

ТРИЛЛИОННЫЙ "НАВЕС" НОВЫХ АКЦИЙ МОЖЕТ ОБРУШИТЬ ИНДЕКС МОСБИРЖИ

Инвестиционное заключение

К концу следующей недели – 30 ноября 2023 – российское правительство должно отчитаться о выполнении президентского поручения от 16 августа 2023 (перечень поручений по итогам XXVI Петербургского международного экономического форума). Президент распорядился запустить механизм, который позволяет восстановить контроль над российскими компаниями, утраченный из-за недружественных действий других государств, а также ускорить перевод активов в юрисдикцию РФ. По нашим оценкам, «навес» предложения новых акций **может составить 2,6 трлн руб., что эквивалентно 5% капитализации всего рынка акций ММВБ и 26 дням среднесреднего оборота индекса МосБиржи (102-105 млрд в день). Из этого навеса 79% новых акций приходится на 5 компаний (Яндекс, TCS Group, X5 Group, Ozon и Fix Price).**

Однако более важно, каким будет эффект от обмена акций для каждой компании. **В отдельных случаях «навес» может составить более 70% от капитализации, что приведет к существенному росту волатильности, вероятной приостановке торгов и к введению ограничений со стороны ЦБ.**

Для инвесторов кто покупал в рамках спекулятивной торговли мы рекомендуем **продавать купленные депозитарные акции на внебиржевом рынке до фактического завершения редомициляции и после достижение установленных среднесрочных целей до 3 месяцев** (при добровольной смене юрисдикции она занимает 6-9 месяцев с момента начала процедуры) и, следовательно, до начала обмена на обыкновенные акции. **Мы рекомендуем TCS Group, X5 Group, Яндекс, Русагро и Ozon.**

Нам также нравится Globaltrans (см. обзор «Инвестиция Globaltrans»), но внебиржевая ликвидность его акций очень низкая, как и в случае HeadHunter. **Средний потенциал роста по указанным пяти бумагам с учетом текущих цен в Euroclear на ближайшие пару месяцев составляет 23-25% в валюте, причем большая часть этого потенциала реализуется уже до конца года.**

По итогам обмена еврооблигаций в рамках замещения (\$13,5 млрд) и обмена депозитарных акций на обыкновенные (\$29 млрд) суммарный приток нового капитала от нерезидентов составит \$43 млрд или \$60 млрд с уже замещенными облигациями внутри НРД.

Название	Оценка дивидендная доходность (годовая в течение 3х лет) после редомициляции, %	Ликвидность ОТС, %	Динамика за 1м в валюте (ОТС), %	Текущий дисконт к локальному рынку, %	Потенциальный доход (среднесрочный), %	Доля нерезидентов, %	Навес новых акций после редомициляции, млрд рублей
Yandex	н/д	Средняя	37%	-44%	27%	73,3	683,9
X5 Retail Group	10-12%	Средняя	37%	-33%	13%	84,0	494,8
Ozon	Не планируется	Средняя	33%	-38%	10%	67,0	406,0
TCS Group	н/д	Средняя	39%	-43%	20%	40,9	286,6
Fix Price	4-9%	Средняя	29%	-41%	36%	85,2	247,1
RosAgro	н/д	Низкая	54%	-54%	36%	75,0	156,0
HeadHunter	5-6%	Очень низкая	52%	-52%	32%	70,6	128,5
Globaltrans	11,7%	Очень низкая	17%	-40%	29%	77,4	86,7
MDMG	10-11%	Очень низкая	11%	-40%	25%	80,6	48,4
CIAN	7-8%	Очень низкая	29%	-41%	33%	79,1	40,3
Etalon	9-11%	Очень низкая	25%	-44%	40%	60,0	18,6
VK	Не планируется	Низкая	18%	-32%	13%	60,7	87,4
			32%	-43%	27%	72	2 684

Ключевые особенности внебиржевых торгов

На Московской бирже представлены 19 компаний с зарубежной «пропиской», у которых основной бизнес находится в РФ и странах СНГ. Их бумаги правильнее называть депозитарными акциями (depository shares), поскольку они торговались на иностранных площадках как акции, в отличие от депозитарных расписок (depository receipt, или DR) таких компаний, как ФосАгро и НОВАТЭК, которые можно обменять на обыкновенные акции в установленной пропорции при условии если открыто окно для расконвертации (они хранятся в зарубежном депозитариате). В настоящее время на внебиржевом рынке посредством сделок через Euroclear торгуются 11 компаний с депозитарными акциями: Яндекс, X5 Group, Ozon, TCS Group, Fix Price, Русагро, HeadHunter, Globaltrans, Мать и дитя, ЦИАН и ГК «Эталон». **Среди инвесторов самые востребованные из этого списка – X5 Group, TCS Group и Ozon.** HeadHunter и Русагро тоже представляют интерес, но их почти нет на рынке.

