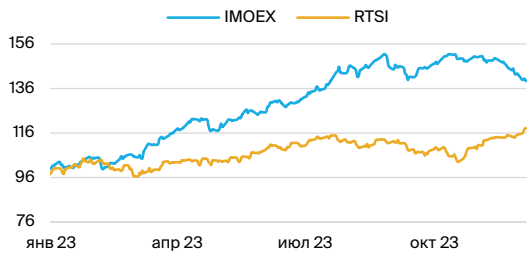
Стратегия-2024

18 декабря 2023 г.

Дирекция инвестиционной аналитики
bcsresearch@msk.bcs.ru

Динамика индексов МосБиржи и РТС, с начала года



Данные на 13 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Индекс МосБиржи	Позитивный
Потенциал роста	32% (с дивидендами) 21% (без дивидендов)

Взгляд на сектора

Сектор	Потенц. роста	Изб. дох-сть	Взгляд
Нефть и газ	23%	2%	Нейтральный
Металлургия и добыча	58%	34%	Позитивный
Финансы	46%	26%	Позитивный
Девелоперы	52%	32%	Позитивный
ТМТ	47%	25%	Позитивный
Ритейл	51%	27%	Позитивный
Электроэнергетика	18%	-4%	Нейтральный
Промышленность	-10%	-30%	Негативный
Транспорт	24%	2%	Нейтральный
Удобрения	30%	12%	Позитивный

Источник: БКС Мир инвестиций

Дивидендная корзина

Бумага	12MF DY	3M ADV, $ млн
Сургутнефтегаз-ап	20.4%	28.8
Лукойл	14.5%	72.6
Татнефть-ао	16%	15.8
МТС	14%	15.3
Транснефть-ап	13.9%	21.9

Источник: БКС Мир инвестиций

Российский рынок акций

Фавориты в фокусе, несмотря на затишье рынка

Позитивный взгляд на рынок на горизонте 12 месяцев сохраняется. Вместе с тем мы снижаем целевое значение индекса МосБиржи на 7% до 4000 с дивидендами и общим потенциалом роста 32%, и до 3650 (потенциал роста 21%) без дивидендов.

- Изменение произошло в свете более крепкого рубля и снижения роста ВВП
- Взгляд на 5-6 месяцев нейтральный из-за ставки
- Далее ждем роста за счет дивидендов (доходность 11%) и снижения ставки
- Мультипликаторы учитывают риски, дисконт 28% к историческому
- Номинальный ВВП на рекордных значениях, рекорды в акциях логичны
- Уход иностранцев позволил проще зарабатывать в России
- Наши фавориты дают +10-15% к росту против индекса за последние 10 лет
- Топ-7: Северсталь, Мечел-ао, Татнефть-ао, Лукойл, Сбер-ао, TCS и Магнит

Взгляд позитивный, но до конца 2К возможно затишье из-за ставки ЦБ. Мы сохраняем наш позитивный взгляд на российский рынок, несмотря на наметившееся снижение с середины ноября на фоне возросших процентных ставок. Сейчас это большой сдерживающий фактор для рынка. Так, по итогам нашего опроса розничных инвесторов более 40% респондентов ответили, что планируют перевести 20% и более своих вложений из акций в облигации или депозиты. Этот процесс явно будет подстегиваться повышением ставки ЦБ до 16%. На этом фоне мы не ожидаем большого изменения рынка до конца 2К24.

В дальнейшем ждем роста, возможна поддержка от дивидендов и снижения ставок. Мы полагаем, что российский рынок будет расти с конца 2К24 с началом снижения ставок на фоне замедления инфляции и необходимости запускать экономику, а также в преддверии дивидендного сезона у компаний. Исходя из нашего анализа компаний, мы снижаем цель по индексу на конец 2024 г. на 7% до 4000 из-за более крепкого рубля, что подразумевает доходность на уровне 32%, включая дивидендную доходность в размере 11% (без дивидендов потенциал роста индекса 21%).

Рынок остается дешевым, дисконт 28% к мультипликаторам за 10 лет. Такой потенциал совокупного дохода от инвестирования в российский рынок легко можно обосновать тем, что по мультипликатору P/E (соотношение капитализации и прибыли) он торгуется на уровне 4.4x (на 28% ниже средних исторических значений) и полностью учитывает все риски. Кроме того, не стоит бояться рекордных значений по бумагам, поскольку российская экономика также бьет рекорды (с точки зрения номинального ВВП), что добавляет уверенности нашему взгляду.

Советуем вкладываться в наших фаворитов, а не просто в рынок. Несмотря на сдерживающие факторы на ближайшие полтора квартала, мы все равно советуем присутствовать на рынке, но с большим фокусом на наш портфель фаворитов, который уже 10-й год показывает результаты лучше рынка (в среднем на 10-11 п.п.). В целом сейчас зарабатывать становится проще, поскольку с уходом институциональных инвесторов рынок значительно хуже понимает компании. Среди наших фаворитов на год вперед мы выделяем Северсталь, Мечел-ао, Татнефть-ао, Лукойл, Сбер-ао, TCS и Магнит. Напоминаем, что у нас также есть портфель с краткосрочными идеями (см. «Портфель БКС»).

Долгосрочные фавориты: взгляд и оценки

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель '24	2023п	2024п	Цель '24
Северсталь	Позитивный	Позитивный	2000	2100	-5%	61%	40%	3.6	2.8	5.0	6.5	4.9	7.9
Мечел-ао	Позитивный	Позитивный	630	640	-2%	127%	100%	4.9	3.6	5.2	4.2	2.5	5.5
Татнефть-ао	Позитивный	Позитивный	850	880	-3%	35%	14%	3.7x	4.1x	5.5x	4.6x	5.3x	7.1x
Лукойл	Нейтральный	Позитивный	8500	9100	-7%	21%	0%	2.6x	3.5x	4.2x	3.9x	5.3x	6.1x
Сбер-ао	Позитивный	Позитивный	370	350	6%	43%	22%	0.9	0.8	1.3	3.8	3.4	5.5
TCS	Позитивный	Позитивный	5400	5300	2%	80%	59%	2.1	1.7	3.7	6.9	5.9	12.3
Магнит	Позитивный	Позитивный	9000	7400	22%	48%	23%	3.9	3.4	4.1	7.3	6.1	8.2

* Избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на закрытие 13 декабря
** P/BV
Источник: БКС Мир инвестиций

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты (подробнее см. на последней странице).
© 2023 ООО «Компания БКС». Все права защищены.

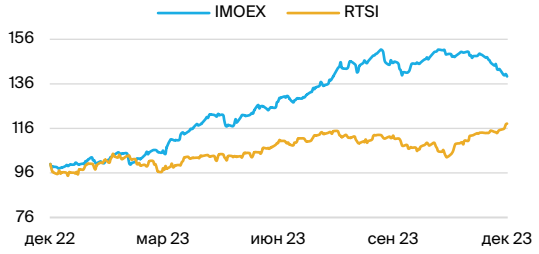
18 декабря 2023 г.

Оглавление

Взгляд на рынок ... 3
Макроэкономика ... 7
Методология оценки ... 10
Нефть и газ ... 11
Лукойл ... 12
Роснефть ... 14
Газпром нефть ... 15
Сургутнефтегаз ... 17
Татнефть ... 19
Газпром ... 21
Новатэк ... 23
Транснефть ... 25
Металлургия и добыча ... 27
Норильский никель ... 28
UC Rusal ... 29
Северсталь ... 30
НЛМК ... 31
ММК ... 32
Мечел ... 33
Распадская ... 34
ТМК ... 35
Полюс ... 36
Полиметалл ... 37
Алроса ... 38
Финансовый сектор ... 40
Сбер ... 41
ВТБ ... 43
TCS ... 44
МКБ ... 45
Московская биржа ... 46
Девелоперы ... 48
ПИК ... 49
Самолет ... 51
ЛСР ... 53
Эталон ... 55
ТМТ ... 56
Яндекс ... 57
VK ... 59
Ozon ... 61
МТС ... 63
HeadHunter ... 65
АФК «Система» ... 67
Ростелеком ... 68
Позитив ... 70
Группа Астра ... 72
Ритейл ... 73
X5 Group ... 74
Магнит ... 76
Fix Price ... 78
Henderson ... 80
Novabev ... 81
Электроэнергетика ... 83
Интер РАО ... 84
Русгидро ... 86
Юнипро ... 88
ФСК-Россети ... 90
Мосэнерго ... 92
ОГК-2 ... 94
ТГК-1 ... 96
Транспорт ... 98
Совкомфлот ... 99
Globaltrans ... 101
Аэрофлот ... 103
Удобрения ... 105
Фосагро ... 106
Промышленность ... 108
Segezha ... 109

18 декабря 2023 г.

Динамика индекса РТС и МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Индекс МосБиржи	Позитивный
Потенциал роста	32% с дивидендами 21% без дивидендов

Топовые дивидендные истории:
СургутНГ-ап, Лукойл, Татнефть-ап, МТС, Транснефть-ап

Взгляд на рынок

Рынок РФ стал еще привлекательнее для идей

Сохраняем позитивный взгляд на российский рынок

Изменения, которые произошли на российском фондовом рынке в целом, на наш взгляд, способствуют заработку, и в первую очередь это связано с тем, что поменялся профиль «среднего инвестора». Если раньше 70% участников рынка были институциональными инвесторами, имеющими полноценный доступ к компании (зачастую через топ-менеджмент), всей аналитике, а их опыт работы составлял 10-15 лет, то сейчас 80% участников — розничные инвесторы с ограниченным доступом к компаниям, инструментарию анализа и опытом инвестирования 3-5 лет.

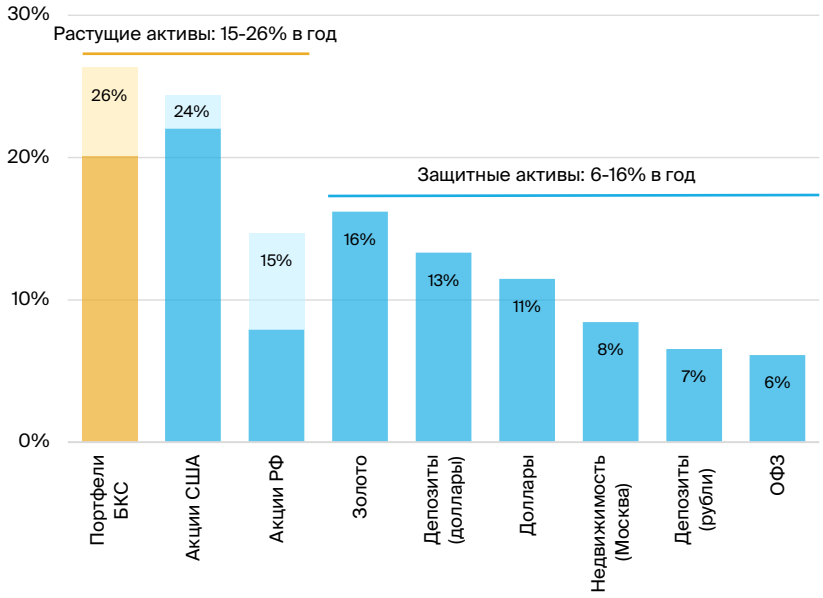
Профиль инвесторов изменился

	Было: 70% инвесторов — «институционалы»	Стало: 80% инвесторов — физлица
Доступ к компаниям	Прямой доступ к топ-менеджменту	Публичные пресс-релизы/ комментарии
Доступ к аналитике	Закрытая и платная аналитика	Открытая аналитика и мнения
Собственная аналитика	Собственная команда аналитиков	Ограничены в ресурсах для анализа
Опыт работы в отрасли	Значительный опыт: от 10-15 лет	Небольшой опыт: редко больше 3-5 лет

Такие изменения, по сути, приводят к тому, что рынок хуже понимает компании, что создает возможность при наличии инструментария для анализа чаще предугадывать, куда пойдет ее развитие (с точки зрения отчетности, дивидендов, стратегии и пр.).

Этот тезис, в том числе неплохо иллюстрируется динамикой разных активов, доступных инвесторам в разной степени. Как видно на графике ниже, портфельный подход к инвестированию на базе наших портфелей показал лучшую доходность из всех классов активов, опередив даже американский рынок.

Сравнение доходностей за последние 10 лет



*Полная доходность в акциях отражает рост акций и дивиденды
Источник: Investing, МосБиржа, ЦБ РФ, IRN.RU, БКС Мир Инвестиций

Этот график, кстати, так же хорошо иллюстрирует тезис, что зарабатывать в России можно. И не только на топовых портфелях, а еще и на самом рынке, который в целом показал доходность выше, чем у защитных активов.

Недооценка рынка остается существенной, покрывая риски

Наш позитивный взгляд на рынок складывается не только из потенциала роста бумаг, но и параметров самого индекса. Например, P/E индекса (отношение капитализации к прогнозной прибыли на следующие 12 месяцев) находится на уровне 4.4x, что на 28% ниже исторически средних показателей за 2013-21 гг. Такой дисконт, по сути, приведет к более высокой дивидендной доходности и неплохому потенциалу восстановления оценок.

Рынок РФ — текущий уровень P/E с дисконтом к историческому среднему

Источник: БКС Мир инвестиций

Переход российской экономики к росту должен стать еще одним фактором переоценки рынка, в то время как риски выглядят достаточно контролируемыми, особенно в части геополитических ограничений.

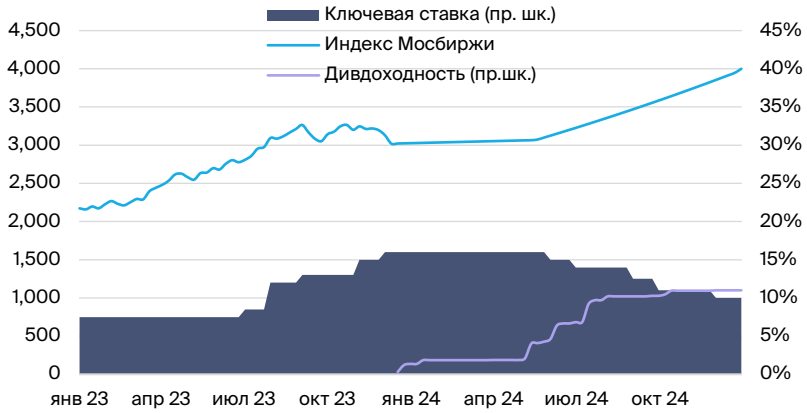
Дивиденды и снижение ставки — ключевые катализаторы

Наш взгляд на российский рынок складывается из нейтрального краткосрочного взгляда (на 5-6 месяцев) и позитивного долгосрочного (ожидаемая доходность 32% с учетом дивидендов через 12 месяцев). Тут мы видим два основных катализатора, которые могут помочь в переоценке, помимо упомянутых выше.

Во-первых, дивидендный сезон должен начаться в течение 2К24 с дивидендной доходностью за период годовых дивидендов на уровне 11%, существенная часть которых должна быть реинвестирована в рынок.

Во-вторых, мы ждем снижения процентной ставки с конца 2К24 и до уровня 10% до конца года, что также должно поддержать российский рынок акций, особенно в свете высокой чувствительности инвесторов к ставке: так, более 40% из опрошенных нами инвесторов сказали что готовы перевести более 20% своих акций в облигации и депозиты при текущих ставках.

Индекс МосБиржи — рост будет ускоряться



Источник: БКС Мир инвестиций

Мы также выделяем нашу дивидендную корзину как ставку на самые большие выплаты, ожидаемые нами с высокой степенью вероятности.

Дивидендная корзина

Бумага	12MF DY	3M ADV, $ млн
Сургутнефтегаз-ап	20.4%	28.8
Лукойл	14.5%	72.6
Татнефть-ао	16%	15.8
МТС	14%	15.3
Транснефть-ап	13.9%	21.9

Источник: БКС Мир инвестиций

Размещения — поток большой, но это палка о двух концах

Одной из тенденций российского рынка за последние полгода стал большой поток размещений акций. В таблице ниже приведены IPO и SPO, прошедшие за последние 11 месяцев, и последующая динамика котировок.

Размещения снова в тренде

Компания Тикер	Тип	Старт торгов	Цена, RUB./акц	Объем, RUB млн	Цена закрытия, дата разм-ния, RUB/акц.	Изм., %	Цена закрытия (13 дек 2023 г.)	Изм., %
Генетико GECO	IPO	26 апр	17.88	178.8	25.032	40%	37.475	110%
КарМани CARM	IPO	03 июл	3.16	600	3.318	5%	2.314	-27%
Группа Астра ASTR	IPO	13 окт	333	3500	466.2	40%	463.9	39%
Henderson HNFG	IPO	02 ноя	675	3000	670	-1%	551.8	-18%
ЕвроТранс EUTR	IPO	21 ноя	250	13500	223	-11%	236.55	-5%
Южуралзолото UGLD	IPO	22 ноя	0.55	7000	0.571	4%	0.5234	-5%
TMK TRMK	SPO	29 сен	220.68	3970	220.98	0%	189.84	-14%
ИнАрктика AQUA	SPO	30 ноя	900	3000	888	-1%	778	-14%

Источник: ЦБ РФ, БКС Мир инвестиций

К этой таблице можно добавить, что поток будущих размещений может быть еще выше, например, до 15 компаний обсуждают сделки по размещению своих акций. И у этой тенденции мы видим два аспекта. С одной стороны, это говорит о большей зрелости рынка и готовности инвесторов участвовать. Однако, с другой стороны, такой поток желающих продать акции может вызывать подозрение в некоторой локальной перегретости рынка. Кроме того, как можно увидеть в таблице, разброс доходности от участия в размещениях относительно высокий.

