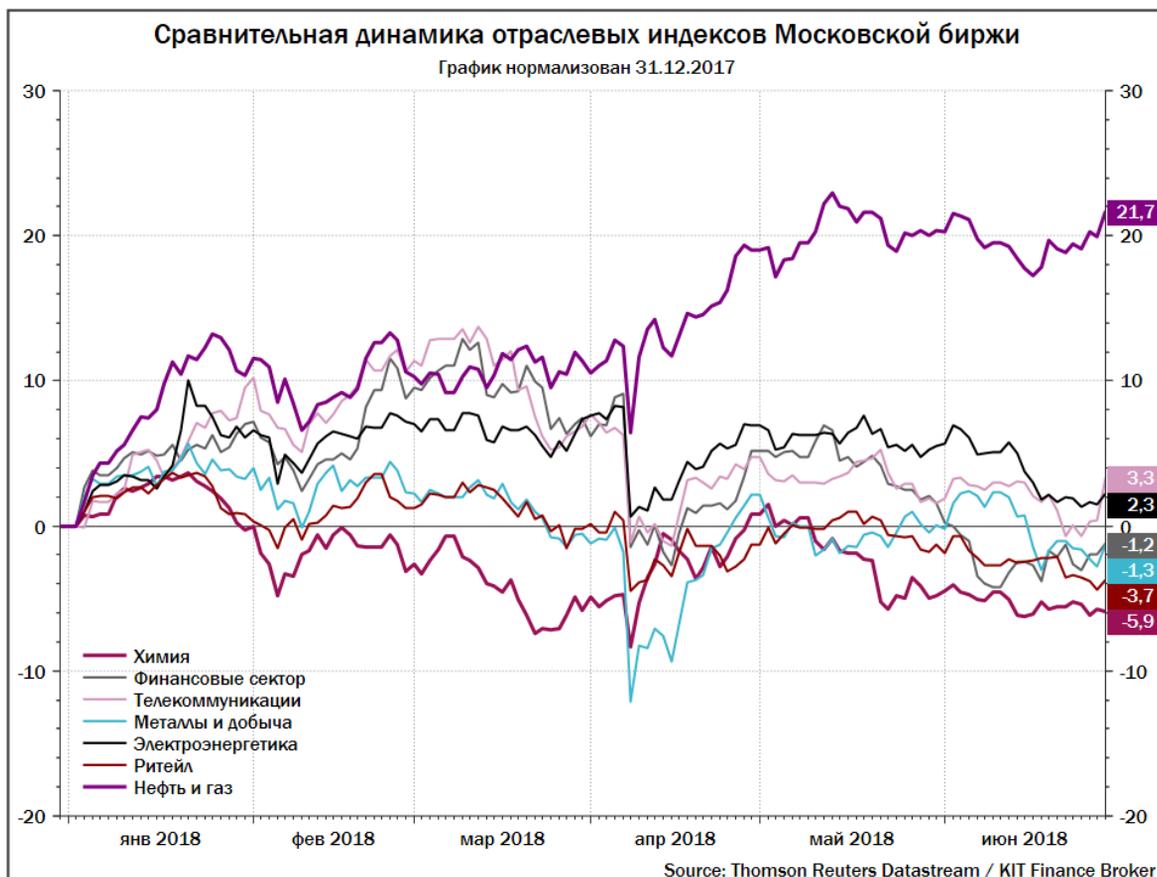
- Динамика глобального капитала: основания для продолжения оттока из развивающихся рынков есть, ускорять динамику будет возможное снижение цен на сырьевые товары. Сохранение тренда будет означать сохранение боковика на российском рынке. В этом случае не исключаем обновления исторического максимума, но без существенного превышения. Ждем индекс Московской биржи в границах канала 2200-2400 пунктов.
- Геополитика: санкции или ожидания санкций против представителей российской бизнес-элиты и публичных компаний будет негативно отражаться на всем российском рынке акций. Именно геополитика будет провоцировать волатильность внутри названного выше канала.

Модельный портфель акций РФ:

Акция	Целевая цена	Потенциал роста
ВТБ	0,055	14,6%
Газпром нефть	350	8,0%
Лукойл	4 600	5,1%
МТС	310	11,5%
Распадская	120	17,2%
Русгидро	0,75	11,0%
Северсталь	1 000	7,5%

Обзор отраслей российского фондового рынка

Положительную динамику в первом полугодии 2018 г. показали только три отраслевых индекса Московской биржи – Электроэнергетики, Телекоммуникаций и Нефти и газа. Самую слабую динамику продемонстрировал индекс Химии, снизившийся на 5,9% из-за Уралкалия, акции которого, в свою очередь, упали на 11,4%.



Нефтегазовый сектор

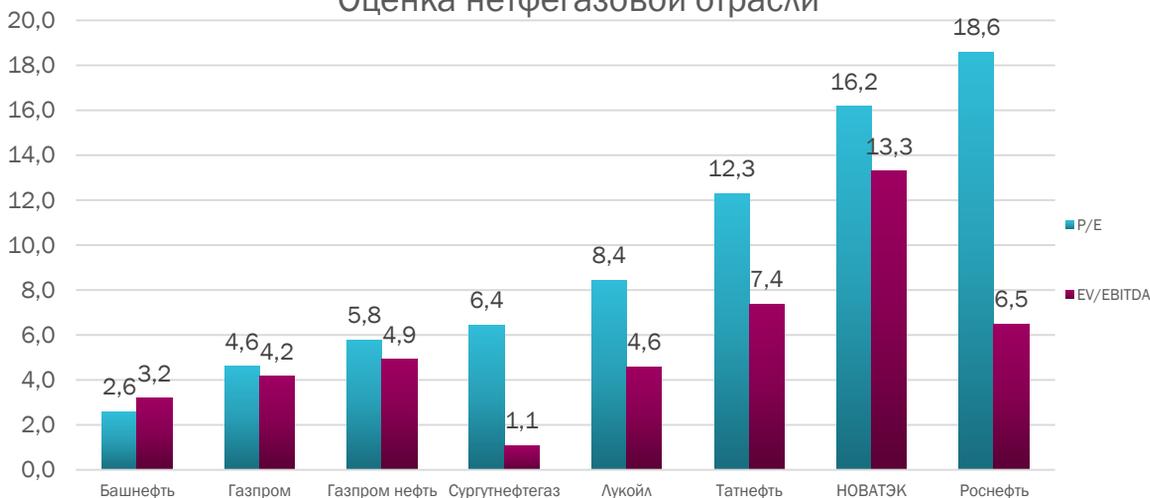
В первом полугодии 2018 г. акции российских нефтегазовых компаний показали положительную динамику как за счёт роста цен на нефть, так и благодаря ослаблению российской валюты. Наиболее сильную динамику показали Татнефть, Роснефть и Газпром нефть.



Драйверы роста в нефтегазовом секторе:

- Рост цен на нефть;
- Ослабление рубля;
- Плановое увеличение добычи нефти в связи с договорённостью ОПЕК;
- Рост цен на авиационное топливо;
- Возможное введение Китаем 25%-ных пошлин на импорт сырьевых товаров из США, в том числе нефти. Введение Пекином ввозных пошлин может ограничить поставки нефти из США в Китай. В связи с чем, Китай будет заменять американский ресурс сырьём от своего основного поставщика – России, что, в свою очередь, приведёт к увеличению прибыли российских нефтяников.

Оценка нетфтегазовой отрасли

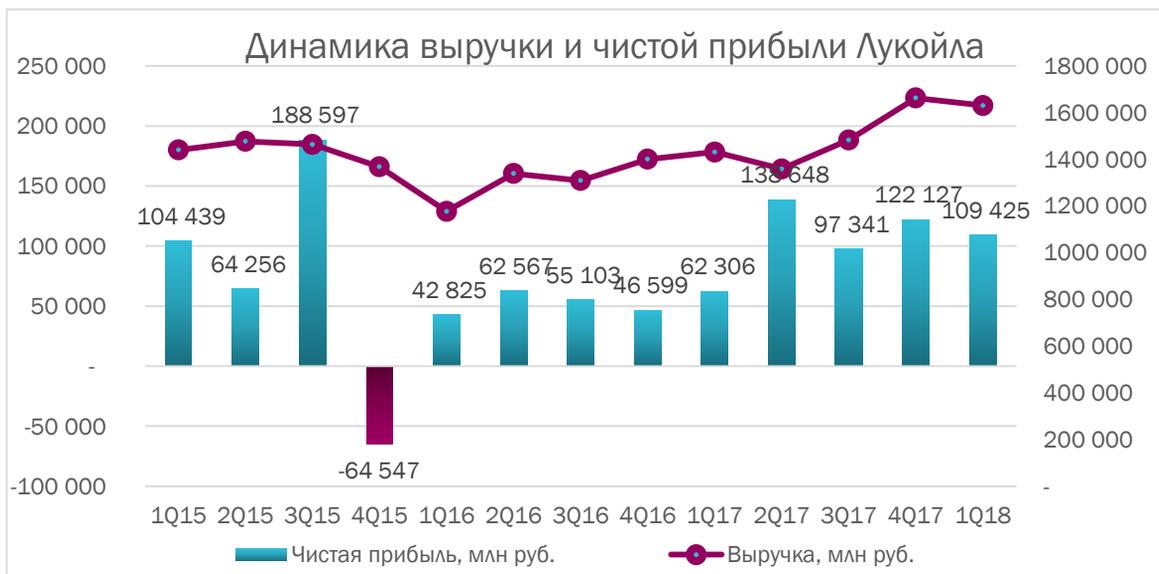


Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Во втором полугодии 2018 г. мы делаем ставку на три акции в российском нефтегазовом секторе: Газпром нефть, Лукойл, привилегированные акции Сургутнефтегаза.