Сейчас ключевая особенность внебиржевой ликвидности – высокий порог для внебиржевых сделок в Euroclear. Он вырос в среднем до 100 тыс. бумаг в зависимости от продавца и депозитарной акции. При этом у ряда компаний, например у HeadHunter, отсутствует ликвидность ввиду будущих корпоративных действий, включая обмен депозитарных акций на обыкновенные акции материнской холдинговой компании МКАО «Хэдхантер» до 1 декабря и обратный выкуп.

После 11 августа 2023, когда ЦБ РФ ужесточил торговлю с нерезидентами во внешнем периметре, требуя подтверждения всей цепочки (помимо двойной дружественности), внебиржевые сделки по всем ключевым российским активам были временно заморожены что привело к существенному обвалу цен. При этом по депозитарным акциям торги возобновились позже, поскольку такие эмитенты считаются зарубежными, и они не подпадают под действие президентского указа №138 от 3 марта 2023.

Большую ясность по депозитарным акциям внес указ президента №844 от 8 ноября. До этого ясности в рамках указов № 81 и 138 не было, и многие локальные профессиональные участники считали, что ограничения действуют в том числе и для депозитарных акций при торговле с нерезидентами.

Наши рекомендации

Исходя из трех ключевых параметров, таких как ликвидность, высокая оборачиваемость и среднесрочная потенциальная доходность, мы рекомендуем бумаги следующих компаний: **TCS Group, X5 Group, Яндекс, Русагро и Ozon.** Нам также нравится Globaltrans (см. обзор «Инвестиция Globaltrans») но внебиржевая ликвидность его акций очень низкая, как и в случае HeadHunter. Следовательно, мы рекомендуем ограниченный список эмитентов на покупку, и этот список будет сокращаться на фоне бурного роста цен на депозитарные акции в Euroclear. Компания Ozon, вероятно, вскоре выпадет из нашего списка, поскольку его среднесрочный потенциал роста уже ограничен 11-15%.

Средний потенциал роста по указанным пяти бумагам составляет 26% на ближайшие пару месяцев, и в основном этот рост реализуется до конца года.

История успеха

До 11 августа 2023, когда ЦБ РФ провел разъяснительную беседу с ведущими брокерами на тему торговли с нерезидентами, депозитарные акции (акции российских компаний с зарубежной «пропиской») были **одним из самых быстрорастущих активов в мире. Их котировки достигали пиков в июле и с начала года по конец июля рост превышал 60% в валюте. С середины августа по конец сентября наблюдалось заметное снижение – на 25-30% от июльских максимумов.** Впрочем, с середины и конца октября внебиржевые цены на депозитарные акции стали плавно восстанавливаться и к 23 ноября 2023 превысили июльские пики.

Это значит, что за месяц эти бумаги подорожали на 32% в валюте. За указанный период это, вероятно, был самый доходный инструмент в мире. Соответственно, **по нашей оценке, средний потенциал роста уменьшился до 26%, а дисконт к локальным бумагам сократился до 42% против 58% на пике в конце августа.**

Основной рост уже позади, и основная причина в том, что почти все компании с зарубежной «пропиской» объявила о редомициляции, а три из 19 (VK, Polymetal и Softline) к настоящему времени уже завершили этот процесс. При этом только VK сменила юрисдикцию на РФ. В дальнейшем из 11 компаний с зарубежной регистрацией только два эмитента намерены остаться вне российской юрисдикции – Globaltrans (ОАЭ) и Fix Price (Казахстан, как Polymetal).

Основная причина, помимо указа президента РФ и благоприятных условий для перерегистрации, – это возможность выплаты дивидендов. На балансе компаний с зарубежной "пропиской" скопились рекордные денежные средства в объеме свыше 480 млрд руб., что позволяет большинству из них выплачивать дивиденды со средней доходностью от 10% в год на протяжении нескольких лет.

Безусловно, стимулом к этому стал указ президента № 452 от 4 августа 2023 года, который позволяет осуществить «переезд» напрямую в Россию из любой юрисдикции. Этим воспользовалась VK, и ее примеру, вероятно, последуют другие остальные компании. Президент поручил правительству отчитаться о проделанной работе до конца ноября 2023 года.