Долгосрочные идеи БКС Мир инвестиций — наши фавориты

Фаворит	Причина для покупки
Северсталь	Северсталь — ставка на качественный бизнес с самой высокой рентабельностью в секторе. Акции сталевара торгуются с дисконтом в 25% против исторических значений по P/E — низкий уровень в условиях ожидаемого роста цен на сталь в мире и России. Мы не исключаем возобновления выплаты дивидендов после выхода финансового отчета весной 2024 г. с доходностью как минимум 15%.
Мечел-ао	Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги Мечела, учитывая существенный и неоправданный дисконт в 50%+ против сталеваров по P/E. Компания проходит длительную трансформацию в плане долга: ожидаем снижение коэффициента Чистый долг/EBITDA до 1.5x на конец 2024 г., что станет многолетним минимумом. Мы считаем, что восстановление продаж коксующегося угля и рост цен на сталь поддержат бизнеса Мечела в следующем году.
Татнефть-ао	Наиболее привлекательная оценка среди нефтегазовых компаний и потенциально значительное превышение дивидендных ожиданий, если компания выплатит больше минимальных 50% чистой прибыли после выплаты 100% чистой прибыли по РСБУ в 3К23.
Лукойл	Если правительство одобрит выкуп до 25% акций у инвесторов из «недружественных» стран с дисконтом не менее 50% к текущим ценам, по нашим оценкам, стоимость акций Лукойла может увеличиться на 15-34% (в зависимости от конкретных параметров сделки). Мы немного понижаем оценку дивидендных выплат на 2023 г. до RUB 1000 на акцию со все еще привлекательной дивидендной доходностью на уровне 14%, но отмечаем возможность превышения этого уровня.

Сбер-ао	Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Сбера. В рамках своей стратегии Сбер намерен достичь рентабельности на капитал (ROE) выше 22% в год за счет среднего уровня банковской чистой процентной маржи (NIM) 5.5%+ и средних темпов роста кредитов и средств физических лиц на 10% в год. Сбер не ожидает ухудшения кредитного качества и видит стоимость риска в пределах 100-110 б.п., чуть ниже среднего за последние 7 лет. Банк строит риск-модели на базе ИИ, что позволяет стабилизировать этот показатель. Компания намерена поддерживать целевой показатель эффективности (Операционные расходы/Доходы) на уровне 30% с фокусом на росте производительности.
TCS	Мы сохраняем позитивный взгляд на акции TCS. Сильный рост клиентской базы обеспечивает рост бизнеса и доходов, а диверсификация выручки служит защитным фактором в различные циклы экономики. Компания активно развивает различные направления бизнеса (кредитование, МСБ, инвестиции, страхование) и остается сильным финтех-игроком. Потенциальная редомициляция с Кипра может стать краткосрочным катализатором для акций.
Магнит	Компания объявила рекомендацию совета директоров по дивидендам за 2022 г. и созвала ГОСА, в том числе для переизбрания состава совета директоров. Последнее может привести к повышению уровня листинга бумаг на МосБирже обратно до первого. А рекомендация дивидендов за 2022 г., на наш взгляд, сигнализирует о возобновлении регулярных выплат — ждем дивдоходность 14-20% на ближайшие 12 месяцев. Стратегический риск заключается в том, что Магнит продолжит существенно отставать от X5 Group по росту выручки в 2024 г., как за 9М23. Однако оптимизация структуры акционеров завершена, и мы ждем, что менеджмент сосредоточит внимание на росте. Магнит как один из лидеров продуктовой розницы выигрывает от тренда на консолидацию рынка, а спрос на продукты питания в целом устойчив к неопределенности.

Источник: БКС Мир инвестиций

Макроэкономика

Ждем замедления ВВП и укрепления рубля в 2024 г.

Несмотря на усилия ЦБ, экономике не удалось избежать перегрева в 3К-4К23. Рост ВВП в третьем квартале ускорился до 5.5% г/г, максимального значения с 4К21, когда экономика восстанавливалась после пандемии. Статистика за ноябрь показала очень медленное снижение экономической активности: выпуск в основных отраслях замедлился, но рост розничного товарооборота ускорился до 12.7% г/г (пик с мая 2021 г.). При этом темпы роста ВВП в ноябре, по предварительной оценке, снизились до 5%.

В 3К23 рубль по большей части слабел, но с середины октября резко укрепился до RUB 88-92/$: власти обязали экспортеров продавать часть валютной выручки, а импорт сократился. ЦБ повышал ключевую ставку почти каждый месяц. В результате она выросла с 7.5% в начале июля до 16% к середине декабря. Бюджетный импульс во втором полугодии сокращался: с июня по ноябрь профицит бюджета составил RUB 2.1 трлн. За весь 2023 г., по оценке Минфина, дефицит не превысит 1% ВВП, то есть совокупный профицит во втором полугодии составит около RUB 0.7 трлн.

Причина устойчивости экономики в 4К23 к сокращению фискального и монетарного стимулов в том, что изменения в экономической политике отражаются с запозданием. Поэтому уже в 2024 г. мы ждем замедления роста экономики и инфляции, снижения ключевой ставки и небольшого укрепления курса рубля.

Инфляция будет замедляться на фоне высокой ключевой ставки. По нашим оценкам, до конца 2023 г. годовая инфляция ускорится до 7.6% г/г. ИПЦ уже достиг 7.5% — верхнего порога прогнозного коридора ЦБ. Мы ожидаем, что ставки сохранятся на этом уровне в 1К24: темпы роста экономики остаются высокими, а значит, перегрев продолжается.

На фоне замедления годовой инфляции и роста экономики ЦБ будет плавно понижать ставку. Наш прогноз — до 10% по итогам 2024 г. Инфляция за 2024 г. замедлится до 5% г/г, то есть регулятору не удастся достигнуть таргета в 4% к концу следующего года. Поэтому в 2025 г. ЦБ будет снижать ставку плавнее, чтобы «заякорить» инфляцию на уровне ключевой ставки.

Рост ВВП превысит 3% в 2023 г., но резко ослабнет в 2024 г. Текущая динамика экономических показателей и все еще высокие индикаторы делового климата говорят о том, что экономика замедляется не так быстро, как ожидало правительство. ВВП в 4К23 вырастет на 4.1% г/г, то есть на 3.1% по итогам года — выше самых оптимистичных прогнозов в начале 2023 г.

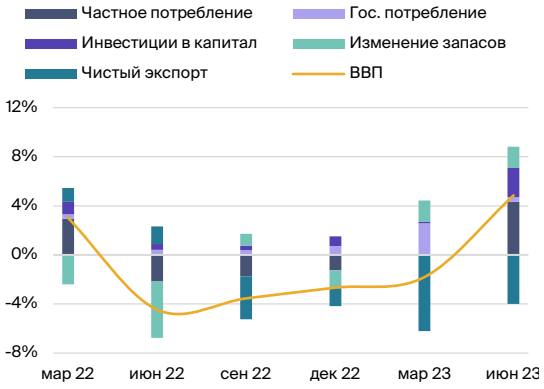
Однако уже в первом квартале рост экономики резко замедлится с высокой базы 2023 г. из-за монетарного ужесточения (с учетом повышения ставки до 16% в декабре) и сокращения фискального импульса. Дефицит бюджета, по ожиданиям Минфина, не превысит 1% прогнозного ВВП (RUB 166 трлн), что подразумевает очень скромное ускорение расходов бюджета в ноябре-декабре, не сопоставимое с динамикой прошлых лет.

Несмотря на скачок расходов в 2024 г. (+21.2% к уровню 2023 г.), Минфин планирует еще больше нарастить доходы бюджета (+22.3% г/г) и сократить дефицит до 0.9% ВВП. Кроме того, в 2024 г. ведомство не предполагает закрытие бюджета за счет средств ФНБ — дефицит будет финансироваться за счет повышенных заимствований на внутреннем рынке, которые увеличатся с RUB 1.8 трлн в 2023 г. до RUB 2.6 трлн в 2024 г.

Мы предполагаем, что годовой рост ВВП замедлится до 1% в 2024-25 гг. на фоне охлаждения экономики.

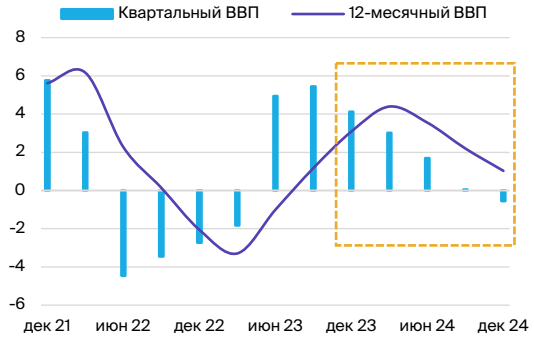
Рубль продолжит плавно укрепляться с улучшением торгового баланса и поддержкой курса. По итогам 2023 г. ожидаем курс на уровне RUB 90.9/$, но в 2024 г. рубль продолжит укрепляться. Главный фактор — падение импорта из-за слабого рубля осенью и замедления внутреннего спроса под влиянием более жесткой денежно-кредитной политики.

Структура роста ВВП, г/г



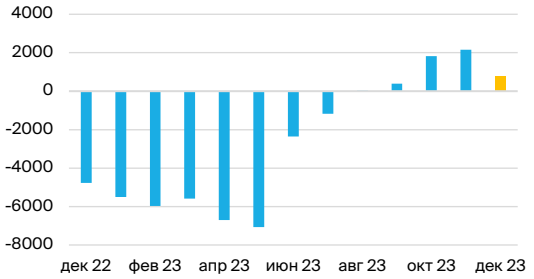
Источники: Росстат, БКС Мир инвестиций

Годовой и квартальный ВВП, прогноз БКС, г/г



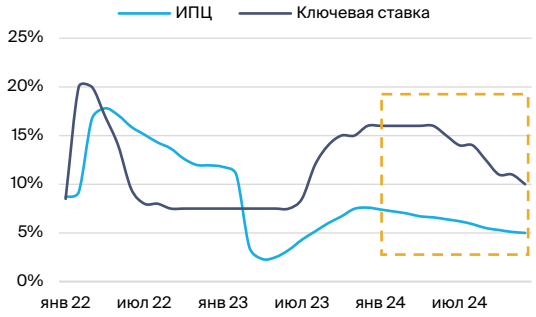
Источники: Росстат, БКС Мир инвестиций

Дефицит бюджета за 6 месяцев, RUB млрд



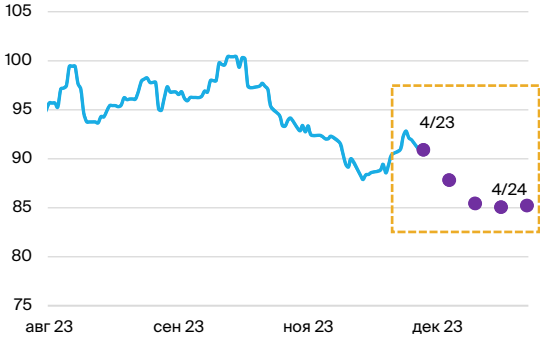
Источники: Минфин, БКС Мир инвестиций

Инфляция и ключевая ставка, прогноз БКС



Источники: Банк России, БКС Мир инвестиций

Курс USD/RUB, прогноз БКС



Источники: MOEX, БКС Мир инвестиций

Средний курс рубля в 2024 г. составит RUB 86.6/$, что несколько хуже уровня 2023 г., но волатильность значительно снизится. Дополнительную поддержку окажет обязательная продажа валютной выручки: соответствующий указ действует до апреля 2024 г., но мы ожидаем, что ограничения сохранятся с меньшим порогом продаж и не столько укрепят рубль, сколько снизят его волатильность и смягчат динамику предложения валюты на внутреннем рынке.

Банк России, по нашим ожиданиям, сведет свое присутствие на валютном рынке к минимуму: несмотря на возврат к покупкам валюты в рамках бюджетного правила и «догоняющие» покупки в 2024 г., объем чистых покупок будет отрицательным в силу следующих факторов: ЦБ скорректирует покупки на объем финансирования бюджетных расходов сверх бюджетного правила за счет ФНБ в 2023 г. (оцениваем в RUB 2.9 трлн) и продолжит продавать валюту в рамках зеркалирования внутренних инвестиций из ФНБ (оцениваем в RUB 0.6-1 трлн по итогам 2024 г.). Ожидаем, что в 2024 г. ЦБ на чистой основе продолжит продажи валюты на внутреннем рынке, но в скромных объемах.

Основные риски — геополитические и фискальные. Продолжение украинского конфликта служит основным источником рисков для экономики РФ. Это риски как внешнеполитического контура, так и внутреннего развития ситуации в России.

Внешние риски в основном сопряжены с новыми санкциями и усилением контроля за уже введенными ограничениями. Это может сильно исказить внешнеторговый баланс: из-за снижения потолка нефтяных цен и новых эмбарго на российский экспорт доходы от экспорта могут сократиться, а импорт — упасть, если приграничные дружественные страны ужесточат контроль за реэкспортными операциями.

Среди внутренних рисков можно выделить потенциальное усиление политической тербулентности в преддверии выборов, а также обострение украинского конфликта. Кроме того, значительным фактором риска мы считаем исполнение бюджета следующего года.

Говоря о небольшом прогнозном дефиците, мы отмечали, что он связан с резким ростом как доходов, так и расходов. И если повышение расходов (в первую очередь на оборонный сектор) не вызывает сомнений, то такой же хороший результат по доходам зависит от ряда предпосылок. Минфин ожидает роста собираемости по оборотным налогам (налоги на прибыль и личный доход, НДС), доля которых в ВВП вырастет. Также прогнозируется резкое увеличение нефтегазовых доходов, которое может не реализоваться, если цены снизятся, а рубль укрепится.

Даже с учетом этих факторов бюджет предполагает резкий рост разовых сборов для ограничения дефицита. Часть из них известна (доходы от новых пошлин на экспорт, отложенные платежи в соцфонд), но порядка RUB 0.9 трлн Минфин планирует собрать из пока не указанных источников.

Уместно ожидать новых единоразовых налоговых сборов, например, за счет коррекции ставок нефтегазовых налогов для отдельных компаний или повышенных дивидендных выплат от госкомпаний.