У Лукойла закончился основной инвестиционный цикл - компания завершила коренную модернизацию НПЗ в РФ. В рамках программы модернизации построено 11 новейших установок. Ввод в 2018 г. ТЗК в Шереметьево обеспечит Лукойлу дополнительную выручку, особенно с учётом роста цен на авиационное топливо. Также исходя из данных компании рост цен на нефть +\$1 /барр. Brent даёт +\$210 млн EBITDA, а изменение курса рубля +1 руб./\$ даёт +\$50 млн.

Финансовые показатели Лукойла растут: выручка по МСФО за I кв. 2018 г. увеличилась на 13,9%, EBITDA – на 5,7%, чистая прибыль – на 75%. Положительное влияние на динамику показателей оказало увеличение доли высокомаржинальных объемов в структуре добычи, улучшение структуры выпуска продукции на собственных НПЗ и рост объемов реализации через премиальные каналы сбыта.

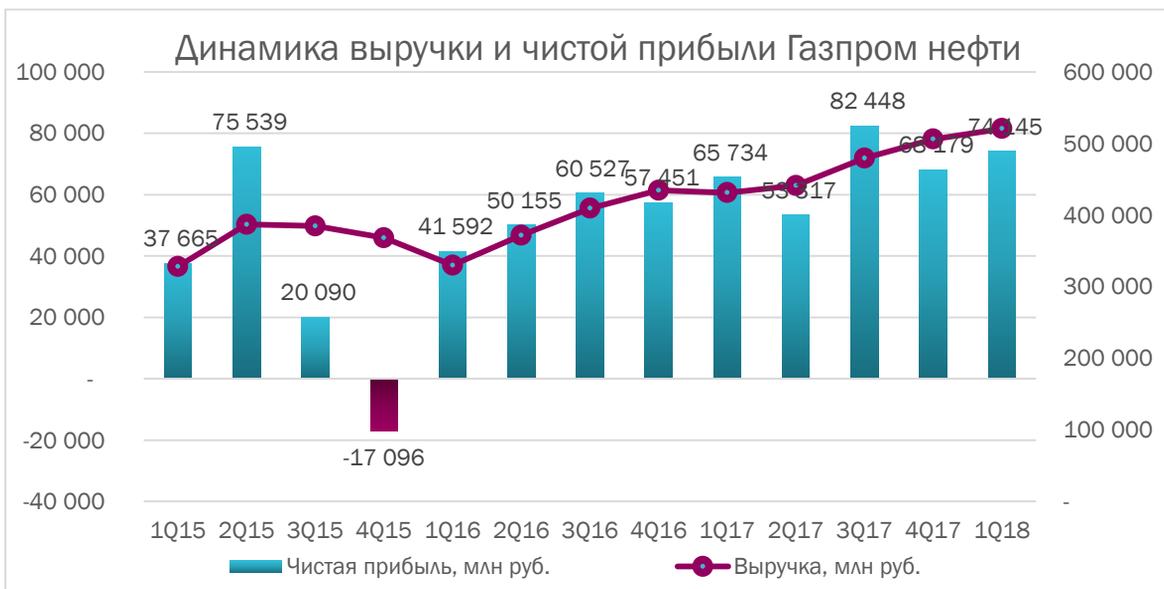


Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Главным драйвером долгосрочного роста котировок акций Лукойла будет одобренное Советом директоров Лукойла погашение основной части казначейских акций и запуск buyback во втором полугодии 2018 г. Погашение части акций увеличивает прибыль на акцию и дивиденд на акцию. Мы рекомендуем покупки акций Лукойла в долгосрочные инвестиционные портфели.

Газпром нефть по-прежнему остаётся одной из самых дешёвых компаний в нефтегазовом секторе, которая также выигрывает от всех перечисленных драйверов роста, это наглядно демонстрирует график квартальной выручки и чистой прибыли.

Выручка Газпром нефти за I кв. 2018 г. по МСФО увеличилась на 14,5% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года — до 520,6 млрд руб., показатель EBITDA составил 155,8 млрд руб., увеличившись на 32,3%. Чистая прибыль за I кв. 2018 г. увеличилась на 12,4% к аналогичному периоду 2017 г. - до 69,7 млрд руб. Рост показателей компании в основном обеспечен увеличением розничных продаж и восстановлением конъюнктуры рынка.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Также у компании завершились крупные инвестпроекты, в связи с чем у Газпром нефти появляется возможность максимизировать долю свободного денежного потока, направляемого на снижение долговой нагрузки и выплату дивидендов. На данный момент Газпром нефть выплачивает дивиденды из расчета 25% от чистой прибыли, а в 2017 г. возобновила практику выплаты промежуточных дивидендов. Вероятно, Газпром нефть выплатит дивиденд за 9 месяцев 2018 г. Таким образом, в ноябре-декабре 2018 г. можно рассчитывать на повышенные выплаты относительно финальных годовых выплат. Также есть основания полагать, что в долгосрочной перспективе норма дивидендных выплат будет расти относительно величины чистой прибыли.

Что касается материнской компании Газпром нефти, то Госдума приняла во втором чтении поправки в Налоговый кодекс, которые повышают с 1 сентября по 31 декабря 2018 г. коэффициент расчета налога на добычу полезных ископаемых на газ для Газпрома. Компания не выплачивает дивиденды в полном объеме, в связи с этим правительство компенсирует недополученные доходы бюджета за счёт НДС. Минфин пояснил, что мера по изъятию денежных средств у Газпрома через краткосрочное повышение НДС может применяться и впоследствии, если компания вновь будет принимать решение о выплате дивидендов меньше 50% от чистой прибыли по МСФО. В связи с вышеперечисленным, мы считаем, что это приведёт к дополнительной нагрузке для Газпрома, которая и без того увеличила долговую нагрузку для финансирования крупномасштабных инвестиционных проектов. В ближайшие годы не стоит рассчитывать на высокие финансовые результаты и дивиденды

Привлекательность привилегированных акций Сургутнефтегаза зависит не столько от роста цен на нефть и увеличения добычи, сколько и от укрепления доллара к рублю. Напомним, что важным аспектом деятельности Сургутнефтегаза является наличие известной валютной подушки, которая переоценивается в рублях вслед за ростом доллара. Таким образом, девальвация рубля к доллару вместе с ростом нефтяных котировок позволяют рассчитывать на заметный рост дивидендных выплат по привилегированным акциям Сургутнефтегаза за 2018 г. По нашим расчётам, девальвация рубля позволит компании получить дополнительные 220-230 млрд руб. – это увеличивает выплаты на привилегированные акции приблизительно на 2,8 руб./акция. Таким образом, дивиденд на преф при курсе USD/RUB=65 на 31 декабря 2018 г. может составить около 5,6 руб. на акцию.

Черная металлургия и уголь

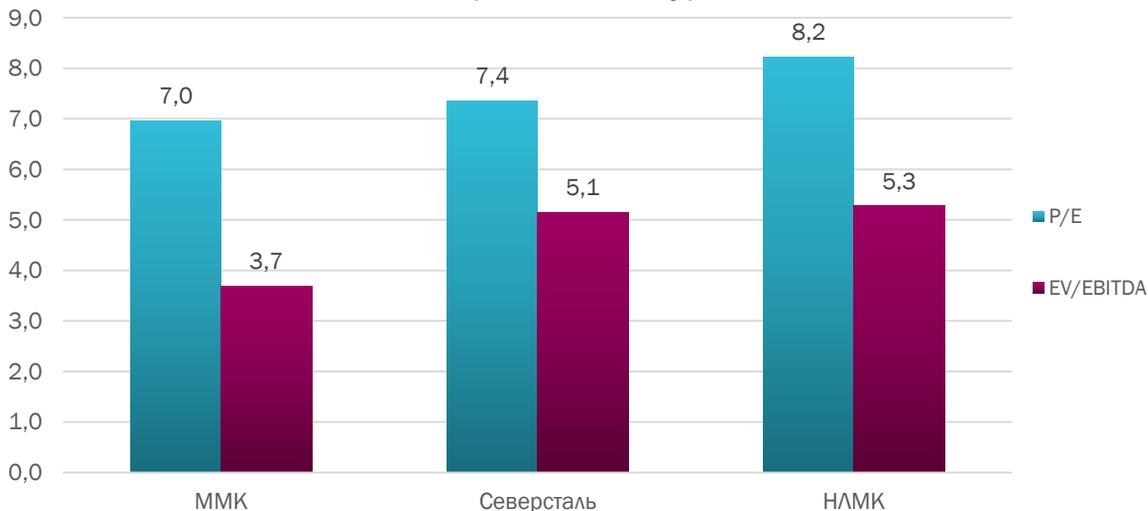
Акции металлургов резко скорректировались в мае-июне 2018 г., растеряв весь прирост с начала года. Котировки снизились под воздействием введения повышенных пошлин со стороны США и падения цены на сталь.



Главным событием для металлургов стал ввод заградительных мер США на импорт стали, которые могут оказать негативное влияние на российских металлургов. Дональд Трамп ввёл пошлины на импорт стали в размере 25%, на импорт алюминия - в 10%.