Название	Оценка_дивидендная доходность (годовая в течение 3х лет) после редомициляции, %	ЭЗО/Принудительная редомициляция	Общий кэш на балансе, млрд рублей	Чистая прибыль, млрд рублей	Текущая капитализация, млрд рублей	Навес новых акций после редомициляции, млрд рублей
Yandex	н/д	Высокая вероятность	71,9	20,8	933	683,9
TCS Group	н/д	Высокая вероятность	-	21	701	286,6
Ozon	Не планируется	Низкая	75	-58	606	406,0
X5 Retail Group	10-12%	Высокая вероятность	27,4	52,2	589	494,8
Fix Price	4-9%	Низкая	36	21,4	290	247,1
RosAgro	н/д	Высокая вероятность	51,7	6,8	208,0	156,0
HeadHunter	5-6%	Низкая	14	6	182	128,5
VK	Не планируется	Завершено	81,2	-27,2	144	87,4
Globaltrans	11,7%	Высокая вероятность	31	24,9	112	86,7
MDMG	10-11%	Низкая	6,7	6	60	48,4
CIAN	7-8%	Низкая	5,2	0,5	51	40,3
Etalon	9-11%	Низкая	84,2	13	31	18,6
			484	87	3 907	2 684

Важные моменты и ключевые даты для инвестора

Как правило, добровольная редомициляция из Кипра в РФ занимает в среднем 6-9 месяцев. Принудительный переезд (в соответствии с законом № 470-ФЗ от 4 августа 2023 года) возможен для компаний, которые входят или войдут в список экономически значимых организаций (ЭЗО). Статус ЭЗО позволяет в том числе до конца 2024 года через суд приостановить корпоративные права иностранной холдинговой компании. Этот статус также позволяет бенефициарам, которые владеют компанией через иностранную структуру, получить акции и доли в прямое владение через суд. **Из нашего списка компаний, планирующих перерегистрацию, это может коснуться TCS Group, X5 Group, Русагро, Яндекса и Globaltrans.**

Вероятно, принудительная редомициляция займет несколько месяцев, то есть в два-три раза меньше, чем добровольная. Однако это будет наименее благоприятный вариант с точки зрения выплаты дивидендов и обмена акций для дружественных нерезидентов. Даже в случае добровольной редомициляции в РФ для недружественных нерезидентов обмен акций будет предполагать блокировку новых бумаг счетах С.

Совет директоров VK 13 февраля 2023 года одобрил смену юрисдикции, и уже через семь месяцев – 26 сентября 2023 года – этот процесс был полностью завершен, и компания стала МКПАО «VK». С 18 сентября торги ее акциями были прекращены, а обмен акций произошел автоматически внутри НРД после возобновления торгов 20 октября. Падение котировок депозитарных расписок VK продолжалось с 4 сентября по 30 октября 2023 года – за это время бумаги подешевели на 28%. В период с 18 сентября по 20 октября торги были полностью приостановлены. С тех пор акции VK отыграли 11%. Они, вероятно, сумеют полностью восстановиться, но этот процесс займет больше времени на фоне общего снижения спроса на российские акции из-за повышения ключевой ставки и прочих факторов.

С учетом всего вышесказанного мы считаем, что для держателей спекулятивной позиции при дружественной редомициляции следует продавать депозитарные акции не позднее шести месяцев с момента, когда компания впервые объявит о смене юрисдикции. Другими словами, продавать уже на фактах до реализации событий.

Есть большая вероятность что многие ликвидные бумаги просядут в цене (как мы сейчас в моменте наблюдаем в случае Polymetal после начала обмена заблокированных акций внутри НРД), и, чтобы избежать высокой волатильности, ЦБ введет ограничение, как было установлено с 27 апреля 2022 по март 2023 (указ номер 138) дневной лимит на продажу акций в день 0,2% бумаг, купленных у недружественных инвесторов, и 5% бумаг, приобретенных у дружественных инвесторов.

Соответственно, в рамках спекулятивной позиции готовить депозитарные акции к продаже перед завершением корпоративных событий. Поскольку для части компаний возможна ускоренная редомициляция как для ЭЗО, мы рекомендуем продавать бумаги до конца первого квартала 2024 года – к этому времени завершится рост депозитарных акций. В случае Яндекса есть высокая вероятность, что сделка будет полностью закрыта до конца года (детали могут объявить уже в самое ближайшее время) и, следовательно, к этому времени завершится основной рост котировок.

Триллионный «навес» от редомициляции

По нашей оценке, дополнительный «навес» новых акций после завершения редомициляции может составить 2,7 трлн руб., что эквивалентно \$29 млрд. Наша оценка включает 11 компаний с зарубежной «пропиской», которым предстоит редомициляция (на них приходится 90% капитализации всех компаний с иностранной регистрацией, включая трех эмитентов, которые уже завершили смену юрисдикции).