Ключевые макроэкономические прогнозы

	2023			2024			2025		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Рост ВВП, г/г	3.1%	2.2%	0.9 п.п.	1.%	1.5%	-0.5 п.п.	1.0%	1.3%	-0.5 п.п.
Номинальная процентная ставка, средняя	10.1%	6.8%	3.3 п.п.	14.1%	6.5%	7.6 п.п.	9.1%	6.1%	3.0 п.п.
Инфляция, конец периода	7.6%	6.1%	1.5 п.п.	5.0%	4.2%	0.8 п.п.	4.1%	3.9%	0.2 п.п.
Курс RUB /USD, средний	85.1	85.6	-0.6%	86.6	89.5	-3.2%	85.0	88.1	-3.5%

Источник: БКС Мир инвестиций

Обновленные прогнозы курса рубля и цен на нефть и газ

	1К23е	2К23е	3К23е	4К23е	1К24е	2К24е	3К24е	4К24е	2022е	2023е	2024е	2025е
RUB/$, конец периода (новый)	77.6	89.6	95.0	90.9	87.8	85.4	85.1	85.2	70.3	90.9	85.2	85.9
RUB/$, средний (новый)	73.4	81.0	94.3	92.2	89.4	86.6	85.2	85.1	68.1	85.1	86.6	85.0
RUB/$, конец периода (старый)	77.6	89.6	95.0	93.2	90.9	88.5	88.1	88.2	70.3	93.2	88.2	88.9
RUB/$, средний (старый)	73.4	81.0	94.3	93.9	92.9	88.9	88.0	88.2	68.1	85.6	89.5	88.1
Изменение: RUB/$, конец периода				-2.3	-3.1	-3.1	-3.0	-3.0		-2.3	-3.0	-3.0
Изменение: RUB/$, средний				-1.7	-3.5	-2.3	-2.8	-3.1		-0.5	-2.9	-3.1
Brent, $ за барр. (новый)	$82	$78	$86	$84	$83	$80	$78	$78	$99	$83	$80	$80
Urals, $ за барр. (новый)	$56	$59	$71	$72	$71	$70	$68	$69	$80	$65	$70	$75
Brent-Urals спред (новый)	$26	$19	$15	$12	$12	$10	$10	$9	$19	$18	$10	$5
Brent, $ за барр. (старый)	$82	$78	$86	$85	$83	$80	$78	$78	$99	$83	$80	$80
Urals, $ за барр. (старый)	$56	$59	$70	$73	$71	$70	$68	$69	$80	$65	$70	$75
Brent-Urals спред (старый)	$26	$19	$16	$12	$12	$10	$10	$9	$19	$18	$10	$5
Изменение: Brent, $ за барр.				-$1								
Изменение: Urals, $ за барр.			$1	-$1								
Изм.: Brent-Urals спред, $ за барр.			-$1									
Цены на газ в Европе, $/тыс. куб. м (нов.)	$605	$410	$395	$530	$565	$545	$545	$580	$1 360	$485	$560	$351
Цены на газ в Европе, $/тыс. куб. м (стар.)	$605	$410	$255	$505	$610	$590	$500	$425	$1 360	$445	$530	$300
Изменение: $/тыс. куб. м			$140	$25	-$45	-$45	$45	$155		$40	$30	$51
Добыча нефти в РФ, млн барр./сутки (нов.)	10.7	10.4	10.0	9.9	9.7	9.7	9.8	10.0	10.7	10.3	9.8	10.2
Добыча нефти в РФ, млн барр./сутки (стар.)	10.7	10.4	10.0	9.9	9.7	9.7	9.8	10.0	10.7	10.3	9.8	10.2
Изменение, млн барр./сутки:												
Экспорт нефти из РФ, млн барр./сутки (нов.)	7.3	7.0	6.6	6.5	6.3	6.3	6.4	6.6	7.1	6.9	6.4	6.6
Экспорт нефти из РФ, млн барр./сутки (стар.)	7.3	7.0	6.6	6.5	6.3	6.3	6.4	6.6	7.1	6.9	6.4	6.6
Изменение, млн барр./сутки:												
Экспорт газа в ЕС по труб., млрд куб. м (нов.)	10	10	13	13	14	13	13	14	87	45	55	65
Экспорт газа в ЕС по труб., млрд куб. м (стар.)	10	10	13	13	14	13	13	14	87	45	55	65
Изменение, млрд куб. м												

*вкл. нефть и нефтепродукты

Источники: Интерфакс, Investing.com, БКС Мир инвестиций

Кривая доходности суверенных 10-летних выпусков РФ и ключевая ставка ЦБ

Источники: Московская биржа, БКС Мир инвестиций

Методология оценки

Премия за риск, безрисковая ставка и диапазоны оценки

Безрисковая ставка растет после повышения ставки ЦБ. За полгода базовая ставка кредитования выросла с летних 7.5% до 16% в декабре. В результате доходность к погашению по 10-летним рублевым суверенным облигациям России в ноябре выросла до 12% (см. график слева). Это на 50 б. п. выше нашей предыдущей безрисковой ставки в 11.5%.

Сохраняем премию за риск на уровне 8.5%. Наша стоимость акционерного капитала (COE), то есть сумма безрисковой ставки и премии за риск, составляет 12% + 8.5% = 20.5%. В нашей стратегии на 4К23 COE был 20%.

Как присваивается рекомендация: избыточная доходность и оценка. Наши аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев по акциям под покрытием, применяя различные методологии: анализ мультипликаторов, модели дисконтирования денежных потоков (ДДП) и дивидендов (МДД). Для присвоения позитивного взгляда бумаге недостаточно просто иметь потенциал роста до целевой цены за год. Потенциал должен быть достаточным, чтобы оправдать стоимость капитала для инвестирования. Например, учитывая, что сейчас наша стоимость капитала составляет 20.5%, акция с потенциалом роста 25% до целевой цены на 12 месяцев будет иметь избыточную доходность лишь 25% – 20.5% = 4.5%.

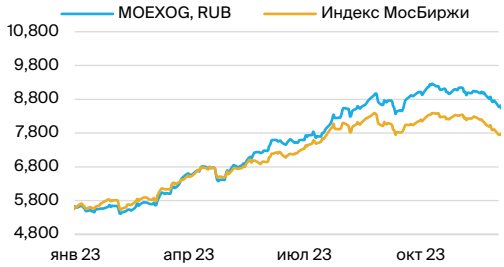
Мы присваиваем акциям с избыточной доходностью меньше -10% взгляд «негативный», больше +10% – «позитивный», а бумагам в промежутке между этими значениями – «нейтральный» взгляд. В предыдущей стратегии диапазон был уже: +-5%.

18 декабря 2023 г.

Нефть и газ

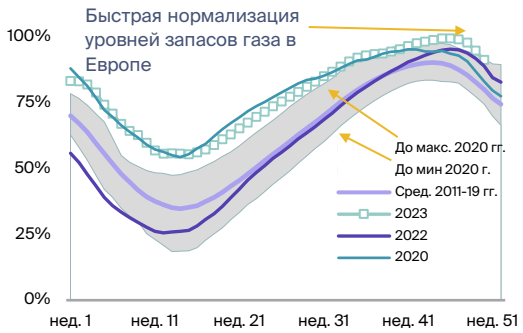
Взгляд на сектор	Нейтральный
Средний потенциал роста	23%
Фавориты	Татнефть-ао, Транснефть-ап

Динамика индекса нефти и газа МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Заполняемость газохранилищ Европы, % от полной



Источники: GIE, БКС Мир инвестиций

Рубль крепче, ставки выше — справедливая оценка

Оценки компаний падают из-за рубля, ставок и рисков СПГ. Мы понизили целевые цены по акциям нефтегазовых компаний в среднем на 4% в свете укрепления рубля, а также роста безрисковой ставки и рисков для перевозки СПГ из-за санкций. Сейчас оценка сектора выглядит справедливо, и мы меняем взгляд на бумаги Лукойла, Роснефти, Газпрома, Новатэка и префам Татнефти на нейтральный с позитивного. Взгляд на акции Газпром нефти повышен до нейтрального с негативного. У нас остаются лишь две бумаги с позитивным взглядом: обыкновенные акции Татнефти (похоже, компания возвращается к выплатам не менее 75% чистой прибыли в виде дивидендов) и привилегированные бумаги Транснефти, которые в 1К24 ожидает сплит в размере 100 к 1.

Небольшие изменения в прогнозах цен на нефть. Мы сохраняем оценку нефти марки Brent на 2024-25 гг. на уровне $80 за баррель, что несколько выше цен на момент выхода этой стратегии. Понижаем прогноз цены Urals на 4К23 на $3 до $67 за барр.: из-за активизации усилий по соблюдению потолка цен растет стоимость доставки. Повышаем оценку дисконта Urals к Brent на 2024 г. с $10 до $13 за барр.

Цены на газ сильно зависят от погоды. Мы повышаем прогнозы цен на газ в Европе: на $15 до $545/тыс. куб. м для 2024 г. и на $50 до $350/тыс. куб. м для 2025 г. Несмотря на полные хранилища и слабое начало отопительного сезона, газ торгуется по $400-$500/тыс. куб. м. Нормальная зима должна быстро сократить запасы в регионе, учитывая ограниченное предложение из РФ, а неустойчивый баланс спроса и предложения означает, что в зависимости от погоды цены могут как упасть до $350, так и подскочить до $900/тыс. куб. м.

Рубль крепчает, продукция дешевеет, демпфер возвращается, налоги растут. Мы прогнозируем укрепление курса на RUB 2-3/$, что негативно для оценки акций. Сокращение демпферных выплат на 50% продлилось лишь до сентября, но их восстановление в октябре было нивелировано запоздалой коррекцией внутренних цен на нефтепродукцию после запрета на экспорт бензина и дизельного топлива. Налоговая нагрузка на сектор несколько возросла, особенно на добычу конденсата Газпрома.

Рентабельность нефти остается заметно выше исторических уровней. Несмотря на ограничения добычи ОПЕК+ и крайне волатильный налоговый режим, рентабельность нефти в целом остается на высоком уровне. Скупая отчетность компаний за 3К23 подтверждает ситуацию в первом полугодии: рентабельность по EBITDA заметно выше докризисных уровней (2015-21 гг.). Макроконъюнктура в 2024 г. выглядит привлекательнее, чем в 1П23, и, хотя налоги растут, мы ожидаем хорошие доходы от добычи нефти в 2024 г.

Катализаторы: Сила Сибири-2, запуск Арктик СПГ-2, обратный выкуп Лукойла, сплит Транснефти. Подписание договора по Силе Сибири-2 в 2024 г. стало бы сильным драйвером, но ясности в этом вопросе пока нет. В январе Новатэк начнет коммерческую добычу газа на 1-й технологической линии Арктик СПГ-2, что должно поддержать акции компании, если она сможет преодолеть логистические проблемы из-за недавних санкций. Если правительство одобрит выкуп 25% акций Лукойла у иностранцев со скидкой, 50% стоимость бумаг вырастет на 15-35%. Наконец, до марта должно состояться долгожданное дробление акций Транснефти в размере 100 к 1.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

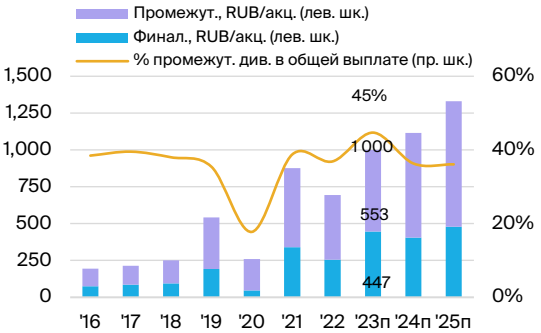
	Взгляд		Целевая цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель 2024	2023п	2024п	Цель 2024
Газпром	Нейтральный	Позитивный	210	240	-13%	28%	7%	4.3x	4.8x	5.5x	5.3x	5.0x	6.4x
Лукойл	Нейтральный	Позитивный	8500	9100	-7%	21%	0%	2.6x	3.5x	4.2x	3.9x	5.3x	6.1x
Новатэк	Нейтральный	Позитивный	1800	2100	-14%	20%	-1%	9.7x	9.4x	11.2x	9.3x	5.5x	6.6x
Газпром нефть	Нейтральный	Нейтральный	950	810	17%	13%	-8%	4.2x	4.5x	4.9x	6.2x	6.4x	7.2x
Роснефть	Нейтральный	Позитивный	710	760	-7%	29%	7%	4.3x	4.1x	4.6x	4.0x	3.4x	4.4x
СургутНГ-ао	Негативный	Негативный	30	32	-6%	11%	-11%	н/д	н/д	н/д	1.0x	2.9x	3.2x
СургутНГ-ап	Негативный	Негативный	54	62	-13%	-1%	-19%	н/д	н/д	н/д	2.0x	5.8x	5.8x
Татнефть-ао	Позитивный	Позитивный	850	880	-3%	35%	14%	3.7x	4.1x	5.5x	4.6x	5.3x	7.1x
Татнефть-ап	Нейтральный	Позитивный	810	820	-1%	30%	8%				4.6x	5.2x	6.8x
Транснефть-ап	Позитивный	Позитивный	200 000	190 000	5%	47%	29%	2.5x	2.5x	3.3x	3.3x	3.6x	5.2x

Данные на 13 декабря; * Избыточная доходность = потенциал роста — стоимость акционерного капитала
Источники: Интерфакс, МосБиржа, оценки БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Лукойла против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Лукойла, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Лукойл

На фоне укрепления рубля и повышения ставки дисконтирования мы понижаем целевую цену по акциям Лукойла на 7% до RUB 8500 за акцию и меняем взгляд на нейтральный с позитивного. Отметим, что бумага торгуется на уровне 3.9x по мультипликатору P/E на 2024п с 11%-ным дисконтом к среднему за 10 лет.

Взгляд на компанию

В нефтяном секторе хорошая прибыль, сильные дивиденды, но непредсказуемая налоговая политика. На фоне подорожания нефти и ослабления рубля EBITDA и чистая прибыль российских нефтяников обогнали докризисные уровни 2015-21 гг. Сейчас по обоим показателям наметился разворот трендов, хотя прогнозы прибыли все еще выше среднего. К сожалению, налоговое регулирование остается крайне непредсказуемым — в 2024 г. налоговая политика может претерпеть дополнительные изменения. Ключевой акционер Лукойла находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Возможность выкупа акций с 50%-ным дисконтом остается главным потенциальным катализатором.** Если правительство одобрит выкуп до 25% акций у инвесторов из «недружественных» стран с дисконтом не менее 50% к текущим ценам, по нашим оценкам, стоимость акций Лукойла может увеличиться на 15-34% (в зависимости от конкретных параметров сделки).
- **Промежуточные дивиденды подтверждают привлекательную дивдоходность за 2023 г.** Промежуточные дивиденды в размере RUB 447 на акцию оказались выше наших прогнозов, но значительно ниже консенсуса, поэтому были восприняты рынком негативно. Исторически промежуточные дивиденды Лукойла составляли порядка 37% от всех выплат за год, что предполагает дивиденды за полный год в размере около RUB 1200 на акцию. Наш прогноз более консервативен: мы немного понижаем оценку дивидендных выплат на 2023 г. до RUB 1000 на акцию с все еще привлекательной дивидендной доходностью на уровне 14%, но отмечаем возможность превышения этого уровня.

Ключевые риски

- **Продолжающееся ралли в рубле может повлиять на рентабельность.** Укрепление рубля с RUB 100/$ до RUB 90/$ в 4К23 привело к снижению рентабельности нефтяников. Политика правительства, в том числе повышение ставки ЦБ, может еще сильнее поддержать рубль и привести к падению стоимости нефтяных бумаг в рублевом выражении.
- **Цены на нефть могут упасть ниже $80 за барр., несмотря на все усилия ОПЕК+.** Нефтяные рынки без энтузиазма восприняли последнее заявление ОПЕК+ о сокращении добычи. Если подтвердятся опасения по поводу состояния экономик США и Китая, цены на Brent могут опуститься ниже $80 за барр.

Основные изменения

Немного понижаем оценку на 2023 г. и повышаем на 2024 г. Мы понижаем прогноз EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. на фоне укрепления рубля и коррекции цен на отечественную продукцию. Понижаем прогнозы EBITDA и чистой прибыли на 2023п на 4% и 7% — до $23.1 млрд и $14.6 млрд соответственно, но умеренно повышаем оценки на 2024п. Наши прогнозы выше консенсуса СПбМТСБ на 2023п, но, так же как и наши допущения по макроданным, ощутимо более консервативны по 2024п.

Оценка и взгляд

С учетом укрепления рубля и повышения безрисковой ставки понижаем целевую цену. На фоне укрепления рубля и повышения ставки дисконтирования мы понижаем целевую цену по акциям Лукойла на 7% до RUB 8500 за акцию и меняем взгляд на нейтральный с учетом избыточной доходности 1%. По ряду критериев бумага выглядит справедливо оцененной и торгуется на уровне 3.9x P/E 2024п с 11%-ным дисконтом к среднему за 10 лет.

Лукойл — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	93.1	96.6	-4%	81.7	84.6	-3%
EBITDA	23.2	24.1	-4%	18.1	16.7	8%
Чистая прибыль	14.6	15.6	-7%	11.1	10.4	7%
Рентабельность по EBITDA	25%	25%	0 п.п.	22%	20%	2.4 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	16%	16%	-0.5 п.п.	14%	12%	1.3 п.п.
Оъявл. дивиденды на акцию, RUB	1000	1040	-4%	1165	1110	5%

Источник: БКС Мир инвестиций

Лукойл — прогнозы БКС против консенсуса

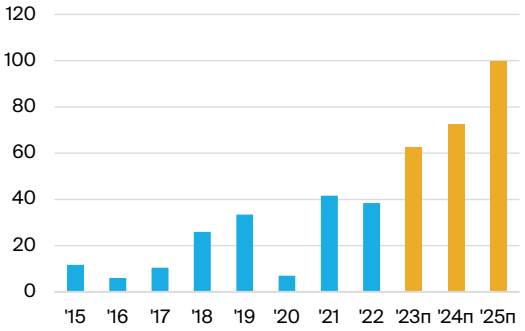
$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	93.1	95.4	-2%	81.7	99.0	-17%
EBITDA	23.2	20.8	11%	18.1	20.3	-11%
Чистая прибыль	14.6	13.5	8%	11.1	12.4	-10%
Рентабельность по EBITDA	25%	22%	3.1 п.п.	22%	21%	2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	16%	14%	1.5 п.п.	14%	12%	1 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Роснефти против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Роснефти



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Роснефть

Мы понижаем целевую цену по акциям Роснефти на 7% до RUB 710 за акцию и меняем взгляд с учетом укрепления рубля и повышения безрисковой ставки — теперь нейтральный. Акция торгуется по мультипликатору P/E на уровне 3.4х с 44%-ным дисконтом к своему среднему значению за 10 лет. Дивдоходность на горизонте 12 месяцев составляет 11%.

Взгляд на компанию

В нефтяном секторе хорошая прибыль, сильные дивиденды, но налоговая политика непредсказуема. На фоне подорожания нефти и ослабления рубля EBITDA и чистая прибыль нефтяников обогнала докризисные уровни 2015-21 гг. Сейчас по обоим показателям наметился разворот трендов, хотя прогнозы прибыли все еще выше среднего. К сожалению, налоговое регулирование остается крайне непредсказуемым — в 2024 г. налоговая политика может еще измениться. Роснефть находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Прибыль в 2023 г. по-прежнему выше тренда.** EBITDA Роснефти за 9М23 превысила докризисные уровни на 44%, а чистая прибыль — на 156%.
- **Восток Ойл — все еще история долгосрочного роста.** Добыча на новых месторождениях проекта начнется в конце 2024 г. В долгосрочном плане проект позволит сильно нарастить добычу и диверсифицировать экспорт.