В зоне риска поставщика трубной продукции - НЛМК, ТМК, Evraz, так как данные компании не только экспортируют большое количество объёма слябов и трубной заготовки, но и имеют дочерние компании в США. В меньшей мере пошлины повлияют на MMK, так как основная часть выручки (более чем 70%) приходится на Россию, на США - менее 1%.

Оценка чёрной металлургии



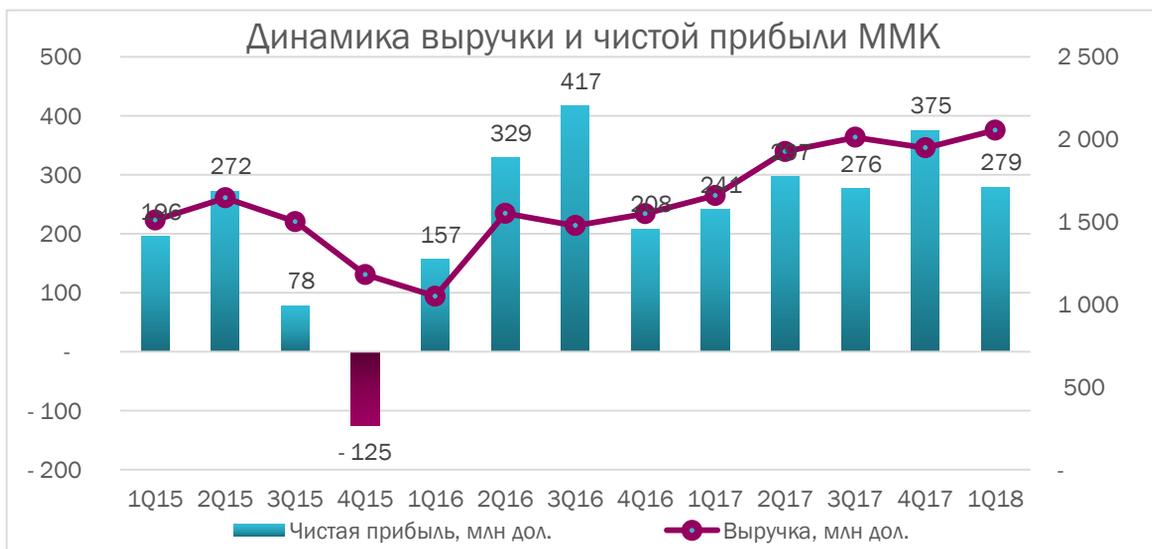
Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Финансовые показатели российских металлургов в основном растут. И Северсталь, и НЛМК, и ММК практически целиком избавились от долговой нагрузки, а новый инвестицикл в секторе пока не начался. В результате представители сектора выплачивают до 100% FCF в качестве дивидендов, оставаясь при этом дешевле западных аналогов по финансовым мультипликаторам.

Случившаяся в конце первого полугодия коррекция акций металлургов – отличная возможность для включения их в среднесрочные портфели. Бета-коэффициент акций металлургических компаний превышает 1, то есть акции двигаются быстрее рынка, что благоприятно при смене рыночной конъюнктуры. Кроме того, выплата промежуточных дивидендов сглаживает дивидендные гэпы, которые быстрее закрываются.

Нашими топ-рекомендациями в секторе являются акции ММК и Северстали.

Выручка ММК за I кв. 2018 г. по МСФО увеличилась на 5,5%, до \$2,1 млрд. Основным поддерживающим фактором стал рост цен, что способствовало увеличению объемов реализации. Свободный денежный поток компании составил \$145 млн (+25% относительно IV кв. 2017 г.). Чистая прибыль компании в отчетном периоде снизилась на 26%, до \$279 млн. Снижение прибыли связано с высоким уровнем цен на основные сырьевые ресурсы в начале 2018 г.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

ММК – самая дешевая компания в отрасли, которая показывает стабильные финансовые показатели и выплачивает ежеквартальные дивиденды. На финансовые результаты компании будут влиять рост цен на сталь на внутреннем рынке на фоне сезонного восстановления спроса и ослабления рубля, а также корректировка цен на основные сырьевые ресурсы.

Выручка Северстали выросла в I квартале на 23% до \$2,1 млрд. Показатель EBITDA увеличился на 22,1% до \$706 млн, чистая прибыль в I кв. выросла на 28% до \$461 млн. Сильные финансовые показатели компании обусловлены в основном за счет роста средних цен реализации стальных продуктов дивизиона. Позитивное влияние на цены на железорудное сырье оказало расширение маржи китайских металлургов и стабильный спрос на высококачественную руду.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

У компании самая высокая дивидендная доходность в секторе. Северсталь показывает стабильные финансовые результаты, во втором полугодии ожидаем высокую прибыль из-за ослабления рубля.

Компания	Дивидендная политика	Прогнозируемая дивидендная доходность
ММК	От 50% FCF, при условии, что чистый долг/EBITDA <1x	8%
Северсталь	От 100% FCF, при условии, что чистый долг/EBITDA 0,5-1x	12%
НЛМК	От 50% FCF, при условии, что чистый долг/EBITDA <1x	6%



Цены на уголь удержались в первом полугодии 2018 г. на высоких уровнях. Средняя цена австралийского бенчмарка около \$200. Мы по-прежнему видим отличные долгосрочные перспективы для акций Распадской, хотя в моменте наши ожидания, связанные прежде всего с возобновлением практики дивидендных выплат, не оправдались. Компания показывает сильные финансовые результаты, производственные мощности заполнены почти на 100%, долговая нагрузка отсутствует. Несмотря на все это, совет директоров Распадской рекомендовал не выплачивать дивиденды за 2017 г. Решение совета директоров не утверждать дивидендную политику и соответственно не выплачивать дивиденды акционерам за 2017 г. менеджмент объяснил существующей зависимостью действующей модели бизнеса Распадской от рыночной конъюнктуры, экспортных продаж и инфраструктуры. Данные факторы оцениваются менеджментом как риски, которые способны в будущем оказать негативное влияние на развитие компании. В этой связи менеджмент компании берет паузу для разработки более устойчивой бизнес-модели компании.

Если оценивать перспективы утверждения дивидендной политики, то решения по данному вопросу можно ожидать не раньше второго полугодия 2018 г. **Тем не менее Распадская – самая дешевая компания среди аналогов в мире. При сохранении благоприятной конъюнктуры рынка акции Распадской будут дорожать в долгосрочной перспективе, поэтому для долгосрочного инвестора они вне всякого сомнения сохраняют привлекательность.**

Что касается Мечела, то показатели компании оставляют желать лучшего, операционные результаты снижаются: в I кв. Мечел снизил добычу угля на 2% в годовом выражении - до 4,96 млн тонн по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Угольщик отстаёт своего плана по добыче. Выплавка стали и чугуна сократилась на 6% — до 1,1 млн тонн и 985 тыс. тонн соответственно. Чистая прибыль тоже снизилась – на нее сильное влияние оказали курсовые разницы, доход по которым снизился на 9 млрд руб. По нашим оценкам чистая прибыль за II кв. 2018 г. будет еще хуже, чем в январе-мае.

Что касается Мечела, то показатели компании оставляют желать лучшего, операционные результаты снижаются: в I кв. Мечел снизил добычу угля на 2% в годовом выражении - до 4,96 млн тонн по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Угольщик отстаёт своего плана по добыче. Выплавка стали и чугуна сократилась на 6% — до 1,1 млн тонн и 985 тыс. тонн соответственно. Чистая прибыль тоже снизилась – на нее сильное влияние оказали курсовые разницы, доход по которым снизился на 9 млрд руб. По нашим оценкам чистая прибыль за II кв. 2018 г. будет еще хуже, чем в январе-мае.

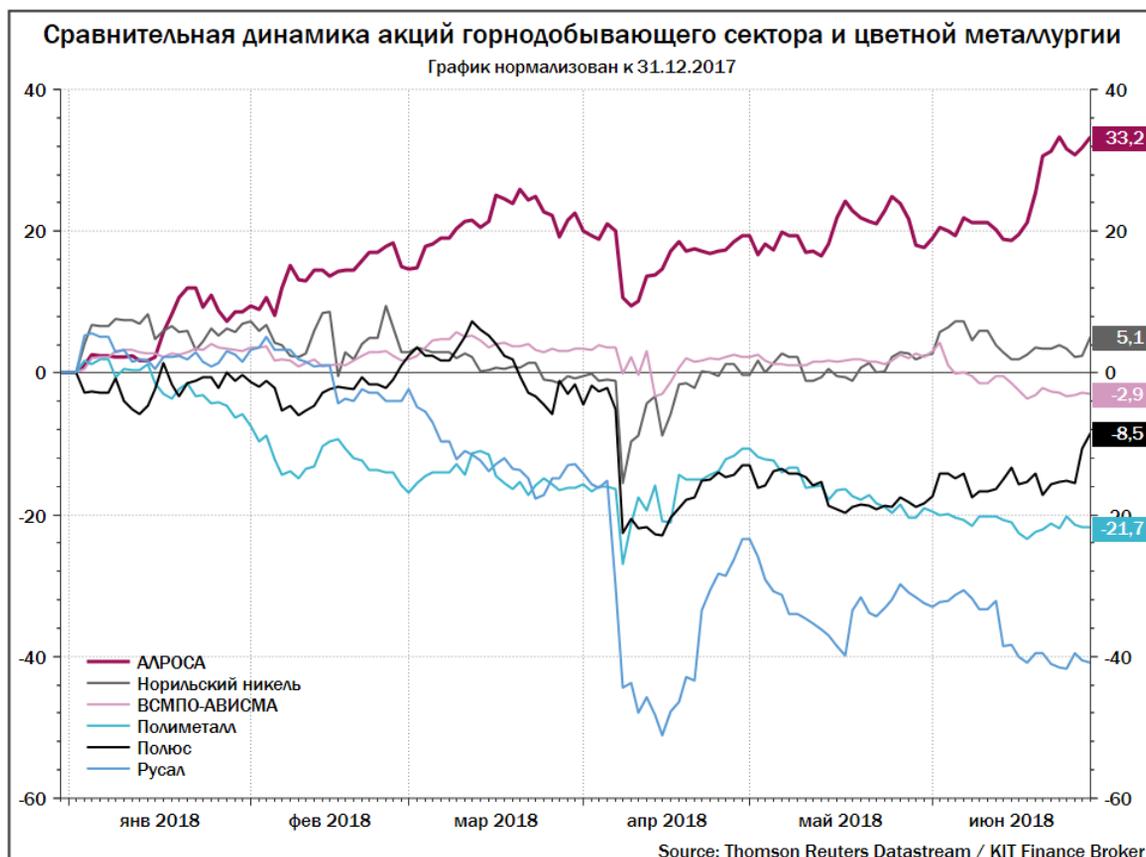
Генерируемого денежного потока не хватает для снижения долговой нагрузки, компания лишь обслуживает свой долг. Менеджмент Мечела надеется снизить показатель чистый долг/ЕВITDA до 4х к 2020 г., однако, снизить нагрузку не позволит ни рост цен на продукцию, ни ослабление рубля. Только продажа части активов. Процесс необходимо завершить до 2020 г., когда завершится грейс-период по большей части реструктурированных кредитов.