Эти 11 компаний перечислены в таблице в начале обзора. Из общего «навеса» новых акций, который возникнет после обмена, на пять компаний из нашего списка (Яндекс, X5 Group, Ozon, Fix Price и TCS Group) приходится 79%.

Ожидаемый «навес» депозитарных акций составляет 5% от капитализации всего рынка. Это значит, что без увеличения объемов торгов (среднедневной показатель на МосБирже составляет 102 млрд руб.) для полной реализации новых акций на рынке потребуется 26 дней.

Средневзвешенные доли этих акций от капитализации каждой компании значительно выше – около 69%, и для их реализации потребуется более 100 дней (при средних объемах торгов). В случае МКПАО «ВК» эта доля составила 61%, что привело к увеличению объемов торгов в среднем на 70% в период обмена бумаг с 20 октября, и реализация акций потребовала примерно 20 торговых дней. Однако доля нерезидентов в акциях ВК была ниже, и у других компаний продажи, вероятно, займут больше времени. В связи с этим мы ждем резкого увеличения объема торгов по бумагам эмитентов из нашего списка и в целом на МосБирже, а также повышения волатильности и введения защитных мер со стороны ЦБ, вплоть до ограничения торгов или их временной заморозки.

Предполагаемый «навес» новых акций рассчитывается исходя из следующих ключевых критериев:

1. Доля нерезидентов (включая депозитарные акции в свободном обращении) и ключевых акционеров компании свыше 5% акционерного капитала.
2. Мы учитываем долю заблокированных депозитарных акций недружественных нерезидентов на счетах С, поскольку они также могут быть использованы для обмена на локальные акции, а затем – на казначейские.
3. Основной объем депозитарных акций (в отличие от обыкновенных акций) был куплен за рубежом через LSE и NASDAQ и хранится в вышестоящем депозитарии в Euroclear.
4. Мы считаем, что на фоне активной торговли российскими активами, особенно депозитарными акциями, с марта 2022 года, их большая часть перешла от недружественных нерезидентов к дружественным с нижестоящим депозитарием ЦКД или ЦАД.

Название	Динамика за 1 мес. в валюте (ОТС), %	Текущий дисконт к локальному рынку, %	Потенциальный доход (среднесрочный), %	Текущий дисконт к локальному рынку, %	Локальные держатели, %	Доля нерезидентов, %	"Навес" новых акций после редомициляции, млрд руб.	Доля от капитализации, %
Группа "Эталс"	25	-44	40	-44	40,0	60,0	18,6	60
Fix Price	29	-41	36	-41	15,5	85,2	247,1	85
Русарго	54	-54	36	-54	25,0	75,0	156,0	75
ЦИАН	29	-41	33	-41	20,9	79,1	40,3	79
HeadHunter	52	-52	32	-52	29,7	70,6	128,5	71
Globaltrans	17	-40	29	-40	22,8	77,4	86,7	77
Яндекс	37	-44	27	-44	27,0	73,3	683,9	73
Мать и дитя	11	-40	25	-40	19,9	80,6	48,4	81
TCS Group	39	-43	20	-43	59,1	40,9	286,6	41
X5 Group	37	-33	13	-33	16,0	84,0	494,8	84
Ozon	33	-38	10	-38	33,0	67,0	406,0	67
ИТОГИ	33	-43	27	-43	28,0	72,0		72

Эмитенты	"Навес" новых акций после редомициляции, млрд руб.	Суммарная капитализация, млрд руб.	Среднедневной объем торгов*, млрд руб.	Средневзвешенная доля от капитализации, %	Количество дней на реализацию при среднем объеме торгов	Общий кэш на балансе, млрд рублей
Мосбиржа	-	58 533,0	102,0	5%	26,3	17 851,0
Яндекс; X5 Group; Ozon; TCS Group; Fix Price; Русарго; HeadHunter; Globaltrans; Мать и дитя; ЦИАН; Группа "Эталон"	2 684,2	3 907,0	2,3	72%	238,1	484,3

* Для депозитарных акций – средневзвешенный

ООО ИК “Айгенис”

Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Язев Владимир

vyazev@aigenis.ru

+7 (925) 047-41-46

Аналитический отдел

Сидоров Александр

asidorov@aigenis.ru

+7 (977) 100-79-00

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

+7 (993) 230-22-14

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Денис Сорокин

dsorokin@aigenis.ru

+7 (929) 938-39-90

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

+7 (926) 660-00-50

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

+7 (965) 399-52-00

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее – Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022