Ключевые риски

- **Сильный рубль, слабая динамика цен на нефть в дальнейшем.** Меры правительства стабилизировали курс валюты, в то время как на нефть давят санкции и опасения по поводу роста мировой экономики.
- **Рост ставок повысит стоимость долга.** Роснефть — среди нефтяных компаний с самой высокой долговой нагрузкой: чистый долг, по нашим оценкам, составляет $50 млрд. Рост процентных ставок повысит расходы на привлечение фондирования по мере погашения текущего долга.

Основные изменения

Повышение дивидендов, улучшение прогноза на 2023п. В наших прогнозах прибыли и дивидендов на акцию на 2023 г. заложено укрепление рубля и коррекция цен на российском рынке нефтепродуктов. Наши оценки значительно выше консенсусов как на 2023 г., так и на 2024 г. Прогноз рынка по EBITDA на 2023 г. на уровне $30 млрд вряд ли подтвердится: по итогам только 9М23 Роснефть уже показала почти $29 млрд.

Оценка и взгляд

С учетом укрепления рубля понижем целевую цену, теперь взгляд нейтральный. Мы понизили целевую цену по бумагам Роснефти, рассчитанную по модели дисконтирования дивидендов, на 7% до RUB 710 за акцию на фоне укрепления рубля и повышения безрисковой ставки. При избыточной доходности 1% мы меняем взгляд с позитивного на нейтральный. Бумаги компании торгуются по мультипликатору P/E на 2024п на уровне 3.4х с 44%-ным дисконтом к своему среднему за 10 лет.

Роснефть — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	108.0	108.9	-1%	105.3	106.3	-1%
EBITDA	37.8	39.5	-4%	41.2	39.9	3%
Чистая прибыль	15.4	17.7	-13%	17.9	18.7	-4%
Рентабельность по EBITDA	35%	36%	-1.2 п.п.	39%	38%	1.5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	14%	16%	-2 п.п.	17%	18%	-0.6 п.п.
Дивиденды на акцию, RUB	62	71	-13%	73	79	-7%

Источник: БКС Мир инвестиций

Роснефть— прогнозы БКС против консенсуса

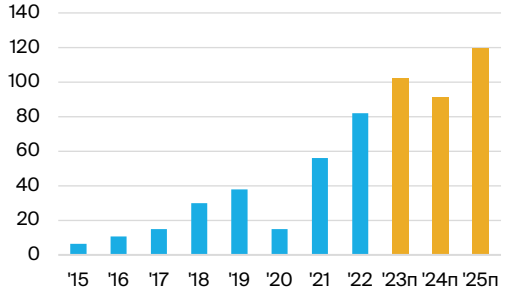
$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	108.0	100.1	8%	105.3	107.1	-2%
EBITDA	37.8	30.1	26%	41.2	29.6	39%
Чистая прибыль	15.4	14.4	7%	17.9	14.7	22%
Рентабельность по EBITDA	35%	30%	5 п.п.	39%	28%	11 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	14%	14%	0 п.п.	17%	14%	3 п.п.

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Газпром нефти против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Газпром нефти



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Газпром нефть

Мы повышаем целевую цену по нефтедобывающей компании Газпром нефть на 17% до RUB 950 за акцию и подтверждаем нейтральный взгляд. В нашей целевой цене учтены ожидания роста прибыли и увеличения дивидендных выплат до 75%. Акции Газпром нефти торгуются по мультипликатору P/E на 2024п на уровне 6.4x — с премией 42% к историческому среднему 4.5x, что отчасти объясняется повышением коэффициента дивидендных выплат.

Взгляд на компанию

В нефтяном секторе хорошая прибыль, сильные дивиденды, но налоговая политика непредсказуема. На фоне подорожания нефти и ослабления рубля EBITDA и чистая прибыль нефтяников обогнали докризисные уровни 2015-21 гг. Сейчас по обоим показателям наметился разворот трендов, хотя прогнозы прибыли еще выше среднего. Однако налоговое регулирование остается крайне непредсказуемым — в 2024 г. налоговая политика может претерпеть новые изменения. Несколько дочерних компаний Газпром нефти находятся под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Потенциал долгосрочного роста еще не исчерпан.** Перспективы Газпром нефти обеспечивает ряд проектов (например, Зима, нефтяные оторочки гигантских газовых месторождений Газпрома), однако их полной реализации могут препятствовать обязательства перед ОПЕК+.
- **Есть потенциал для роста дивидендов.** Мы недавно предполагали, что на фоне падения экспортной выручки в Европе материнская компания Газпром может потребовать от Газпром нефти увеличения дивидендных выплат. Это предположение, видимо, подтвердилось: компания объявила о дивидендах в размере 75% чистой прибыли за 9М23 — значительно выше уровня текущей дивполитики (не менее 50% чистой прибыли).

Ключевые риски

- **Продолжающееся ралли в рубле может сказаться на рентабельности.** Укрепление рубля с RUB 100/$ до RUB 90/$ в 4К23 привело к снижению рентабельности нефтяников. Меры правительства, в том числе повышение ставки ЦБ, могут еще сильнее поддержать рубль и привести к падению стоимости нефтяных бумаг в рублевом выражении.
- **Цены на нефть могут упасть ниже $80 за барр., несмотря на все усилия ОПЕК+.** Нефтяные рынки без энтузиазма приняли последнее заявление ОПЕК+ о снижении добычи. Если подтвердятся опасения о состоянии экономик США и Китая, цены на Brent могут опуститься ниже $80 за барр.

Основные изменения

Повышение прогноза прибыли и дивидендов. Мы повысили прогноз дивидендов на акцию на 2023 г. сразу на 59% после того, как стало известно, что компания намеревается выплатить 75% чистой прибыли за 9М23 в качестве промежуточных дивидендов. Консенсус-прогноз по EBITDA на 2023 г. на уровне $12.4 млрд выглядит консервативным: только в 1П23 компания показала $7.7 млрд.

Оценка и взгляд

Динамика котировок перевешивает позитив от роста дивидендов, сохраняем позитивный взгляд. Укрепление рубля и увеличение риска нивелируют улучшенные прогнозы прибыли и дивидендов. Мы повышаем целевую цену по Газпром нефти на 16% до RUB 940 за акцию. Однако в бумаге все учтено с запасом, избыточная доходность составляет -13%, а значит, мы подтверждаем нейтральный взгляд.

Газпром нефть — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	40.5	40.5	0%	39.1	38.0	3%
EBITDA	15.0	13.9	8%	14.4	11.7	23%
Чистая прибыль	7.6	7.1	7%	7.2	5.5	31%
Рентабельность по EBITDA	37%	34%	2.6 п.п.	37%	31%	5.8 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	19%	18%	1.2 п.п.	18%	14%	4 п.п.
Дивиденды на акцию, RUB	102	64	59%	99	78	27%

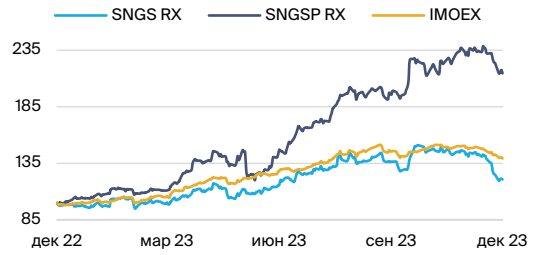
Источник: БКС Мир инвестиций

Газпром нефть — прогнозы БКС против консенсуса

$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	40.5	38.2	6%	39.1	39.9	-2%
EBITDA	15.0	12.4	21%	14.4	12.3	17%
Чистая прибыль	7.6	8.0	-5%	7.2	8.5	-15%
Рентабельность по EBITDA	37%	32%	5 п.п.	37%	31%	6 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	19%	21%	-2 п.п.	18%	21%	-3 п.п.

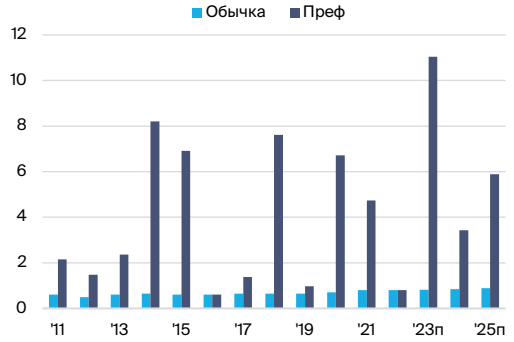
Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Сургутнефтегаза-ао и -ап против индекса МосБиржи



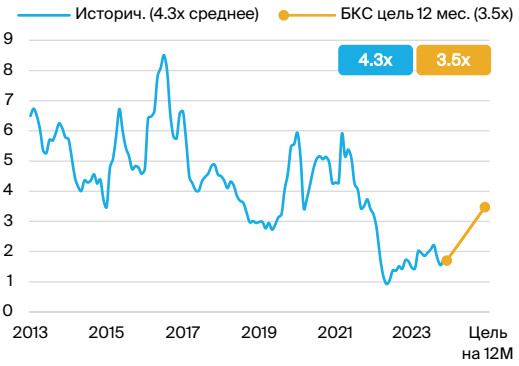
*приведено к 100 (цены в RUB), данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Сургутнефтегаза



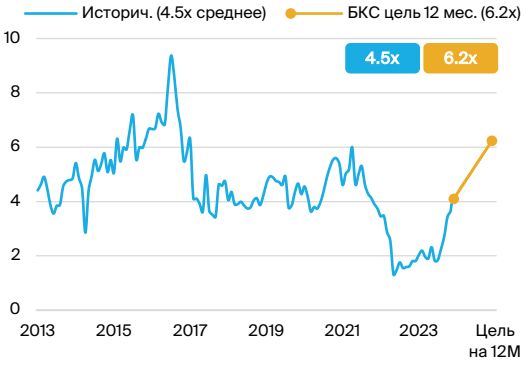
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень — Сургутнефтегаз-ао



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень — Сургутнефтегаз-ап



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Сургутнефтегаз

Мы понизили целевые цены по обыкновенным и привилегированным акциям Сургутнефтегаза на 6% и 13% до RUB 30 и RUB 54 за акцию соответственно. Сохраняем негативный взгляд как на обычку, так и на префы. Наши целевые цены предполагают, что обыкновенные акции компании должны торговаться по мультипликатору P/E на 2024п на уровне 3.6x, а привилегированные —6.8x.

Взгляд на компанию

В нефтяном секторе хорошая прибыль, сильные дивиденды, но непредсказуемая налоговая политика. На фоне подорожания нефти и ослабления рубля EBITDA и чистая прибыль российских нефтяников обогнали докризисные уровни 2015-21 гг. Сейчас по обоим показателям наметился разворот трендов, хотя прогнозы прибыли все еще выше среднего. К сожалению, налоговое регулирование остается крайне непредсказуемым — в 2024 г. налоговая политика может претерпеть дополнительные изменения. В отношении главы компании и нескольких «дочек» введены санкции, что несет средние риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **В 2023 г. по префам вновь возможны сверхдивиденды, но перспективы ухудшаются.** В 2023 г. с учетом очень высокой курсовой прибыли ожидаем рекордные показатели рентабельности. Если рубль завершит текущий год на отметке около RUB 91/$, а чувствительность к валютным колебаниям останется на относительно низких уровнях 1П23, прогнозируем рекордные дивиденды по префам — RUB 11 на акцию с дивдоходностью порядка 19%. Вместе с тем на фоне ралли рубля ожидания рынка по дивидендам в ноябре должны были снизиться минимум на 20% (см. «График») — это пока не учтено в цене префов.

Ключевые риски

- **Общие риски цен на нефть и рубля.** Всем российским нефтяникам на руку рост цен на нефть и ослабление рубля. При снижении первых и укреплении второго наши прогнозы по прибыли и дивидендам Сургутнефтегаза сократятся.
- **В ближайшем будущем рост дивидендов на обычку маловероятен.** В отличие от префов в уставе Сургутнефтегаза не прописано требование минимальных выплат по обычке. Традиционно они низкие и стабильны, то есть рост дивиденда на акцию очень медленный.
- **Рынок слишком оптимистичен в дивидендных прогнозах по префам на 2023-24 гг.** Рынок рассчитывает на дивидендную доходность 23% за 2023 г. и 12% за 2024 г. против наших оценок в 20% и 7% соответственно. Конечно, прогнозы во многом зависят от взгляда на курс рубля к доллару на конец 2023 г. и 2024 г., но мы считаем, что даже с учетом ожидания довольно высокой дивдоходности на горизонте года префы переоценены.

Основные изменения

Снижаем прогноз дивидендов по префам. Наш прогноз чистой прибыли на 2023 г. выше ожиданий рынка, при этом консенсус-прогноз дивидендов по префам явно превышает наши оценки (политика компании предписывает коэффициент 40%). На наш взгляд, выплата выше 40% крайне маловероятна. Мы по-прежнему ожидаем очередных сверхдивидендов по префам в размере RUB 11 на акцию (дивдоходность — 20%), но этот прогноз сильно ниже нашей прошлой оценки (-28%) и консенсуса (-10%) ввиду ожидаемого падения курсовой прибыли из-за укрепления рубля.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену, корректируем взгляд на префы. Мы понижаем целевую цену по обыкновенным и привилегированным акциям Сургутнефтегаза, рассчитанную по модели дисконтирования дивидендов, на 6% и 13% до RUB 30 и RUB 54 за акцию соответственно. С учетом избыточной доходности на уровне -11% и -19% наш взгляд на обе бумаги — негативный.

Сургутнефтегаз — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	26.5	28.4	-6%	26.9	26.8	0%
EBITDA	6.9	8.8	-21%	7.0	6.8	3%
Чистая прибыль	14.1	19.6	-28%	4.7	4.2	11%
Рентабельность по EBITDA	26%	31%	-4.8 п.п.	26%	25%	0.8 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	53%	69%	-15.9 п.п.	17%	16%	1.7 п.п.
Дивиденды на акцию (-ао), RUB	0.82	0.82	0%	0.84	0.84	0%
Дивиденды на акцию (-ап), RUB	11.1	15.5	-28%	3.7	3.5	7%

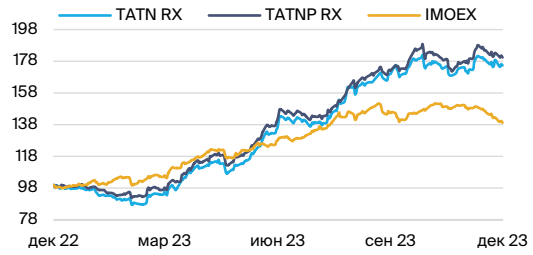
Источник: БКС Мир инвестиций

Сургутнефтегаз — прогнозы БКС против консенсуса

$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	26.5	24.8	7%	26.9	27.6	-3%
EBITDA	6.9	7.2	-4%	7.0	6.5	8%
Чистая прибыль	14.1	12.9	10%	4.7	6.8	-31%
Дивиденды на акцию (-ао)	0.82	0.80	2%	0.84	0.80	5%
Дивиденды на акцию (-ап)	11.1	12.2	-10%	3.7	6.5	-43%
Рентабельность по EBITDA	26%	29%	-3 п.п.	26%	23%	3 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	53%	52%	1 п.п.	17%	25%	-7 п.п.

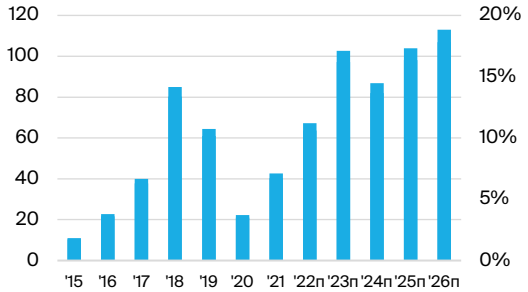
Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Татнефти-ао и –ап против индекса МосБиржи



*приведено к 100 (цены в RUB), данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Татнефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень – Татнефть-ао

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Татнефть

Мы понижаем целевые цены по обыкновенным и привилегированным акциям нефтедобывающей компании Татнефть на 3% и 2% до RUB 850 и RUB 800 за акцию соответственно. По обычке сохраняем позитивный взгляд, а по префам меняем на нейтральный. Наши целевые цены предполагают, что обыкновенные акции компании будут торговаться по мультипликатору P/E на 2023п на уровне 7.1x (при среднем в 6.5x), а привилегированные — 6.8x.

Взгляд на компанию

В нефтяном секторе хорошая прибыль, сильные дивиденды, но непредсказуемая налоговая политика. На фоне подорожания нефти и ослабления рубля EBITDA и чистая прибыль российских нефтяников обогнали докризисные уровни 2015-21 гг. Сейчас по обоим показателям наметился разворот трендов, хотя прогнозы прибыли все еще выше среднего. К сожалению, налоговое регулирование остается крайне непредсказуемым — в 2024 г. налоговая политика может претерпеть дополнительные изменения. Татнефть продала дочернюю компанию по производству шин, находящуюся под санкциями, и общий санкционный риск сейчас находится на средне-низком уровне.