Акции Мечела примечательны тем, что драйверы для обыкновенных и привилегированных акций противоположены друг другу: для обыкновенных акций важен рост ЕВITDA и FCF, чему способствует ослабление рубля. Для привилегированных – наоборот – важен сильный рубль, так как он минимизирует отрицательную переоценку валютных займов, которая снижает величину чистой прибыли.

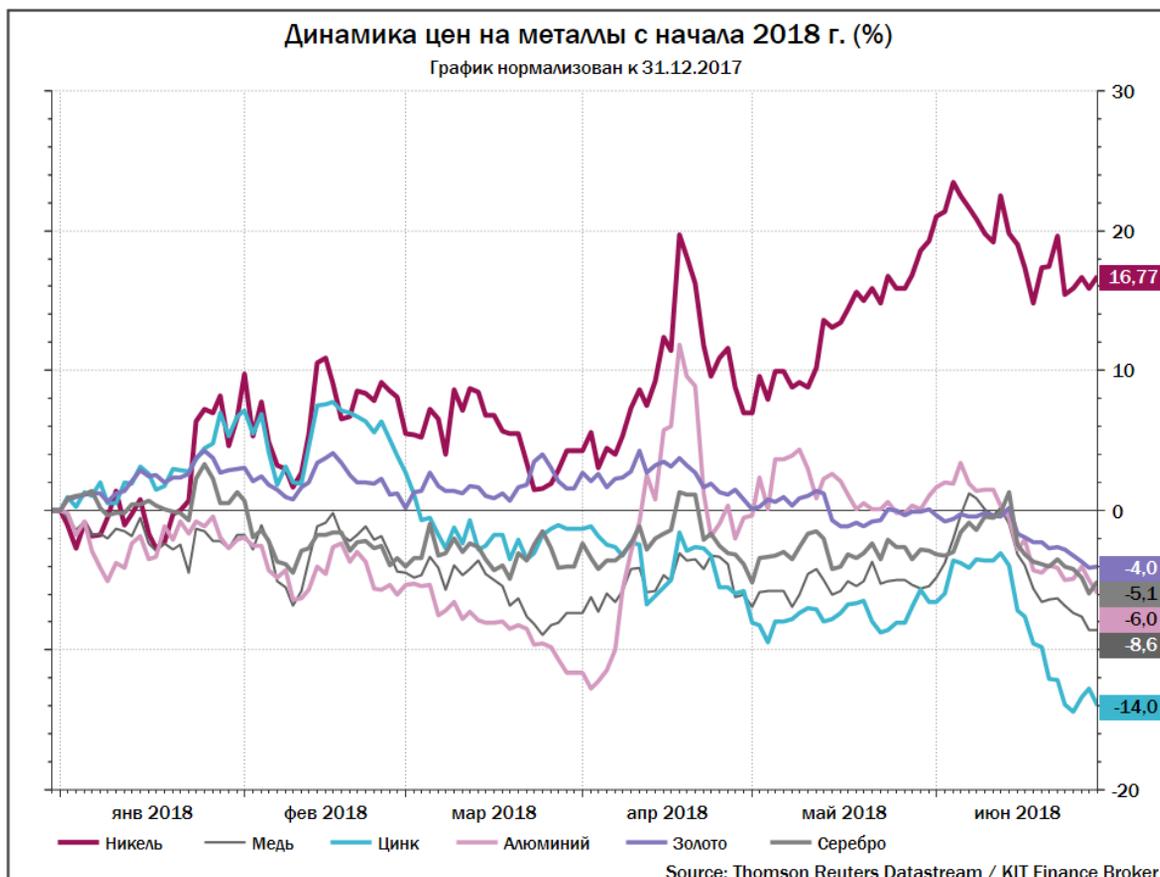
С учетом снижения рубля к доллару, привилегированные акции Мечела теряют свою привлекательность, высока вероятность того, что дивиденд за 2017 год останется рекордным. В этом случае дивидендный гэп закрыт не будет, динамика акции будет похожа на динамику привилегированных акций Сургутнефтегаза в 2015-2017 гг.

Обыкновенные акции Мечела выглядят хуже по всем показателям нежели акции Распадской, поэтому в данной паре мы отдаем предпочтение последним.

Горнодобывающий сектор и цветная металлургия



Мировые цены на цветные металлы снизились на фоне эскалации торговых споров США и Китая, а также вслед за укреплением доллара к корзине мировых валют, но по-прежнему остаются на высоких уровнях. Напряженность торговых отношений между двумя крупнейшими экономиками мира может нанести ущерб росту экономики и ослабить спрос на металлы. Цены на медь и алюминий опустились до минимума с апреля, в то время как цинк снизился до минимальной отметки с августа прошлого года.



Динамика котировок компаний сектора будет в большей степени зависеть от геополитических факторов, нежели от изменения конъюнктуры рынков сбыта производимой продукции.

Санкционная история Русала не закончилась. Напомним последствия введенных санкций для компании: во-первых, компаниям запрещено проводить расчеты в долларах США. Для Русала данный запрет критичен, так как примерно 60% расчетов происходит с использованием американской валюты. Во-вторых, Русалу ограничили доступ на международные рынки капитала, а также действует запрет на обслуживание в американских банках. С учетом того, что у Русала высокая долговая нагрузка, представленная выпущенными бондами (\$1,42 млрд) и синдицированными кредитами с погашением в 2018–2020 гг., корпорация в срочном порядке вынуждена искать новые финансовые инструменты и площадки для привлечения финансирования.

Позитив может быть найден в том, что акции RUSAL plc по-прежнему котируются на бирже Гонконга, американский Минфин регулярно пролонгирует срок, за который инвесторы должны избавиться от своих вложения в ценные бумаги эмитента, а в мае RUSAL сумел выплатить купон по долларовым евробондам. Однако уже 1 и 2 августа RUSAL предстоит выплата купона по двум выпускам еврооблигаций с погашением в 2022 и 2023 году. **Достаточно ли у компании домаровой ликвидности для выплаты купонов (речь идет о 27,5 млн долларах) и, главное, есть ли физическая возможность для проведения такой долларовой транзакции – неизвестно.**

на Керимова улучшился после того, как французское правосудие объявило об отсутствии к нему претензий и с АФК Система.

Мы по-прежнему негативно смотрим на перспективы ГК Норильский никель в перспективе 1-2 лет. В начале года акции торгуются у локальных максимумов, что во многом объясняется позитивной конъюнктурой на рынках сбыта. Компания во многом вынужденно входит в новый инвестиционный цикл. Инвестиционная программа помимо прочего будет решать экологические проблемы. Год назад менеджмент ГК инвестиции в экологию оценивал в \$13-14 млрд до 2022 г. Мы ожидаем, что долговая нагрузка Норникеля будет расти, в 2019 г. коэффициент чистый долг/ЕБИТДА может вырасти до 2,5х, что негативно отразится на дивидендной доходности акций в ближайшие 1-2 года.

В данном секторе лучше всех выглядит АЛРОСА: в начале года компания продала газовые активы, с вырученных средств досрочно погасила кредиты на \$600 млн. Отношение чистого долга к ЕБИТДА оценивается в 0,1х. Выручка компании за I кв. 2018 г. по МСФО увеличилась на 13% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года — до 95,9 млрд руб., показатель ЕБИТДА составил 48 млрд руб., увеличившись на 37%. Чистая прибыль увеличилась на 40% к аналогичному периоду 2017 г. - до 33,2 млрд руб. Сильные финансовые результаты АЛРОСА достигнуты за счёт роста продаж алмазного сырья и ослабления российского рубля.