Драйверы роста

- **Возврат к дивидендам выше 50% прибыли.** Выплата промежуточных дивидендов в размере 100% прибыли за 3К23 по РСБУ может указывать на то, что компания возвращается к высоким дивидендным выплатам. Это должно найти подтверждение в итоговых дивидендных выплатах за 2023 г. и, на наш взгляд, выглядит весьма вероятным.
- **Новая Стратегия-2030 нацелена на долгосрочный рост.** Стратегия развития Татнефти до 2030 г. предусматривает долгосрочный целевой уровень нефтедобычи в 810 тыс. барр./сутки — гораздо выше пикового уровня добычи в постсоветскую эпоху (585 тыс. барр./сутки в 2019 г.). Рост ограничивают квоты на добычу для России со стороны ОПЕК+. Если на горизонте 12 месяцев появятся признаки оживления мирового спроса на нефть, акции Татнефти могут показать опережающую динамику.

Ключевые риски

- **Ралли в рубле может сказаться на рентабельности.** Укрепление рубля с RUB 94/$ в 3К23 до RUB 88-89/$ уже привело к падению рентабельности нефтяников почти на 7%. Сохранение тренда только усугубит проблему.
- **Дисконт Urals может вырасти.** Меры, направленные на соблюдение потолка цен на нефть на уровне $60 за барр., привели к расширению дисконта на нефть Urals к мировому эталону Brent до $16 за барр. — с $10-12 за барр. Это вряд ли продлится долго, но в краткосрочной перспективе дисконт может вырасти.

Основные изменения

Повышаем прогноз дивидендов до 75% после выплаты 100% прибыли за 3К23. Мы уже заложили это предположение в прогнозы начиная с 2027 г., поэтому корректировка несильно повлияла на наши целевые цены, рассчитанные по модели дисконтирования дивидендов (+5% без учета влияния курса рубля и других факторов). При этом краткосрочный прогноз доходности резко повысился до примерно 16% — с 11%.

Последствия колебаний рубля умеренно негативные. С учетом снижения прогнозов налоговых выплат мы повышаем оценки на 2024 г. примерно на 15%. Наш прогноз на 2023 г. находится на уровне консенсуса, а оценки на 2024 г. — на 9-13% ниже рынка. Вместе с тем мы повышаем прогноз выплат до 75% прибыли– на 43% выше ожиданий рынка по дивидендам за 2023 г.

Оценка и взгляд

Позитивно смотрим на обычку, нейтрально на префы. Мы понижаем целевые цены по обычке и префам Татнефти на 3% и 2% до RUB 850 и RUB 800 за акцию соответственно: ожидаемое укрепление рубля и рост безрисковой ставки нивелировали эффект повышения дивидендов. С учетом избыточной доходности 13% и 4% сохраняем позитивный взгляд на обычку и меняем на нейтральный по префам.

Татнефть— ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	17.3	17.4	0%	17.0	16.6	3%
EBITDA	4.8	4.9	-3%	4.4	3.7	18%
Чистая прибыль	3.7	3.7	-1%	3.1	2.7	18%
Рентабельность по EBITDA	28%	28%	-1 п.п.	26%	22%	3.4 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	21%	21%	0 п.п.	18%	16%	2.4 п.п.
Дивиденды на акцию, RUB	103	70	47%	90	52	73%

Источник: БКС Мир инвестиций

Татнефть — прогнозы БКС против консенсуса

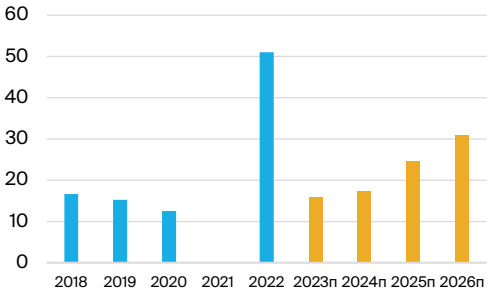
$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	17.3	15.8	9%	17.0	18.6	-9%
EBITDA	4.8	4.9	-2%	4.4	4.9	-11%
Чистая прибыль	3.7	3.7	-1%	3.1	3.3	-6%
Рентабельность по EBITDA	28%	31%	-3 п.п.	26%	26%	-1 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	21%	23%	-2 п.п.	18%	18%	0 п.п.
Дивиденды на акцию	103	71.7	43%	90	81.5	10%

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Газпрома против индекса МосБиржи

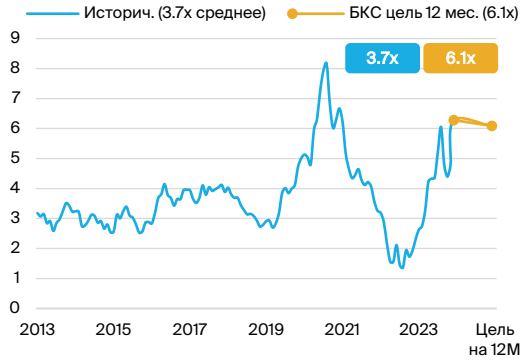
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Газпрома, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Газпром

Мы понижаем целевую цену по акциям Газпрома на 13% до RUB 210 за акцию и меняем взгляд на нейтральный с позитивного. Также понижаем прогноз дивидендной доходности на 2023 г. до 9% с 16%. Ожидаем, что такой уровень дивдоходности сохранится за счет сегмента жидких углеводородов. Бумага торгуется по мультипликатору P/E на 2024п на уровне 5.0x — с премией 35% к среднему уровню за 10 лет. На наш взгляд, это отчасти оправдано щедрой дивидендной политикой.

Взгляд на компанию

Европейский экспортный бизнес потерян, поддержка за счет жидких УВ. Прогнозы по основному европейскому бизнесу Газпрома по-прежнему не вселяют оптимизма: объемы, вероятно, составят лишь четверть от прежних уровней, а цены упали с рекордных высот до просто «высоких» значений. Компенсировать потери объемов в Европе можно было бы за счет поставок в Китай, но переговоры по Силе Сибири-2 пока продвигаются медленно. К счастью, бизнес по производству жидких углеводородов поможет существенно поддержать прибыль. Газпром находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Китай может частично компенсировать потерю европейского бизнеса — потенциальный катализатор.** По нашим прогнозам, к 2025 г. поставки по Силе Сибири-1 вырастут до 38 млрд куб. м с 22 млрд куб. м в 2023 г. Еще 10 млрд куб. м к 2027 г. добавит соглашение по Дальнему Востоку. Дополнительные объемы по Силе Сибири-2 — 50 млрд куб. м, но перспективы подписания соглашения на выгодных условиях в ближайшее время выглядят слабыми.
- **Ситуацию спасут жидкие углеводороды.** По нашим прогнозам, EBITDA в 2023 г. составит $22 млрд. Из них только на долю Газпром нефти в 2023 г. придется около 2/3, или $15 млрд. Дополнительные объемы, вероятно, даст газоконденсатный бизнес на уровне материнской компании.

Ключевые риски

- **Экспорт в Европу на постсоветских минимумах и может никогда не восстановиться.** Мы ожидаем, что в 2023 г. поставки газа в Европу упадут примерно на 40 млрд куб. м по сравнению с 175 млрд куб. м в 2021 г. Это потеря огромной доли рынка, которую вряд ли удастся полностью восстановить — даже после окончания украинского кризиса.
- **Рекордно высокие цены в Европе вряд ли вернутся.** Ситуация 2021-22 гг. с рекордно высокими ценами от $1500/тыс. куб м вряд ли повторится. Зимой уровень цен по-прежнему может быть повышенным — около $600/тыс. куб. м. Однако мы ожидаем, что в будущем рынок стабилизируется и цены вернутся к $350/тыс. куб. м.

Основные изменения

Понижаем оценки на 2023 г., несмотря на сильное 1П23. Мы понизили оценки по EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. и 2024 г. с учетом повышения прогноза налоговых выплат и корректировки ожиданий относительно падения экспорта в Европу до более реалистичных 40 млрд куб. м по сравнению с прогнозируемыми ранее 45 млрд куб. м и 55 млрд куб. м. Наши прогнозы на 2023 г. расходятся с рынком, вместе с тем наши оценки на 2024 г. более оптимистичны.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену и меняем взгляд на нейтральный. Мы понизили целевую цену по акциям Газпрома на 13% до RUB 210 за акцию на фоне укрепления рубля, ухудшения краткосрочных прогнозов по дивидендам и повышения безрисковой ставки. При избыточной доходности 7% мы меняем наш взгляд на нейтральный с позитивного. Целевая цена предполагает, что бумага должна торговаться по мультипликатору P/E на уровне 5.9x при историческом среднем в 3.7x — выглядит оправданно с учетом дивидендной политики с коэффициентом 50% — сильно выше исторических уровней.

Газпром — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	99.7	100.5	-1%	97.7	103.9	-6%
EBITDA	21.5	26.7	-20%	20.0	26.5	-24%
Чистая прибыль	1.8	5.2	-65%	9.7	15.2	-36%
Скорр. чистая прибыль	8.8	12.4	-29%	9.2	13.8	-33%
Рентабельность по EBITDA	22%	27%	-5.1 п.п.	21%	26%	-5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	2%	5%	-3.4 п.п.	10%	15%	-4.7 п.п.
Объявл. дивиденды на акцию, RUB	16	25	-39%	16	25	-35%

Источник: БКС Мир инвестиций

Газпром — прогнозы БКС против консенсуса

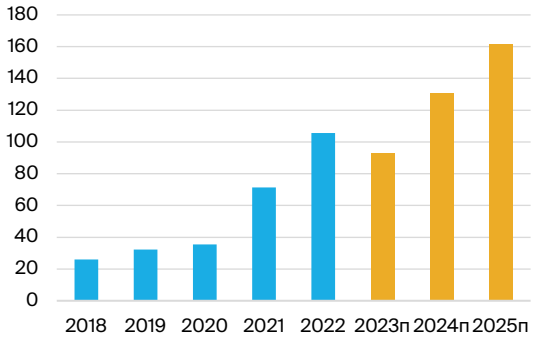
$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	99.7	101.5	-2%	97.7	98.6	-1%
EBITDA	21.5	24.9	-14%	20.0	20.1	0%
Чистая прибыль	1.8	8.6	-79%	9.7	8.2	19%
Скорр. чистая прибыль	8.8	11.8	-25%	9.2	6.4	44%
Рентабельность по EBITDA	22%	25%	-3 п.п.	21%	20%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	2%	8%	-7 п.п.	10%	8%	2 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Новатэка против индекса МосБиржи

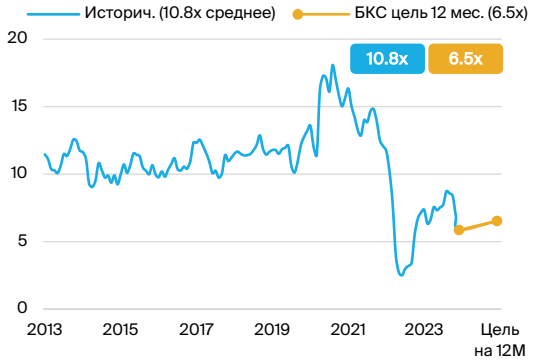
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Новатэка, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Новатэк

Мы понижаем целевую цену по акциям Новатэка на 14% до RUB 1800, а взгляд меняем с позитивного на нейтральный. Начало коммерческой добычи на Арктик СПГ-2 должно стать катализатором, но картину портят риски, связанные с логистикой. Бумага торгуется по мультипликатору P/E 2024п на уровне 5.5x с дисконтом 49% к среднему уровню за 10 лет.

Взгляд на компанию

Рост бизнеса СПГ благодаря собственной технологии сжижения, но главный риск — логистика. Фундамент истории роста Новатэка — новые СПГ-проекты. Серьезным препятствием для них стали санкции на фоне украинского кризиса. Новатэк стремится заменить импортные технологии и внедряет собственные разработки — «Арктический каскад» и «Арктический микс». Однако заместить некоторые компоненты для СПГ-танкеров ледового класса может оказаться не так просто. Новатэк находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **СПГ остается драйвером роста.** С 2017 г. история сильного роста Новатэка был завязана на новых СПГ-проектах. Новейший из них — Мурманский СПГ мощностью 20 млн т в год. Проект реализуется ударными темпами: строительство стартует в августе 2024 г., а начало добычи намечено на конец 2027 г.
- **Мощный катализатор по Арктик СПГ 2 ожидается в декабре-январе.** Первая линия завода уже установлена на Гыданском полуострове, тестовая добыча намечена на декабрь, а коммерческая — на январь. Последнее событие, вероятно, придаст мощный импульс котировкам.

Ключевые риски

- **Заменить оборудование для СПГ-танкеров может быть сложнее, чем технологию сжижения.** Последние санкции были введены, чтобы помешать транспортировке СПГ через перевалочные пункты в Мурманске и на Камчатке. Новые ограничения негативно отразятся на проекте «Арктик СПГ-2». Ответом может стать производство новых танкеров ледового класса Arc7 в России или «дружественных» странах, но в такой узкоспециализированной отрасли это может оказаться непросто.
- **Масштабирование и отладка Арктического каскада и Арктического микса может стать непростой задачей.** Изначально Новатэк столкнулся с проблемами на четвертой линии Ямал СПГ, тестовой площадке для Арктического каскада. Ситуация может повториться с Арктическим миксом — ключевой технологией для третьей линии Арктик СПГ-2 и Мурманского СПГ.

Основные изменения

Перенос сделки по Сахалину-2, укрепление рубля. Понижаем прогнозы на 2023 г. и 2024 г. на 2% до 11% с учетом укрепления рубля, снижения внутренних цен на продукцию и предполагаемого переноса сделки по Сахалину-2 на середину 2024 г. Наши прогнозы на 2023 г. совпадают с рынком, при этом наши оценки EBITDA и чистой прибыли на 2024 г. существенно выше рынка.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену, теперь взгляд нейтральный. Мы понижаем целевую цену по акциям Новатэка на 14% до RUB 1800 за акцию и ухудшаем взгляд до нейтрального с учетом избыточной доходности -1%. Наш прогноз дивидендов на 2023 г. на уровне RUB 93 на акцию соответствует дивидендной доходности порядка 6%. Бумага торгуется по мультипликатору P/E на 2024п на уровне 4.7x — с дисконтом 57% к среднему уровню за 10 лет.

Новатэк — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	16.6	17.5	-5%	18.6	19.9	-6%
EBITDA — «дочки»	5.7	6.4	-11%	5.7	6.4	-10%
Общая EBITDA	12.3	13.6	-9%	15.9	17.8	-11%
Скорр. чистая прибыль	5.7	6.7	-14%	9.6	11.1	-14%
Рентабельность по EBITDA	34%	36%	-2.2 п.п.	31%	32%	-1.4 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	35%	38%	-3.5 п.п.	52%	56%	-4.5 п.п.
Дивиденды на акцию, RUB	93	108	-15%	130	159	-18%

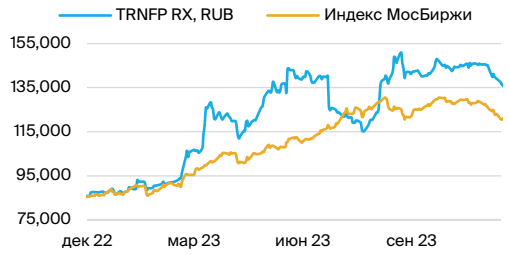
Источник: БКС Мир инвестиций

Новатэк — прогнозы БКС против консенсуса

$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	16.6	16.0	4%	18.6	17.0	9%
EBITDA — «дочки»	5.7	5.9	-4%	5.7	4.6	24%
Скорр. чистая прибыль	5.7	6.2	-7%	9.6	8.1	18%
Рентабельность по EBITDA	34%	37%	-3 п.п.	31%	27%	4 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	35%	39%	-4 п.п.	52%	48%	4 п.п.

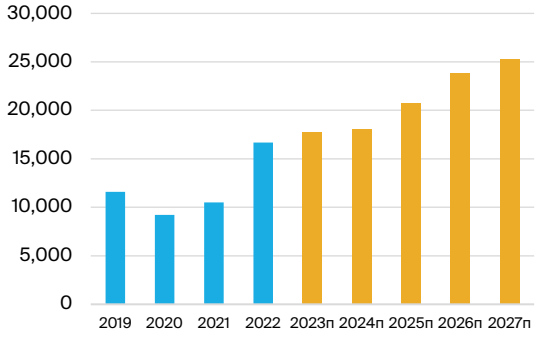
* Прогноз БКС основан на EBITDA «дочки», хотя консенсус может включать сочетание как показателей «дочки», так и полностью консолидированные цифры (включая «дочки»).
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Транснефти-ап против индекса МосБиржи



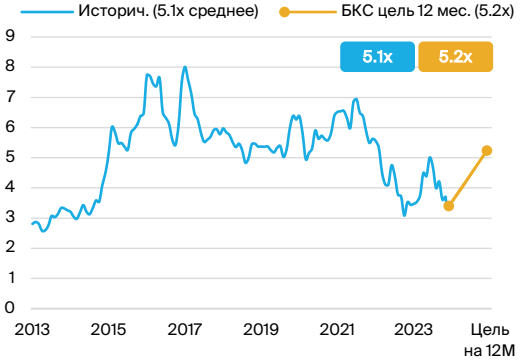
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Транснефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Транснефть

Мы повышаем целевую цену по привилегированным акциям Транснефти на 5% до RUB 200 000 за акцию и подтверждаем позитивный взгляд. Ожидаем, что дробление акций 100 к 1 значительно расширит базу инвесторов и станет мощным катализатором. Префы компании торгуются по мультипликатору P/E 2024п на уровне 3.6x — с дисконтом 31% к среднему за 10 лет. Транснефть находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Взгляд на компанию

Оператор крупнейшей в мире системы нефтепроводов, по которой транспортируется 80% нефти и 30% светлых нефтепродуктов РФ. Относительную прогнозируемость выручки и прибыли обеспечивает регулируемый характер бизнеса, а рост достигается за счет регулярного ежегодного повышения тарифов. Дивидендные риски минимальны: на выплаты направляют как минимум 50% чистой прибыли по МСФО, а государство владеет всеми обыкновенными акциями компании. Тем не менее Транснефть находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Потенциальный сплит акций серьезно повлияет на спрос.** Совет директоров компании одобрил дробление акций в отношении 100 к 1. Событие намечено на 1К24 и повысит доступность дорогой бумаги для розничных инвесторов, а также, вероятно, заметно подстегнет спрос.
- **Дивидендный сюрприз весьма вероятен.** Правительство испытывает потребность в дополнительных вливаниях в бюджет, а значит Транснефть может направить на дивиденды больше 50% чистой прибыли — минимума по дивполитике компании. Недавно акционеров приятно удивили Татнефть и Газпром нефть, направив на промежуточные дивиденды, по некоторым оценкам, 75-100% прибыли.

Ключевые риски

- **Тарифы уже приняты, но сюрпризы возможны.** Официальная тарифная политика на это десятилетие утверждена на уровне 99.9% от прогнозируемой инфляции. Однако нельзя исключать и разовое решение снизить размер повышения тарифов, хотя это и маловероятно.
- **Уровни добычи зависят от решений ОПЕК+.** Учитывая регулируемые цены, наибольшее влияние на прибыль оказывают изменения в объемах транспортируемой нефти. Решения ОПЕК+ об увеличении или снижении квот на добычу для РФ могут сказаться на показателе.

Основные изменения

Корректировка прогнозов на 2023 г. по итогам отчетности за 3К23. По итогам раскрытия результатов по МСФО за 3К23 оценку EBITDA на 2023 г. умеренно понижаем, а прогноз чистой прибыли повышаем. Наши оценки EBITDA и чистой прибыли в целом совпадают с консенсусом на 2023-24 гг.

Оценка и взгляд

Сохраняем без изменений целевую цену, подтверждаем позитивный взгляд. Мы повышаем целевую цену по привилегированным акциям Транснефти на 5% до RUB 200 000 за акцию и подтверждаем позитивный взгляд с учетом избыточной доходности 29%. Наш прогноз дивидендов на 2023 г. на уровне RUB 17 700 на акцию соответствует дивидендной доходности около 13%. Бумага торгуется по мультипликатору P/E 2024п на уровне 3.6x — с дисконтом 31% к среднему за 10 лет (5.1x). Целевая цена предполагает мультипликатор P/E на уровне 5.2x.

Транснефть — ключевые изменения прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	1233	1245	-1%	1304	1290	1%
Выручка за вычетом продаж нефти	961	942	2%	1032	999	3%
EBITDA	538	563	-4%	550	537	2%
Чистая прибыль	297	280	6%	272	262	4%
Рентабельность по EBITDA	44%	45%	-1.6 п.п.	42%	42%	0.6 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	22%	1.6 п.п.	21%	20%	0.6 п.п.
Дивиденды на акцию, RUB	17 700	18 900	-6%	18 100	17 500	3%

Источник: БКС Мир инвестиций

Транснефть — прогнозы БКС против консенсуса

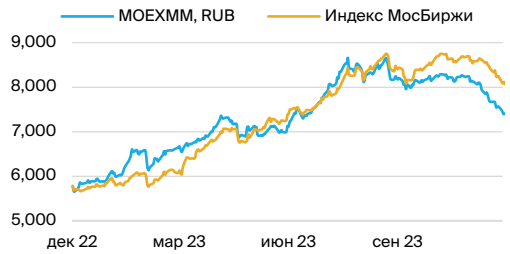
RUB млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	1233	1286	-4%	1304	1358	-4%
EBITDA — «дочки»	538	569	-5%	550	574	-4%
Чистая прибыль	297	291	2%	272	286	-5%
Рентабельность по EBITDA	44%	44%	-1 п.п.	42%	42%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	23%	1 п.п.	21%	21%	0 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Металлургия и добыча

Взгляд на сектор	Позитивный
Средний потенциал роста	58%
Фавориты	Северсталь, Мечел

Динамика индекса металлургии и добычи МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Отдаем предпочтение отдельным именам

С момента выхода нашей последней стратегии 28 сентября курс рубля укрепился на 7% до RUB 90/$, а мировые цены на большинство металлов и сырье упали, но не в России — внутренние цены даже подросли. Наиболее значительная коррекция произошла в никеле и палладии: они подешевели на 15-25% из-за ожидаемого мирового перепроизводства и высоких процентных ставок. В результате заметно снизились прибыли Норникеля. Вместе с тем котировки золота прибавили 6% и остаются на высоком уровне, что поддерживает прибыли золотодобытчиков. Мировые цены на коксующийся уголь остаются на благоприятных уровнях выше $300 за тонну: предложения из Австралии и Китая недостаточно, а спрос в Китае и Индии сохраняется. Наконец, цены на сталь в КНР начали слегка расти, а в России еще держатся на стабильном уровне за счет сильного внутреннего потребления.

Мы нейтрально смотрим на сектор цветных металлов. На горизонте года на мировых рынках ожидаем профицит, который в итоге, при прочих равных условиях, будет ограничивать рост цен. Взгляд на сектор стали остается позитивным: ограничение производства и стимулы экономики КНР поддержат мировые цены, что вместе с сильной динамикой российского рынка обеспечит рост цен в РФ. По нашим оценкам, золото продолжит торговаться в районе $2000 за унцию на фоне глобальной геополитической неопределенности. Что касается алмазов, то ограниченный рост экономики США, замедление восстановления потребительской активности в КНР и все большая популярность искусственных бриллиантов создают негативные риски для рынка натуральных камней.

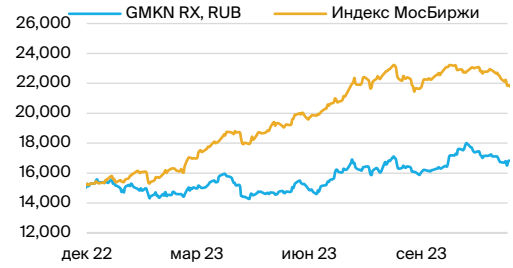
Мы отдаем предпочтение Северстали и Мечелу со ставкой на возобновление дивидендов в первом случае и снижение долга — во втором. По текущим ценам на сталь и курсу рубля бумаги Северстали могут обеспечить 14% доходности, но с учетом ранее накопленных денег на балансе доходность может превысить 30%. Мечел показал сильные операционные результаты за 3К23, и мы считаем, что компания продолжит хорошо зарабатывать. Это позволит постепенно снижать долговую нагрузку.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель 24	2024п	2024п	Цель 24
Норникель	Нейтральный	Нейтральный	20 000	21 000	-5%	20%	-2%	5.3	6.0	6.9	6.6	7.7	9.2
UC Rusal	Негативный	Нейтральный	40	47	-15%	14%	-12%	7.1	7.0	8.1	5.3	6.8	7.8
Северсталь	Позитивный	Позитивный	2000	2100	-5%	61%	40%	3.6	2.8	5.0	6.5	4.9	7.9
НЛМК	Позитивный	Нейтральный	250	260	-4%	51%	29%	3.8	3.3	5.1	6.6	5.3	8.0
ММК	Позитивный	Позитивный	75	79	-5%	51%	28%	2.5	2.0	3.2	5.7	4.3	6.5
ТМК	Позитивный	Нейтральный	280	290	-3%	46%	20%	3.3	3.4	4.2	3.7	5.0	7.3
Мечел-ао	Позитивный	Позитивный	630	640	-2%	127%	100%	4.9	3.6	5.2	4.2	2.5	5.5
Мечел-ап	Позитивный	Позитивный	630	640	-2%	98%	71%	4.9	3.6	5.2	4.2	2.5	5.5
Распадская	Позитивный	Позитивный	580	760	-24%	47%	24%	3.6	3.4	5.5	8.1	7.6	11.2
Полюс	Позитивный	Нейтральный	14 000	14 000	0%	38%	13%	5.3	5.1	6.2	5.3	5.7	7.9
Полиметалл	Позитивный	Позитивный	790	820	-4%	58%	29%	3.5	3.2	4.3	3.7	3.4	5.4
Алроса	Негативный	Негативный	75	81	-7%	6%	-17%	4.7	4.3	4.5	8.4	7.4	7.8

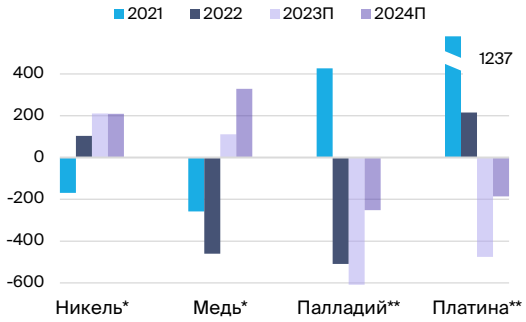
Данные на 13 декабря; *избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала
Источники: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Норильского никеля против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Баланс на мировых рынках металлов



*тыс. тонн, **тыс. унций
Источники: Международные организации по исследованию металлов, Норникель, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Норильский никель

Мы понижаем целевую цену по акциям Норникеля, мирового производителя цветных металлов, на 5% до RUB 20 000 за акцию, ожидая укрепление рубля и высокую инфляцию. Подтверждаем нейтральный взгляд.

Взгляд на компанию

Сильная производственнная база, низкие издержки. Высокая рудная база и содержание металлов позволяют компании оптимизировать затраты и удерживать высокую рентабельность. Но мы полагаем, что в ближайший год компания будет зарабатывать меньше, чем раньше, из-за снижения цен на металлы. Дивдоходность в среднесрочном периоде ожидаем в 9-10%. Ключевой акционер компании находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели компании

Драйверы роста

- **Рост цен на металлы.** Если цены будут выше наших новых прогнозов, за 2-3 года прибыль (и, как следствие, оценка стоимости компании) вырастет.
- **Дивиденды выше ожиданий.** Акции компании могут вырасти в цене, если по итогам года Норникель направит на дивиденды выше 90% свободного денежного потока (FCF). По нашим оценкам, за 9М23 совет директоров рекомендовал выплатить 75-80% FCF.

Ключевые риски

- **Санкции.** Ограничения против металлов, компаний или их акционеров приведут к дальнейшему изменению географии поставок и развитию альтернативных направлений, прежде всего в Азии.
- **Укрепление рубля.** Дальнейший рост курса рубля ударит по прибыли.

Основные изменения

Ожидаем более сильный рубль и высокую инфляцию. Мы прогнозируем укрепление на 3% в 2024-25 гг. и рост инфляции на 2 п.п. в этом году, что негативно скажется на прибыли компании.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену из-за укрепления рубля, нейтральный взгляд. Мы ждем, что рубль будет крепнуть, понижая целевую цену бумаг Норникеля по методу дисконтирования денежных потоков на 5% до RUB 20 000/акц. Ввиду избыточной доходности -2% подтверждаем нейтральный взгляд.

Норильский никель — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	15 419	15 419	0%	15 250	15 250	0%	15 540	15 540	0%
EBITDA	7 509	7 539	0%	6 572	6 755	-3%	7 490	7 699	-3%
Чистая прибыль	4 566	4 921	-7%	3 841	4 267	-10%	4 402	4 894	-10%
Рентабельность по EBITDA	49%	49%	0 п.п.	43%	44%	- 1 п.п.	48%	50%	- 1 п.п.
Рент. чистой прибыли	30%	32%	- 2 п.п.	25%	28%	- 3 п.п.	28%	31%	- 3 п.п.

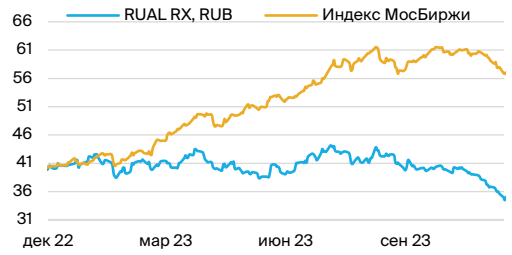
Источник: БКС Мир инвестиций

Норильский никель — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	15 419	16 415	-6%	15 250	16 912	-10%	15 540	17 891	-13%
EBITDA	7 509	8 060	-7%	6 572	8 027	-18%	7 490	9 565	-22%
Чистая прибыль	4 566	4 801	-5%	3 841	4 500	-15%	4 402	5 861	-25%
Рентабельность по EBITDA	49%	49%	0 п.п.	43%	47%	- 4 п.п.	48%	53%	- 5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	30%	29%	0 п.п.	25%	27%	- 1 п.п.	28%	33%	- 4 п.п.

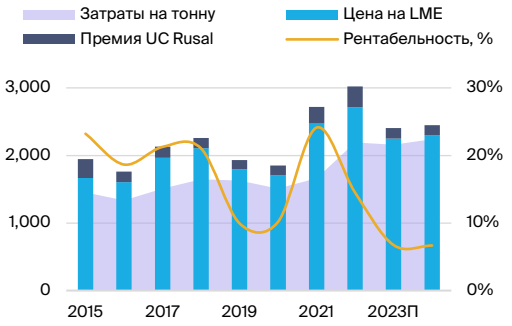
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок UC Rusal против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика цены алюминия и рентабельности* UC Rusal



* по EBITDA
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

UC Rusal

Понижаем целевую цену бумаг крупнейшего российского производителя алюминия UC Rusal на 15% до RUB 40 за акцию на фоне укрепления рубля и высокой инфляции. Ухудшаем взгляд до негативного.

Взгляд на компанию

Крупные капзатраты и экспортные пошлины снижают денежный поток. До экспортных пошлин UC Rusal был одним из ключевых бенефициаров ослабления рубля, а теперь сообщает о финансовых проблемах. Кроме того, компания недавно анонсировала строительство глиноземного завода стоимостью RUB 400 млрд, что вместе с укреплением рубля едва обеспечит положительный денежный поток.

Драйверы роста

- **Рост цен на металлы.** Цены выше наших новых прогнозов на горизонте года означают рост прибыли и, как следствие, оценки стоимости.
- **Ослабление рубля и снятие экспортных пошлин.** В таком случае прибыль компании может заметно улучшиться, так как UC Rusal крайне чувствителен к курсовым колебаниями из-за низкой рентабельности.

Ключевые риски

- **Санкции.** Ограничения против металлов, компаний или их акционеров означают, что компания продолжит менять географию продаж и искать альтернативные направления, прежде всего в Азии. Влияние ограничений будет более выраженным для UC Rusal из-за разных премий: в Европе — 9% цены, а в Азии — 4%.

Основные изменения

Ожидаем укрепление рубля и высокую инфляцию. По нашим оценкам, курс рубля укрепится на 3% в 2024-25 гг., а инфляция вырастет на 2 п.п. в 2023 г. В результате прибыль компании окажется под давлением.

Оценка и взгляд

Меняем взгляд и целевую цену. Мы ожидаем укрепления рубля, поэтому снижаем целевую цену бумаг UC Rusal по методу дисконтирования денежных потоков на 15% до RUB 40 за акцию. С учетом избыточной доходности -12%, мы ухудшаем взгляд до негативного.

UC Rusal — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	10 952	10 952	0%	11 573	11 573	0%	12 371	12 371	0%
EBITDA	738	762	-3%	738	905	-18%	1 206	1 394	-13%
Чистая прибыль	1 177	1 202	-2%	902	1 057	-15%	1 376	1 528	-10%
Рентабельность по EBITDA	7%	7%	0 п.п.	6%	8%	- 1 п.п.	10%	11%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	11%	11%	0 п.п.	8%	9%	- 1 п.п.	11%	12%	- 1 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

UC Rusal — прогнозы БКС против консенсуса

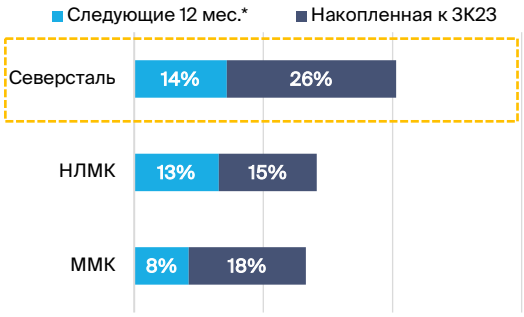
$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	10 952	11 812	-7%	11 573	13 655	-15%	12 371	14 435	-14%
EBITDA	738	1 228	-40%	738	1 632	-55%	1 206	1 969	-39%
Чистая прибыль	1 177	1 331	-12%	902	1 696	-47%	1 376	2 197	-37%
Рентабельность по EBITDA	7%	10%	- 4 п.п.	6%	12%	- 6 п.п.	10%	14%	- 4 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	11%	11%	- 1 п.п.	8%	12%	- 5 п.п.	11%	15%	- 4 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Северстали против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ожидаемая дивидендная доходность



* По текущим ценам и курсу рубля
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Северсталь

Мы понижаем целевую цену по Северстали на 5% до RUB 2000 за акцию и сохраняем позитивный взгляд.