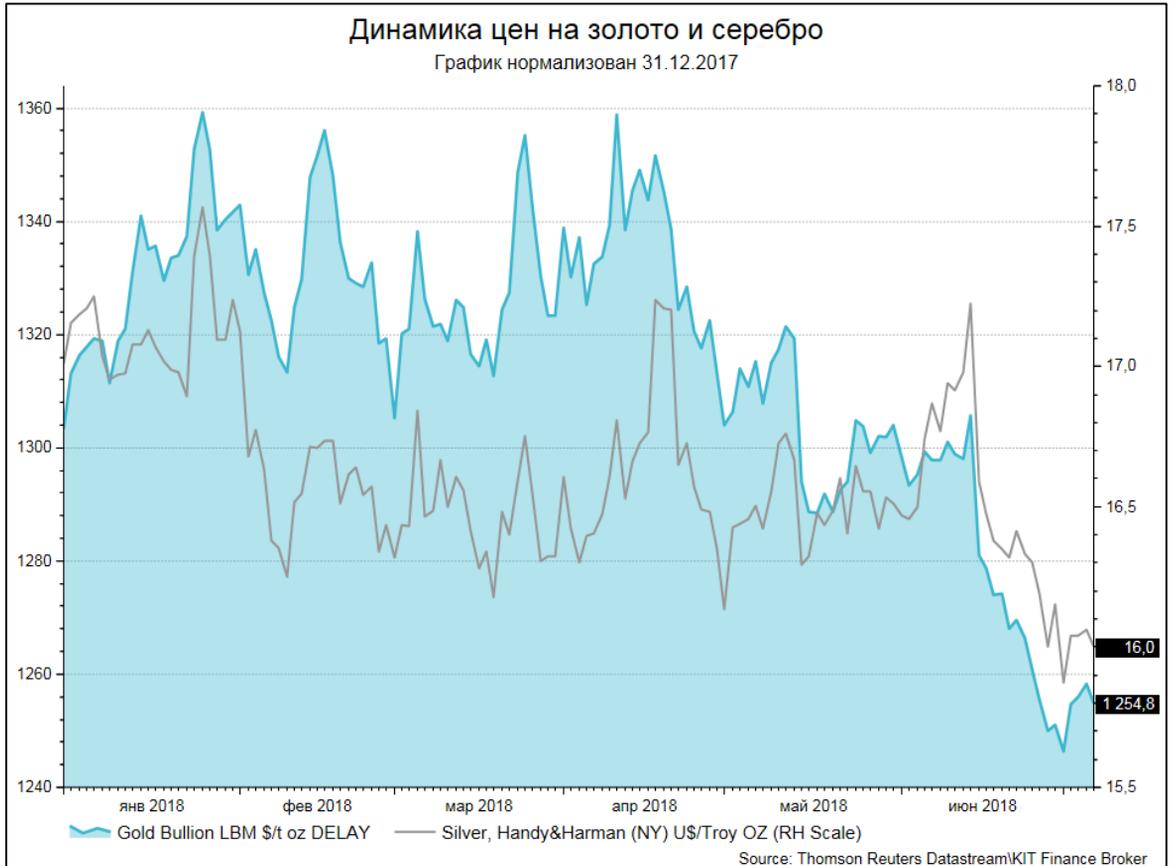


Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

В конце первого полугодия 2018 г. АЛРОСА приняла новую дивидендную политику. Компания привязала выплаты к свободному денежному потоку, АЛРОСА будет выплачивать не менее 50% от FCF, новая политика может начать действовать уже в 2018 г.

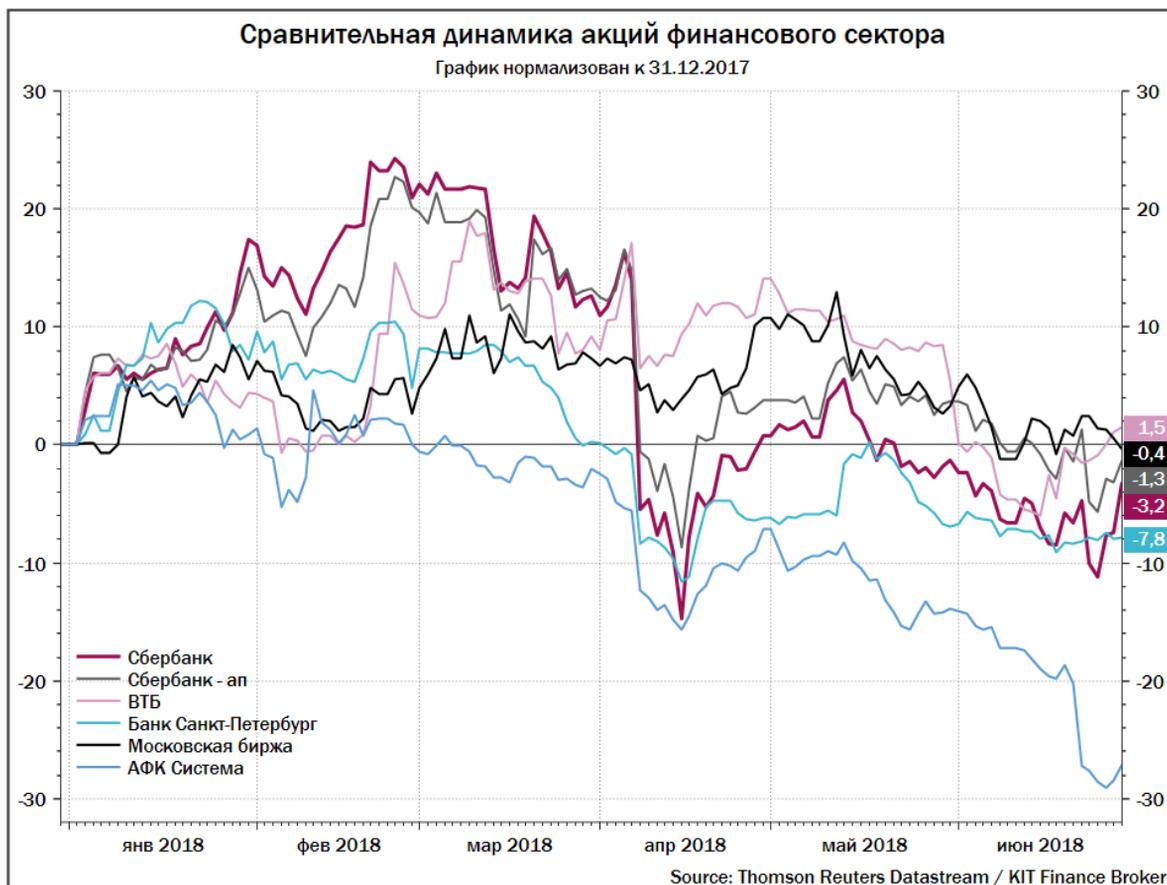
Акции АЛРОСА следует покупать на коррекциях рынка. Нельзя забывать о проблеме на месторождении Мир. Когда решение о ее будущем будет принято – финансирование восстановления будет как раз из свободного денежного потока, что снизит базу для расчета дивидендов при том, что не окажет серьезного воздействия на чистую прибыль.

Что касается золотодобывающей отрасли, то в ближайшее время мы рекомендуем воздержаться от покупок акций золотодобытчиков. Последние несколько лет, несмотря на геополитические риски золото перестало являться защитным активом, а повышение процентных ставок в США приведёт к падению цен на золото из-за укрепления доллара. В связи с этим операционная прибыль золотодобывающих компаний будет снижаться.



Финансовый сектор

Отраслевой индекс Банков и финансов на Московской бирже в первом полугодии 2018 г. снизился на 1,2%. Давление на индекс оказало опубликованное письмо республиканцев Илеаны Рос-Лехтинен и Марка Уокера, призывающее ввести санкции против Владимира Евтушенкова и АФК Система, что ускорило падение акций компании. Также снижению отраслевого индикатора способствовал отток капитала с развивающихся рынков, в особенности сильно отразившийся на капитализации любимой российской акции западных инвесторов – Сбербанке. Лучше всех, как не странно, показал себя банк ВТБ, который прибавил +1,5% с учётом дивидендного геха.



Во втором полугодии делаем ставку на ВТБ и привилегированные акции Сбербанка.

Финансовые показатели ВТБ растут, что обеспечено ускоренным ростом розничного сегмента бизнеса и сокращением издержек в связи с объединением ВТБ24 и банка ВТБ под единым обновленным брендом. ВТБ с 2018 г. выплачивает половину прибыли по МСФО в качестве дивидендов, уравнивая выплаты на обыкновенные акции, обращающиеся на Московской бирже, и принадлежащие государственным структурами привилегированные акции. По итогам 2018 г. в ВТБ прогнозируют прибыль на уровне 150-170 млрд руб., а в 2019 г., если не будет потрясений - 200-220 млрд руб. В 2016-2017-х гг. прогнозы менеджмента сбывались, а на текущий момент по неаудированным финансовым результатам за 5 мес. по МСФО банк заработал уже 87,1 млрд руб. – соответственно ВТБ обгоняет свои прогнозы. Таким образом, держатели обыкновенных акций получат дивиденды выше прошлого года, в связи с чем рекомендуем покупать акции ВТБ.

Идея в префах Сбербанка заключается в сужении спреда обыкновенными и привилегированными акциями. Ожидаем, что «префы» будут догонять «обычку». Акции Сбербанка будут расти в периоды, когда отток капитала с рынка будет тормозить.