Взгляд на компанию

Внутренний рынок в приоритете. Северсталь поставляет 90% продукции на все еще сильный российский рынок. Внутренний спрос на сталь по итогам года может вырасти на 4-5%, а цены слегка упадут (на 2%) во многом из-за высокой базы 2022 г. Ждем, что в 2024 г. повышение котировок на сталь в мире и сильный внутренний рынок поднимут цены в РФ на 17%, поддержав финансовым показатели Северстали. Компания находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Рост внутренних цен на сталь.** По нашим оценкам, котировки на сталь в РФ в 2024 г. могут прибавить 17%. Сталевары КНР, вероятно, продолжат поднимать цены: выпуск в стране падает, экономика восстанавливается, а сырье остается дорогим. За китайскими должны вырасти и российские цены на сталь, что, на наш взгляд, повысит EBITDA Северстали на 26%.
- **Возврат к дивидендам.** Северсталь не платит дивиденды с конца 2021 г. На балансе накопились весомые денежные средства – по данным за 1П23, чистая денежная позиция составляет 15% капитализации. Считаем, что «дивидендная передышка» не будет длиться вечно, и делаем ставку на возобновление выплат уже в следующем году. Доходность в базовом случае может достичь 13%, но, если компания направит на выплаты ранее накопленные средства, дивдоходность может вырасти более чем в 2 раза.

Ключевые риски

- **Ужесточение монетарной политики, стагнация деловой активности.** Если власти РФ сохранят/повысят ключевую ставку и свернут льготные ипотеки, строительная отрасль, на которую приходится 60% спроса на сталь, может казаться под давлением, что снизит ее потребление. Замедление восстановление машиностроения и прочих секторов, потребляющих сталь, из-за высоких ставок также снижает спрос.
- **Медленный рост экономики КНР.** Ожидается, что в этом году рост ВВП Поднебесной превзойдет официальную цель в 5%, и превысит 4% в 2024 г. Но, если меры поддержки экономики не дадут заметного эффекта, а кризис в секторе недвижимости (по разным оценкам, это около 25% ВВП страны) усилится, ситуация на рынке стали будет ухудшаться, и цены упадут.

Основные изменения

Рост цен на сталь в 2024 г., укрепление рубля, повышение инфляции. Мы повысили на 2% прогнозы внутренних цен на сталь в 2024 г. Ожидаем более крепкий рубль (+3%) в 2024-25 гг. и рост инфляции на 2 п.п. в этом году.

Оценка и взгляд

Целевая цена понижена, позитивный взгляд. Мы понижаем целевую цену бумаг Северстали по методу дисконтирования денежных потоков на 5% до RUB 2 000 за акцию во многом из-за ожиданий укрепления рубля. С учетом избыточной доходности 40% подтверждаем позитивный взгляд.

Северсталь – ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	8 023	8 202	-2%	9 143	8 793	4%	9 436	9 410	0%
EBITDA	2 670	2 697	-1%	3 312	3 268	1%	3 491	3 507	0%
Чистая прибыль	1 887	1 909	-1%	2 450	2 315	6%	2 485	2 427	2%
Рентабельность по EBITDA	33%	33%	0 п.п.	36%	37%	- 1 п.п.	37%	37%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	23%	0 п.п.	27%	26%	0 п.п.	26%	26%	1 п.п.

Источники: БКС Мир инвестиций

Северсталь – прогнозы БКС против консенсуса

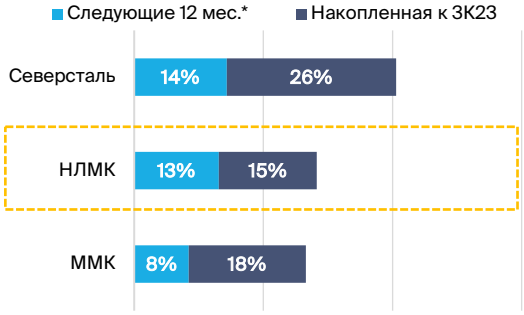
$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	8 023	8 632	-7%	9 143	9 347	-2%	9 436	9 985	-5%
EBITDA	2 670	2 962	-10%	3 312	3 226	3%	3 491	3 655	-4%
Чистая прибыль	1 887	2 163	-13%	2 450	2 377	3%	2 485	2 382	4%
Рентабельность по EBITDA	33%	34%	- 1 п.п.	36%	35%	2 п.п.	37%	37%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	25%	- 2 п.п.	27%	25%	1 п.п.	26%	24%	2 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок НЛМК против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ожидаемая дивидендная доходность



* По текущим ценам и курсу рубля
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

НЛМК

Понижаем целевую цену по бумагам сталелитейной компании НЛМК на 4% до RUB 250 за акцию, но меняем взгляд на позитивный после просадки котировок на 19% с момента выхода последней стратегии.

Взгляд на компанию

Единственный крупный экспортер в секторе. НЛМК остается в большей степени экспортной историей: по нашим оценкам, доля экспорта слябов (стальной полуфабрикат) в продажах всей продукции превышает 50%. Большая часть слябов направляется на аффилированные заводы в Европе, но есть риски приостановки поставок с октября 2024 г., что чревато проблемами с переориентацией выпадающих объемов в другие регионы.

Драйверы роста

- **Сохранение европейских квот.** Ключевой риск для бизнеса НЛМК — вступление в силу запрета на поставки слябов из РФ с октября 2024 г. Ряд европейских стран просят продлить квоту до 2028 г., что может сохранить продажи НЛМК и, на наш взгляд, улучшит инвесткейс компании в целом.
- **Рост внутренних цен на сталь вслед за мировыми.** Мы ожидаем, что металлурги Китая продолжат повышать цены на фоне снижения выпуска, все еще дорогого сырья и восстановления экономики страны. Ожидается, что цены на сталь в Европе могут тоже подскочить. Вслед за мировыми котировками прогнозируем рост и российских цен на сталь на 17%. Это, на наш взгляд, может увеличить EBITDA НЛМК на 13%.
- **Возобновление дивидендов.** НЛМК не платит дивиденды с конца 2021 г., и чистая денежная позиция выросла до RUB 16 млрд (2% капитализации). Считаем, что «дивидендная передышка» закончится в 2024 г. Доходность может достичь 12%, но, если НЛМК направит на выплаты накопленные средства, дивдоходность может вырасти более чем в 2 раза.

Ключевые риски

- **Ужесточение ДКП, стагнация деловой активности в РФ.** Сохранение или повышение ключевой ставки и отказ от льготной ипотеки опасно для девелоперов (60% спроса на сталь) и могут снизить потребление. Замедление восстановления в машиностроении и прочих потребляющих сталь секторах из-за высоких ставок также снижает спрос.
- **Более медленный рост экономики Китая.** Ожидается, что рост ВВП КНР превзойдет официальную цель в 5% в этом году и превысит 4% в 2024 г. Но, если стимулы не дадут эффекта, а кризис в секторе недвижимости усилится (а это, по разным оценкам, около 25% ВВП), цены на сталь упадут.

Основные изменения

Рост цен на сталь, укрепление рубля, повышение инфляции. Повышаем на 2% прогноз внутренних цен на сталь в 2024 г. Ожидаем укрепление рубля на 3% в 2024-25 гг. и рост инфляции на 2 п.п. в этом году.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену, позитивный взгляд. Целевая цена бумаг НЛМК по методу дисконтирования денежных потоков понижена на 4% до RUB 250 — ждем укрепления рубля и инфляции. С учетом избыточной доходности 29% меняем взгляд на позитивный.

НЛМК — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	12 011	12 286	-2%	11 918	11 414	4%	12 072	12 069	0%
EBITDA	2 853	2 806	2%	3 251	3 233	1%	3 384	3 454	-2%
Чистая прибыль	1 755	1 717	2%	2 168	2 080	4%	2 245	2 244	0%
Рентабельность по EBITDA	24%	23%	1 п.п.	27%	28%	- 1 п.п.	28%	29%	- 1 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	15%	14%	1 п.п.	18%	18%	0 п.п.	19%	19%	0 п.п.

Источники: БКС Мир инвестиций

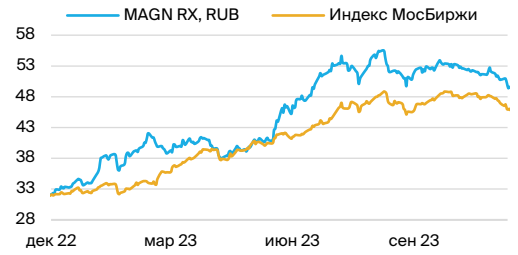
НЛМК — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	12 011	12 302	-2%	11 918	12 402	-4%	12 072	13 205	-9%
EBITDA	2 853	3 350	-15%	3 251	3 894	-17%	3 384	4 019	-16%
Чистая прибыль	1 755	2 121	-17%	2 168	2 478	-13%	2 245	2 679	-16%
Рентабельность по EBITDA	24%	27%	- 3 п.п.	27%	31%	- 4 п.п.	28%	30%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	15%	17%	- 3 п.п.	18%	20%	- 2 п.п.	19%	20%	- 2 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

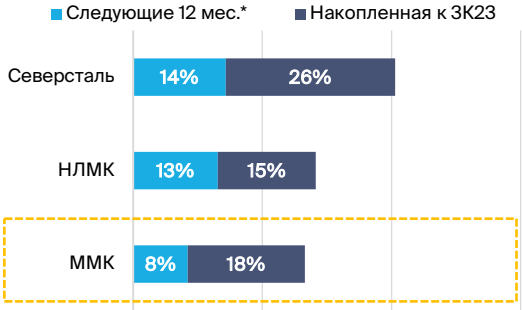
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок ММК против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ожидаемая дивидендная доходность



* По текущим ценам и курсу рубля
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

ММК

Понижаем целевую цену по сталелитейной компании ММК на 5% до RUB 75 за акцию и сохраняем позитивный взгляд. Основные причины — ждем более сильного курса рубля и высокой инфляции.

Взгляд на компанию

По-прежнему один из ключевых игроков на рынке РФ. ММК поставляет 85-90% продукции на все еще сильный внутренний рынок. Спрос на сталь в РФ в 2023 г. может вырасти на 4-5%, а цены упадут на 2% с высокой базы 2022 г. В 2024 г. ждем повышения цен на сталь на 17% за счет роста мировых котировок и сильного внутреннего рынка — позитивно для финпоказателей ММК. Возврат к дивидендам станет одним из ключевых катализаторов. ММК находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Рост цен на сталь в РФ и мире.** Вероятно, сталь в Китае продолжит дорожать (производство падает, сырье все еще дорогое, экономика не восстановилась полностью), что может поддержать цены в РФ: ждем +17% в 2024 г. и, как результат, +23% для EBITDA ММК.
- **Возврат к дивидендам.** ММК отменил дивиденды в конце 2021 г., накопив хорошие средства на балансе: в 1П23 чистая денежная позиция была на уровне 15% капитализации. Делаем ставку на возобновление дивидендов в 2024 г. с доходностью (в базовом случае) до 8%. Но, если на выплаты пойдут накопленные средства, дивдоходность может удвоиться.

Ключевые риски

- **Ужесточение ДКП, стагнация деловой активности в РФ.** Сохранение на текущем уровне или повышение ставки и отказ от льготной ипотеки может навредить застройщикам (60% спроса на сталь) и снизить потребление стали. Еще на спрос давит более медленное восстановление таких потребляющих сталь секторов, как машиностроение.
- **Замедление роста экономики Китая.** Ожидается, что в этом году рост ВВП КНР будет больше цели властей в 5%, а в 2024 г. превысит 4%. Но если госстимулы не принесут плодов, а кризис в сфере недвижимости (на него, по разным оценкам, приходится до 25% ВВП) будет усиливаться, ситуация на рынке ухудшится, и цены на сталь упадут.

Основные изменения

Рост цен на сталь в 2024 г., укрепление рубля, повышение инфляции. Мы повысили на 2% оценку внутренних цен на сталь в 2024 г. При этом ждем укрепление рубля на 3% в 2024-25 гг. и рост инфляции на 2 п.п. в этом году.

Оценка и взгляд

Целевая цена понижена в свете укрепления рубля, позитивный взгляд. Понижаем целевую цену бумаг ММК по методу дисконтирования денежных потоков на 5% до RUB 75 за акцию из-за ожидания более крепкого курса рубля. Избыточная доходность — 28%, подтверждаем позитивный взгляд.

ММК — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	8 300	7 734	7%	9 215	8 310	11%	9 377	8 767	7%
EBITDA	2 078	2 026	3%	2 584	2 501	3%	2 624	2 665	-2%
Чистая прибыль	1 142	1 097	4%	1 482	1 413	5%	1 457	1 507	-3%
Рентабельность по EBITDA	25%	26%	- 1 п.п.	28%	30%	- 2 п.п.	28%	30%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	14%	14%	0 п.п.	16%	17%	- 1 п.п.	16%	17%	- 2 п.п.

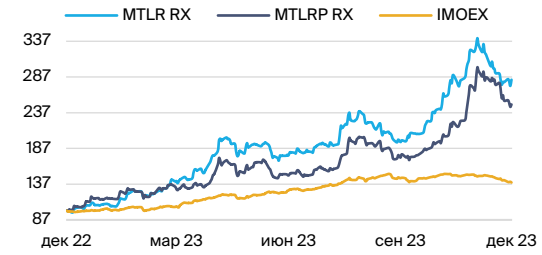
Источники: БКС Мир инвестиций

ММК — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	8 300	8 738	-5%	9 215	9 232	0%	9 377	10 337	-9%
EBITDA	2 078	2 052	1%	2 584	2 180	19%	2 624	2 892	-9%
Чистая прибыль	1 142	1 210	-6%	1 482	1 398	6%	1 457	1 620	-10%
Рентабельность по EBITDA	25%	23%	2 п.п.	28%	24%	4 п.п.	28%	28%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	14%	14%	0 п.п.	16%	15%	1 п.п.	16%	16%	0 п.п.

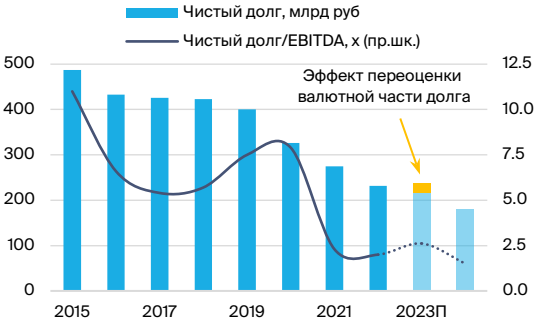
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Мечела против индекса МосБиржи



*приведено к 100 (цены в RUB), данные на14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Долговая нагрузка падает



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Мечел

Мы понижаем целевую цену по акциям горнодобывающей компании Мечел на 2% до RUB 630 (сохраняем позитивный взгляд) в свете ожиданий укрепления рубля и роста инфляции.

Взгляд на компанию

Длительная трансформация долга. Долговая история — центральная в инвестиционном кейсе Мечела. За 7 лет компания сократила чистый долг более чем вдвое, а соотношение Чистый долг/EBITDA упал с 11x до 3.4x в 1П23. Номинальный рост нагрузки в 2023 г. мы связываем с валютной переоценкой (у Мечела около 40% долга в валюте) после падения рубля и со слабыми результатами за 1П23. В 2024 г. ожидаем снижения чистого долга на 23% г/г, а соотношения Чистый долг/EBITDA — до 1.5x (исторический минимум).

Драйверы роста

- **Сокращение долга.** Дальнейшее снижение долговой нагрузки и потенциальный выход на отрицательный чистый долг в 2026-27 гг. должны послужить мощными катализаторами для акций Мечела.
- **Рост экспортных цен на коксующийся уголь, внутренних цен на сталь.** Рост мировых цен на коксующийся уголь окажет заметную поддержку прибыли Мечела, тогда как стальной сегмент компании ориентирован на внутренний рынок. В 2024 г. ожидаем подорожания арматуры (ключевой продукт металлургического дивизиона) на 13%. EBITDA компании в 2024 г., по нашим оценкам, увеличится на 31% г/г.