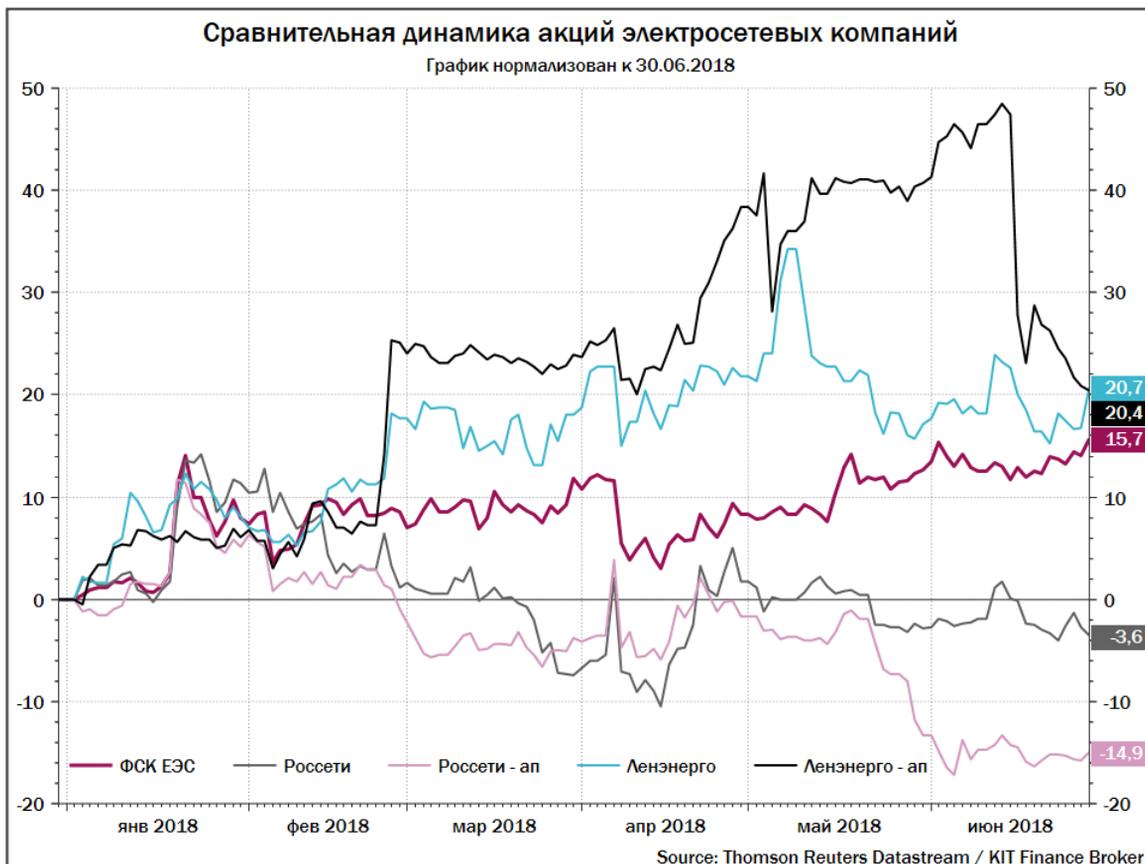
Электроэнергетика

Сектор электроэнергетики начинает входить в новый инвестиционный цикл, что будет сопровождаться увеличением капитальных затрат, снижением свободного денежного потока, прибылей и дивидендов. Это не быстрый процесс, он будет разворачиваться 1-2 года. В этот период следует с максимальной осторожностью подходить к покупкам акций электроэнергетических компаний и сокращать процентные доли электроэнергетики в долгосрочных портфелях.

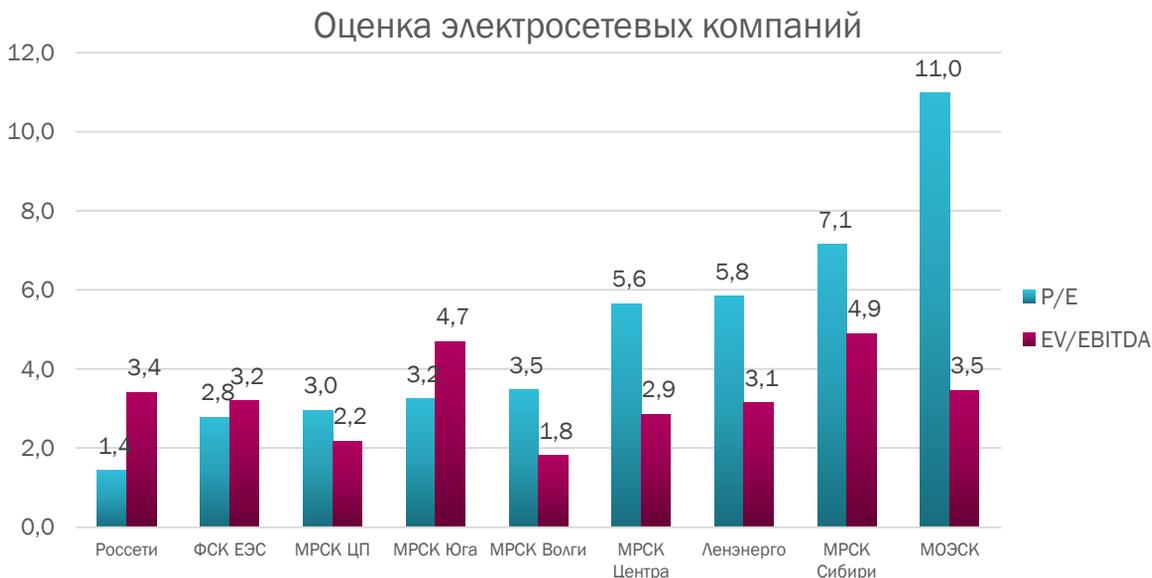
В июне Минэнерго РФ подготовило проект постановления правительства РФ, утверждающий механизм привлечения инвестиций в модернизацию тепловых электростанций, правила отбора энергообъектов на реконструкцию и их объем, а также переход с четырехлетнего на шестилетний конкурентный отбор мощности (КОМ) новых объектов генерации с этого года. Планируется, что до 2035 г. в рамках новой программы будет модернизировано до 39 ГВт энергетических мощностей общей стоимостью 1,35 трлн руб. Это соответствует 16% установленной мощности российских электростанций на 2018 г.

По программе модернизации энерго мощностей будут отбираться конкурсным путем АЭС, ГЭС, ВИЭ и сетевые комплексы, соответственно это отразится на всей электроэнергетике. Реализация программы не приведет к резкому росту цен на электроэнергию для потребителей, так как превышение ежегодных темпов роста тарифов на электрическую энергию для потребителей базируется на консервативном прогнозе прироста электропотребления в стране на уровне около 0,5% ежегодно. Это вкпе с ростом долговой нагрузки компаний сектора и окажет негативное воздействие на их финансовые показатели, а стоимость акций может дополнительно пострадать из-за дополнительных эмиссий, которые будут проводиться для финансирования капекса через капитал.

Тем не менее, в первом полугодии 2018 г. индекс электроэнергетики подорожал на 2,3%. Лучшими активами среди электросетевых компаний в первом полугодии стали акции Ленэнерго, которые выросли на 20%.



Исходя из оценки по мультипликаторам дешевле всех среди электросетевых компаний торгуется холдинг Россети:



Среди электросетевых компаний мы выделяем ФСК ЕЭС. Компания опубликовала финансовые результаты за I кв. 2018 г. по МСФО. Выручка ФСК увеличилась на 21,9% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года – до 60,7 млрд руб., показатель EBITDA составил 36,2 млрд руб., снизившись на 1,1%. Чистая прибыль за I кв. 2018 г. увеличилась в 2,4 раза к аналогичному периоду 2017 г. - до 21 млрд руб. Финансовые показатели компании обусловлены выручкой от основной деятельности и признанием Группой в I кв. 2017 г. убытка в связи с возвратом контроля над «Нурэнерго» и отсутствием в сопоставимом периоде 2018 г. этого влияния.



ФСК продала Интер РАО 7% акций за 24,5 млрд руб. Вырученные средства пойдут на снижение долговой нагрузки или на спецдивиденды. Также нельзя исключать выплаты промежуточных дивидендов – в 2017 г. ФСК ЕЭС платила акционерам за I кв.

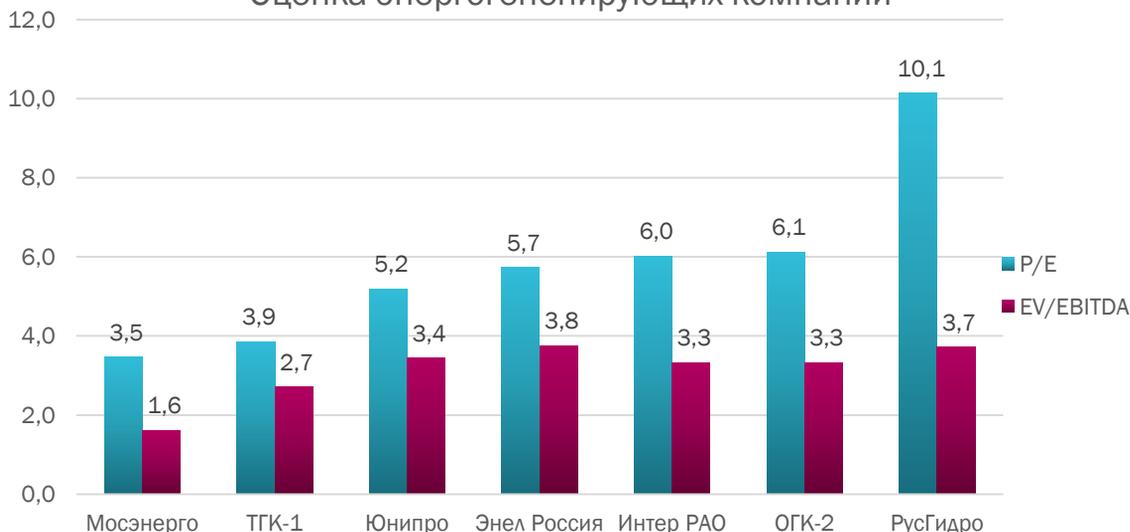
В связи с высокими дивидендами и возможными спецдивидендами, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции ФСК на коррекциях.

В генерирующем сегменте наиболее сильную динамику показали акции Интер РАО, которые выросли на 20,6%, хуже всех себя показали котировки ТГК-1, подешевев с начала года на 23,1%.



Исходя из оценки по мультипликаторам дешевле всех среди энергогенерирующих компаний оценивается Мосэнерго, дороже – РусГидро.

Оценка энергогенерирующих компаний



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Несмотря на то, что РусГидро оценивается дороже своих аналогов, в долгосрочной перспективе компания выглядит привлекательной для покупки по текущим уровням.

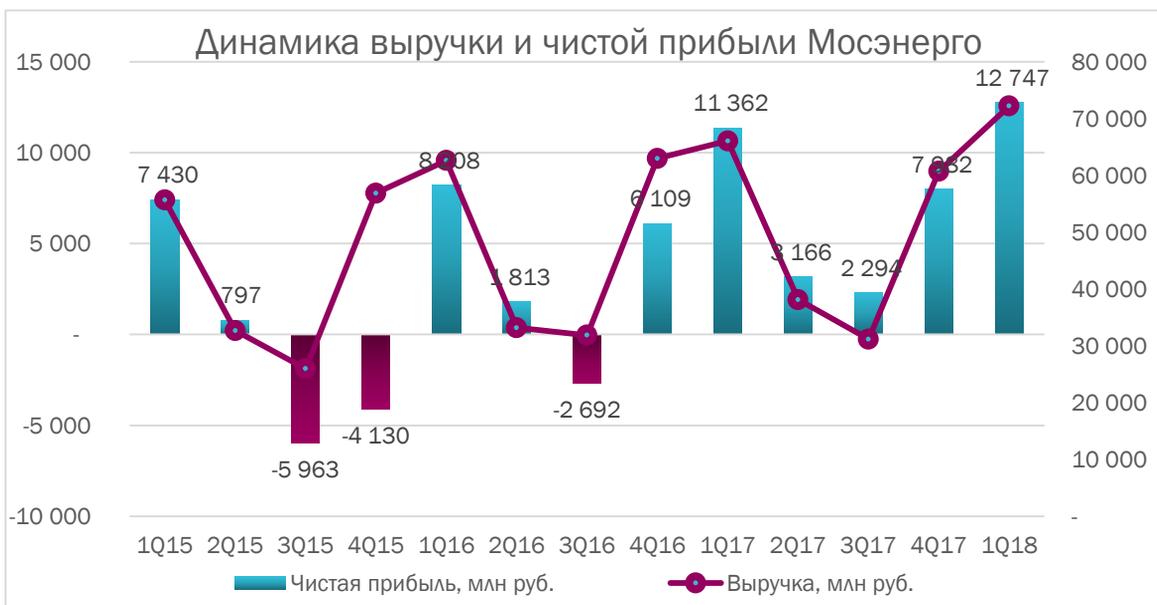
Акции снизились прежде всего из-за размытия долей миноритариев - РусГидро планирует допэмиссию в 2018 г. до 20 млрд руб., уставный капитал вырастет на 5,7%. Увеличение уставного капитала отрицательно повлияет на величину чистой прибыли на акцию. Мы считаем, что это событие уже в цене акций, тогда как рост финансовых показателей не отыгран рынком. Показатель EBITDA по итогам I кв. 2018 г. увеличился на 5,9% — до 32 млрд руб. Чистая прибыль за I кв. 2018 г. увеличилась на 22% к аналогичному периоду 2017 г. - до 22,9 млрд руб.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Менеджмент Русгидро мотивирован на то, чтобы акции компании стоили не дешевле 1 руб. Напомним, что весной 2017 г. РусГидро заключило пятилетний форвардный контракт с ВТБ. Банк купил 13,5% акций энергохолдинга за 55 млрд руб. По истечении срока, если стоимость купленных ВТБ акций будет ниже цены форварда, РусГидро должна будет компенсировать разницу, если акции будут дороже – заплатит банк. Ежеквартально рассчитывается промежуточная переоценка и тоже производятся выплаты. Исходя из условий форвардного контракта, чем цена акций выше, тем меньше обязательство по форвардному соглашению для РусГидро. Годовая сумма рассчитывается как номинал форварда, умноженный на ключевую ставку ЦБ плюс маржа ВТБ в 1,5%, и снижается на размер дивидендов.

Самая дешевая компания сектора - Мосэнерго. Компания опубликовала финансовые показатели за I кв. 2018 г. по МСФО. Выручка компании увеличилась на 9,3% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года – до 66 млрд руб. Увеличение выручки в основном связано с более низкой температурой воздуха в отчетном периоде и соответствующим увеличением отпуска тепловой энергии. Показатель EBITDA по итогам I кв. 2018 г. вырос на 14,1% – до 19,1 млрд руб., чистая прибыль Мосэнерго выросла на 12,1% и составила 12,7 млрд руб.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Акции Мосэнерго под давлением, так как в ближайшие годы у компании будет расти долговая нагрузка – Мосэнерго будет предоставлять кредиты контролирующему акционеру – ГЭХ – для чего эмитенту придется также наращивать кредитную нагрузку. Другой фактор давления – прогнозируемое менеджментом почти двукратное снижение годовой прибыли. В этом смысле акции ОГК-2 вновь видятся более интересными, нежели Мосэнерго, по ОГК-2 ожидается рост финансовых показателей.

Отдельно стоит коснуться акций Энел Россия. Компания по-прежнему не закрыла сделку по продаже Рефтинской ГРЭС, однако, косвенные факторы намекают на то, что вероятность этого высока. Это ключевой драйвер роста капитализации Энел Россия. Сумма сделки по различным оценкам варьируется в пределах 12-20 млрд руб., что соответствует 23-38% капитализации. Значительная доля полученных средств может быть направлена акционерам в качестве спецдивиденда. Актив сложный и специфичный в силу того, что сырьем для него является казахстанский уголь. Переговоры по сделке, вероятно, будут идти с затруднениями, однако, их позитивный исход спровоцирует быстрое повышение капитализации Энел Россия.

Пока же сделка не состоялась, акции Энел Россия – по сути аналог облигации, по которой выплачивается стабильно высокий дивиденд. Payout ratio составит 65% чистой прибыли в 2018 г.

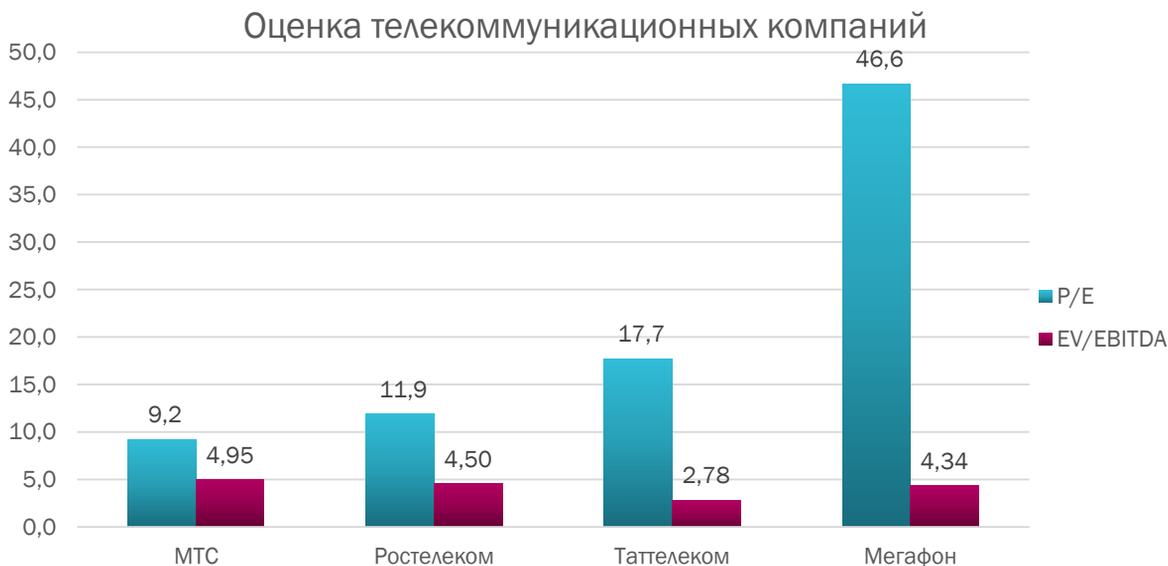
Телекоммуникации

Индекс телекоммуникаций с начала 2018 г. вырос на 3,3%, в основном из-за высокой дивидендной доходности. Средняя дивидендная доходность по акциям Ростелеком и МТС составляет около 8% годовых, что выше банковского депозита.



С 1 июля вступил в силу «пакет Яровой». Напомним: правила обязывают интернет-компании и операторов связи хранить телефонные разговоры, переписки пользователей, а также фото-, видео- и аудиофайлы в срок до шести месяцев. Так, операторы будут хранить трафик за последние 30 суток в течение шести месяцев с 1 октября, а в течение пяти лет наращивать объем хранимых данных на 15% ежегодно. По запросу спецслужб эти данные должны быть предоставлены государственным структурам. На вступление «пакета Яровой» акции не отреагировали, так как данное событие уже отыграно рынком.

В целом по мультипликаторам сектор телекомов традиционно оценивается дороже всех в России, но имеет стабильную дивидендную доходность выше банковских депозитов. Дешевле своих аналогов торгуется МТС, дороже – Мегафон.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Акции Мегафона по-прежнему остаются в аутсайдерах из-за отмены выплаты дивидендов. Мегафону необходимо реинвестировать прибыль в развитие компании, а также выполнить обязательства по исполнению «закона Яровой». Компания направит на инвестпрограмму в 2018 г. 75 - 80 млрд руб. против 56 млрд руб. в 2017 г. При этом финансовые показатели стабильны и не демонстрируют заметного роста. Исходя из вышеперечисленного, мы рекомендуем воздержаться от покупки акций Мегафона и дождаться финансовых результатов за 6 мес. 2018 г.

МТС, напротив, с начала 2018 г. показывает сильные финансовые результаты. Выручка компании увеличилась на 3,1% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года — до 107,9 млрд руб., показатель OIBDA составил 52,1 млрд руб., увеличившись на 24,6%. Чистая прибыль за I кв. 2018 г. увеличилась на 23,6% к аналогичному периоду 2017 г. - до 15,4 млрд руб.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Капвложения в рамках «закона Яровой» для МТС составят порядка 160 млрд руб. в 2018-2019-х гг. Затраты на хранение данных составят около 60 млрд руб. в течение 5 лет. Однако главным раздражителем для акций МТС стало опубликованное письмо республиканцев Илеаны Рос-Лехтинен и Марка Уокера, призывающее ввести санкции против Владимира Евтушенкова и МТС. **Мы считаем вероятность введения жестких санкций против МТС по аналогии с Русалом маловероятным, однако, этот риск оказывает дисконтирующее воздействие на стоимость акций МТС.**

В остальном ситуация вокруг компании благоприятствует покупкам: потребность основного акционера МТС – АФК Система в ликвидности для обслуживания увеличившейся долговой нагрузки позволяет полагать, что дивиденды МТС продолжают расти год к году. Кроме того, компания анонсировала очередной buyback – на 30 млрд руб. в течение двух лет. Величина buyback соответствует 11% free float МТС, хотя по факту будет выкуплено меньше акций в свободном обращении, так как АФК Система тоже планирует участвовать в обратном выкупе. **Мы рекомендуем накапливать позиции в МТС на провалах рынка, ожидаем, что они будут выкупаться в том числе благодаря buyback. Целевой ориентир по акциям МТС - 310 руб., однако, для его достижения необходимо устранение санкционного риска.**

Ростелеком показывает стабильные финансовые результаты. Выручка компании за I кв. 2018 г. увеличилась на 8,4% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года – до 76,2 млрд руб., скорректированная OIBDA осталась практически на уровне прошлого года. Чистая прибыль увеличилась на 15% к аналогичному периоду 2017 г. - до 3,9 млрд руб. Рост финансовых показателей обусловлен ростом абонентской базы в сегментах интернет и ТВ услуг.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

14 марта совет директоров представил новую дивидендную политику на 2018–2020 гг., согласно которой Ростелеком будет выплачивать не менее 5 руб. на одну обыкновенную и привилегированную акцию. Также в конце июня стало известно, что Ростелеком может перейти на выплаты дивидендов два раза в год. Об этом сообщил президент компании Михаил Осеевский, выступая на годовом собрании акционеров. Первая новая выплата может состояться по итогам 9 мес. 2018 г.

Ритейлеры

Сектор с начала 2018 г. снизился на 3,7% благодаря двум главным конкурентам Магнит и X5 Retail Group. Пока компании соревновались, их обогнали акции Ленты, которые выбились в лидеры и выросли на 4,2%.



С 1 февраля 2018 г. Московская биржа допустила GDR X5 Retail Group к торгам. Бумаги торгуются под тикером FIVE. Листинг на Московской бирже позволил включить акции в индекс MSCI.

GDR X5 Retail Group опубликовал финансовые результаты за I кв. 2018 г. по МСФО. Компания увеличила чистую розничную выручку на 20,2% по сравнению с I кв. 2017 г., до 350,3 млрд руб. В I кв. компания открыла 580 новых магазинов: 572 магазина «у дома» Пятерочка и 36 супермаркетов Перекресток. Чистая прибыль в I кв. 2018 г. снизилась на 32,6% - до 5,6 млрд руб. по сравнению с аналогичным показателем прошлого года. Снижение прибыли связано с ростом коммерческих и административных расходов, которые выросли в основном в связи с ростом затрат на персонал, расходов на аренду и коммунальных расходов.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Устойчивое развитие Х5 позволило наблюдательному совету впервые рекомендовать дивиденды за 2017 г. в размере 69% чистой прибыли по МСФО. Выплата дивидендов – позитивный сигнал для инвесторов, свидетельствующий о финансовой зрелости компании. Тем не менее, рыночная конъюнктура, характеризующаяся высокой конкуренцией, низкой инфляцией и медленно растущим спросом населения, может оказать дальнейшее давление на рентабельность бизнеса. Мы не видим существенных триггеров для обновления котировками Х5 достигнутых в начале полугодия максимумов, однако, часть падения может быть выкуплена.

С Магнитом связана наиболее громкая M&A сделка полугодия - в феврале Сергей Галицкий продал 29,1% в ритейлере банку ВТБ за 138 млрд руб. Затем часть доли ВТБ была продана Marathon Group, в Магните сменился менеджмент и было объявлено о приобретении фармацевтического дистрибьютора «СИА Групп» у своего нового акционера Marathon Group. Все это увеличивает неопределенность вокруг будущего компании, что адекватно отразилось в котировках.

Магнит опубликовала финансовые результаты за I кв. 2018 г. по МСФО. Выручка компании в отчетном периоде выросла на 8,1% - до 288,5 млрд руб., EBITDA ритейлера снизилась на 2,3% - до 20,5 млрд руб. Чистая прибыль в I кв. снизилась на 1,8% - до 7,4 млрд руб. Показатели компании снизились на фоне увеличения порчи товаров при росте закупок свежих продуктов во втором полугодии 2017 г. и снижении трафика в начале 2018 г. Магнит ожидает восстановления LfL-продаж во II кв. 2018 г. после того, как будут реализованы новые инициативы по улучшению покупательского спроса.

Мы считаем, что основной негатив рынком в цену акций Магнита уже включен. Во втором полугодии наиболее вероятным видится сценарий бокового движения котировок в диапазоне 4500-5200 руб. за акцию.

Прочие компании

Аэрофлот ожидаемо опубликовал слабые финансовые результаты за I кв. 2018 г. Выручка компании увеличилась на 8,5% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года — до 111,9 млрд руб., отрицательная EBITDA составила 7,7 млрд рублей против "минус" 1,1 млрд руб. годом ранее. Аэрофлот нарастил чистый убыток в I кв. в 2,2 раза - до 11,5 млрд руб. Слабые финансовые результаты компании обусловлены ростом расходов на лизинг и техническое обслуживание воздушных судов. Мы ожидаем дальнейшего снижения финансовых показателей Аэрофлота. По нашим расчетам, рост цен на авиационное топливо из-за дорогой нефти повысит топливные расходы Аэрофлота на величину, соизмеримую с чистой прибылью за 2017 г. Не рекомендуем покупки акций Аэрофлота в среднесрочные и долгосрочные портфели.

Напротив, при текущих уровнях акции ФосАгро привлекательно смотрятся к включению в долгосрочные портфели. Компания опубликовала финансовые результаты за I кв. 2018 г. Выручка ФосАгро увеличилась на 23% по сравнению с аналогичным показателем прошлого года — до 54,6 млрд руб., показатель EBITDA составил 14,3 млрд руб., увеличившись на 13%. Чистая прибыль за I кв. 2018 г. снизилась на 44% к аналогичному периоду 2017 г. - до 6,8 млрд руб. из-за курсовых разниц за 2017 г., так как цены на основную продукцию ФосАгро на зарубежных рынках выражены в долларах США, тогда как затраты - в основном в рублях.



Источник: КИТ Финанс Брокер (ПАО)

Цены на удобрения в долларах выросли на 10% с начала 2018 г., в рублях - на 20%. В связи с ростом цен на удобрения и ослаблением рубля, мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции ФосАгро, как защитный актив от девальвации рубля. Тем более, компания стабильно выплачивает ежеквартальные дивиденды.

Контакты

8 800 700 00 55

8 (812) 611 00 00

8 (495) 981 06 06

Санкт-Петербург, ул. Марата, 69-71

Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

Москва, Последний пер., 11, стр.1

Бизнес-центр «ЯН-РОН»

retail-saleskf@brokerkf.ru

www.brokerkf.ru

КИТ Финанс (ПАО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг ФСФР России выданы на осуществление:

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

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 ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ПАО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ПАО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ПАО) 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 (ПАО). КИТ Финанс (ПАО) 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.

Компания не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от Компании. 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.