Ключевые риски

- **Монетарное ужесточение, стагнация деловой активности в России.** Если власти сохранят или повысят ставку и свернут программы льготной ипотеки, строительная активность (60% спроса на сталь в РФ) попадет под давление, и потребление стали упадет. Негативно и замедление роста в машиностроении и других потребляющих сталь секторах из-за высоких ставок. Если политика ЦБ будет жесткой долгое время, чистая прибыль Мечела может снизиться, но, на наш взгляд, компания способна обслуживать долг в полном объеме: стальной сегмент стабилен, добывающий — растет.
- **Более медленный рост экономики КНР.** Ожидается, что рост ВВП Китая превзойдет целевые 5% в 2023 г. и превысит 4% в 2024 г. Но, если стимулы не дадут эффекта, а кризис в секторе недвижимости (25% ВВП) усилится, цены на сталь упадут, а вместе с ними подешевеет и на коксующийся уголь.

Основные изменения

Рост цен на сталь в 2024 г., укрепление рубля, повышение инфляции. Мы повысили на 2% прогноз внутренних цен на сталь в 2024 г. Ждем укрепления рубля на 3% в 2024-25 гг. и роста инфляции на 2 п.п. в этом году. Мировые цены на твердый коксующийся уголь мы не пересматривали.

Оценка и взгляд

Целевая цена понижена, позитивный взгляд. Понижаем целевую цену по методу дисконтирования денежных потоков на 2% до RUB 630 за акцию (как обыкновенную, так и привилегированную). С избыточной доходностью 100% по обычке и 71% по префам сохраняем позитивный взгляд на обе бумаги.

Мечел — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	4 847	4 770	2%	5 430	5 305	2%	5 505	5 540	-1%
EBITDA	1 051	1 142	-8%	1 384	1 555	-11%	1 337	1 620	-17%
Чистая прибыль	450	538	-16%	735	908	-19%	709	995	-29%
Рентабельность по EBITDA	22%	24%	- 2 п.п.	25%	29%	- 4 п.п.	24%	29%	- 5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	9%	11%	- 2 п.п.	14%	17%	- 4 п.п.	13%	18%	- 5 п.п.

Источники: БКС Мир инвестиций

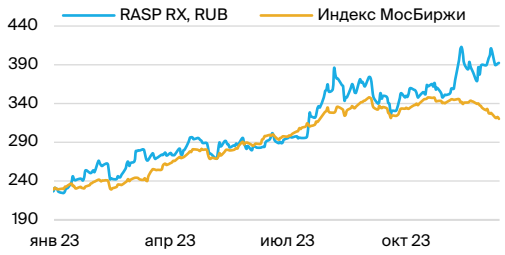
Мечел — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус*	Откл.
Выручка	4 847	5 106	-5%	5 430	5 701	-5%	5 505	нет данных	нет данных
EBITDA	1 051	1 129	-7%	1 384	1 623	-15%	1 337	нет данных	нет данных
Чистая прибыль	450	537	-16%	735	944	-22%	709	нет данных	нет данных
Рентабельность по EBITDA	22%	22%	0 п.п.	25%	28%	- 3 п.п.	24%	нет данных	нет данных
Рент-ть чистой прибыли	9%	11%	- 1 п.п.	14%	17%	- 3 п.п.	13%	нет данных	нет данных

* аналитического покрытия для формирования консенсуса за период недостаточно
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

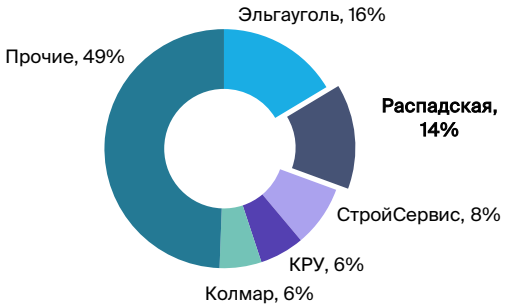
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Распадской против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Распадская остается одним из лидеров по добыче коксующегося угля (2022 г.)



Источник: ММІ, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Распадская

Мы понижаем целевую цену по акциям Распадской угольной компании на 24% до RUB 580. Заметно пересмотрели прогноз добычи и внутренних цен на ближайшие годы и ожидаем укрепления рубля и высокой инфляции, но сохраняем позитивный взгляд.

Взгляд на компанию

Сбалансированная география продаж, экспорт немного преобладает. Распадская остается одним из крупнейших производителей коксующегося угля в России с долей 14% (данные ММІ за 2022 г.) и низкой себестоимостью производства. По нашей оценке, компания экспортирует 60% концентрата, остальное идет на внутренний рынок. Распадская больше года не платит дивиденды, а свободные денежные ресурсы идут на погашение кредитов. В 1П23 средства на балансе составили $330 млн (11% капитализации), но вопрос с дивидендами в ближайшей перспективе пока не ясен, учитывая санкции против материнской компании Evraz.

Драйверы роста

- **«Переезд» Evraz в дружественную юрисдикцию.** Новость о переезде материнской компании дает шанс на возврат Распадской к дивидендам. В таком случае доходность по бумаге может превысить 15%, что, на наш взгляд, станет сильным катализатором.
- **Рост цен на коксующийся уголь.** Если Индия и Китая будут потреблять больше угля, цены на сырье могут продолжить рост. Повышение мировых и внутренних цен на коксующийся уголь поддержит прибыль компании.

Ключевые риски

- **Инфраструктурные ограничения экспорта угля.** Ограничения на ж/д и в портах могут заметно сказаться на экспортных продажах Распадской, которая отгружает за рубеж крупные объемы.
- **Более медленный рост экономики КНР.** Ожидается, что рост ВВП Китая превзойдет целевые 5% в 2023 г. и превысит 4% в 2024 г. Но если стимулы не дадут эффекта, а кризис в секторе недвижимости (25% ВВП) усилится, то цены на сталь упадут, а вместе с ними подешевеет и на коксующийся уголь.

Основные изменения

Объемы производства, цены, курс рубля, инфляция. Мы понизили прогнозы цен на полумягкий коксующийся уголь на 8% в 2024 г., и ожидаем возврат к справедливому дисконту к твердому премиальному углю. Также снизили оценки добычи и продаж угля до конца 2024 г. Закладываем укрепление рубля на 3% в 2024-25 гг. и рост инфляции на 2 п.п. в этом году.

Оценка и взгляд

Целевая цена снижена на 25%, подтверждаем позитивный взгляд. Мы понижаем целевую цену бумаг Распадской по модели дисконтирования денежных потоков на 25% до RUB 570 за акцию. Мы пересмотрели прогнозы цен на полумягкий коксующийся уголь и объемов выпуска производства, а также учли макрофакторы (курс рубля, инфляция). Избыточная доходность бумаги — 24%, подтверждаем позитивный взгляд.

Распадская — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	1 908	1 912	0%	1 992	2 144	-7%	2 231	2 482	-10%
EBITDA	656	671	-2%	679	873	-22%	880	1 184	-26%
Чистая прибыль	382	393	-3%	399	548	-27%	556	788	-29%
Рентабельность по EBITDA	34%	35%	- 1 п.п.	34%	41%	- 7 п.п.	39%	48%	- 8 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	20%	21%	- 1 п.п.	20%	26%	- 6 п.п.	25%	32%	- 7 п.п.

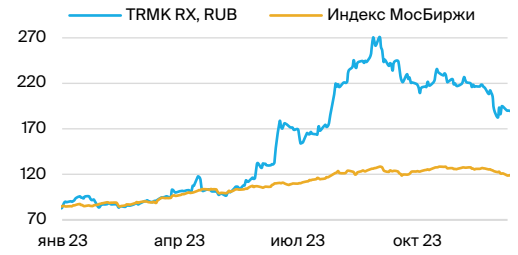
Источники: БКС Мир инвестиций

Распадская — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус*	Откл.
Выручка	1 908	2 390	-20%	1 992	2 452	-19%	2 231	2 950	-24%
EBITDA	656	806	-19%	679	1 000	-32%	880	1 024	-14%
Чистая прибыль	382	544	-30%	399	550	-27%	556	нет данных	нет данных
Рентабельность по EBITDA	34%	34%	1 п.п.	34%	41%	- 7 п.п.	39%	35%	5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	20%	23%	- 3 п.п.	20%	22%	- 2 п.п.	25%	нет данных	нет данных

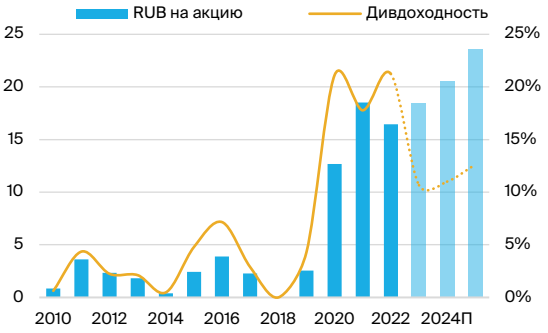
*недостаточное аналитическое покрытие для формирования консенсуса за период
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ТМК против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Дивидендная история ТМК



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

ТМК

Понижаем целевую цену по бумагам крупнейшего производителя нефтяных труб ТМК на 3% до RUB 280 на акцию после пересмотра прогнозов издержек и рентабельности, но меняем взгляд на позитивный после недавней просадки.

Взгляд на компанию

Внутренний спрос на трубы остается сильным. За 10М23 потребление труб в топливно-энергетическом комплексе России выросло на 8% г/г, в прочих секторах экономики — на 12%. Это сулит хорошие продажи ТМК как ведущего игрока на рынке труб РФ, а высокая прибыль на горизонте года может дать дивиденды с доходностью от 10%. Ключевой риск — выход ОМК и ЗТЗ на рынок бесшовных нефтепромысловых труб в 2024-25 гг.: из-за конкуренции продажи ТМК в этом сегменте могут упасть более чем на 10%. Компания под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Рост буровой активности в РФ.** Объемы бурения скважин в России бьют рекорды — с января по октябрь введено 7 250 скважин, на 12.3% больше, чем в январе-октябре 2022 г., компании опередили план на 7.3%, пишут Ведомости. Одна из возможных причин — оптимизм нефтяников по поводу мирового спроса на нефть: если он начнет расти, ОПЕК+ может снять ограничения на добычу нефти. В таком случае буровая активность может только усилиться и потребление нефтяных труб возрастет.
- **Проект по производству нержавеющей стали.** На российским рынке нержавеющего листового проката доминирует импорт — 400 тыс. т в год, или 90% потребления в стране, при этом внутренний спрос может расти на 3-5% в год. ТМК планирует выпускать на новом заводе 500 тыс. т нержавеющего листового проката, то есть в теории выход проекта на полную мощность позволит ТМК заместить весь импорт и обеспечит доминирующее положение на рынке РФ и, как итог, высокую прибыль.

Ключевые риски

- **Потеря доли рынка на рынке труб с появлением новых конкурентов.** В ближайшие 2 года на рынок нефтепромысловых труб планируют выйти ОМК и ЗТЗ. Тогда продажи ТМК в этом сегменте снизятся более чем на 10%, а доля рыночная доля, по нашим оценкам, упадет с 96% до 75%.
- **Рецессия на нефтяном рынке, снижение деловой активности в РФ.** Замедление мировой экономики на фоне высоких процентных ставок и инфляции приведет к падению спроса на нефть и, следовательно, цен. В таком случае нефтяники могут продолжить ограничивать выпуск или снижать инвестпрограммы, что негативно скажется на потреблении труб в топливно-энергетическом комплексе РФ. Сохранение или повышение ставки ЦБ и прекращение льготных ипотечных программ может оказать давление на строительный сектор, что также снизит спрос на трубы.

Основные изменения

Небольшое снижение рентабельности. Мы повысили прогноз расходов ТМК на фоне роста цен на лом, из-за чего рентабельность будет ниже, чем ожидалось. По нашим оценкам, рентабельность EBITDA компании составит 25% в этом году и 22-23% в дальнейшем.

Оценка и взгляд

Целевая цена снижена с учетом роста себестоимости, позитивный взгляд. Мы понизили целевую цену по модели дисконтирования денежных потоков на 3% до RUB 280 на фоне роста цен на лом и макрофакторов. Избыточная доходность 20%, меняем взгляд на позитивный.

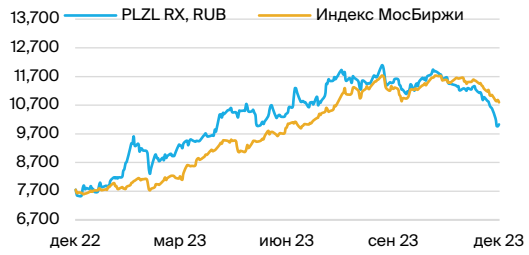
ТМК — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	5 909	5 444	9%	5 962	5 213	14%	5 765	5 102	13%
EBITDA	1 476	1 507	-2%	1 379	1 364	1%	1 294	1 198	8%
Чистая прибыль	641	733	-12%	464	602	-23%	535	491	9%
Рентабельность по EBITDA	25%	28%	- 3 п.п.	23%	26%	- 3 п.п.	22%	23%	- 1 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	11%	13%	- 3 п.п.	8%	12%	- 4 п.п.	9%	10%	0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

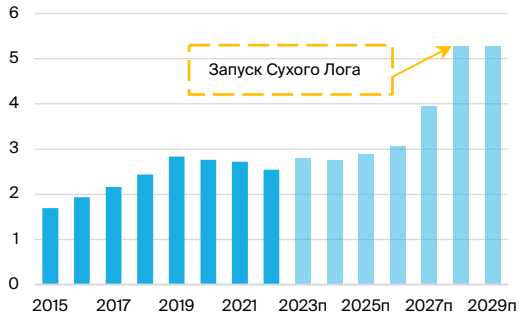
Недостаточное аналитическое покрытие для формирования консенсуса

Динамика котировок Полюса против индекса МосБиржи



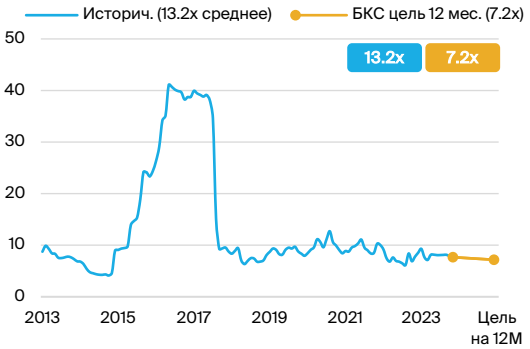
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Полюс — производство золота, млн унций



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Полюс

Мы сохраняем целевую цену по акциям Полюса на уровне RUB 14 000 за акцию, несмотря на некоторое укрепление рубля в наших прогнозах. Полюс сохраняет долгосрочную привлекательность за счет стабильно низких издержек производства, но стоит отметить увеличение долговой нагрузки после выкупа акций на сумму $6 млрд летом 2023 г.

Взгляд на компанию

Нормализация объемов и затрат, но долг выше после обратного выкупа. Промежуточный отчет за 1П23 подтвердил планы Полюса поднять объемы добычи до исторических 2.8-2.9 млн унций за счет роста содержания золота на Олимпиаде и нормализовать уровень затрат (план на 2023 г. — $475-525/унц., в 1П23 — $400/унц.). Выкуп акций на $6 млрд в августе приведет к росту чистого долга в 2023-24 гг. выше 2x EBITDA. Полюс находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Прогресс на проекте «Сухой Лог».** Окончательное инвестиционное решение по Сухому Логу (первоклассное месторождение золота в России) должно поддержать акции компании на горизонте года, а запуск проекта станет еще одним долгосрочным драйвером роста.
- **Выплата дивидендов.** Возврат к выплатам привлекательных дивидендов станет хорошим катализатором для акций.

Ключевые риски

- **Укрепление рубля, снижение цен на золото.** Сильный рубль или недостаточно «ястребиная» монетарная политика ФРС найдут отражение в снижении экспортной выручки компании. Операционный денежный поток окажется под давлением, так как затраты у Полюса по большей части в рублях. Вкупе с высокой долговой нагрузкой это ухудшает дивидендные перспективы Полюса.
- **Задержки по проекту «Сухой Лог» или другим проектам.** Сухой Лог — основной драйвер роста стоимости компании. Задержки в реализации крупных проектов Полюса, например Сухого Лога или ЗИФ-5 на Благодатном месторождении, могут снизить денежные потоки и оценку.

Основные изменения

Укрепление рубля, рост инфляции, цены на золото стабильны. Изменения небольшие и в целом касаются макропрогнозов — оценка инфляции повышена, ждем укрепления рубля. Такая конъюнктура ограниченно негативна для компании.

Оценка и взгляд

Подтверждаем целевую цену, несмотря на укрепление рубля. Наша целевая цена акций Полюса по модели дисконтирования денежных потоков подтверждена на уровне RUB 14 000. Меняем взгляд на позитивный после заметного падения цены акции.

Полюс — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	5 333	5 333	0%	5 502	5 502	0%	5 940	5 940	0%
EBITDA	3 661	3 671	0%	3 739	3 793	-1%	4 258	4 320	-1%
Чистая прибыль	2 122	2 130	0%	1 961	1 941	1%	2 273	2 258	1%
Рентабельность по EBITDA	69%	69%	0 п.п.	68%	69%	- 1 п.п.	72%	73%	- 1 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	40%	40%	0 п.п.	36%	35%	0 п.п.	38%	38%	0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

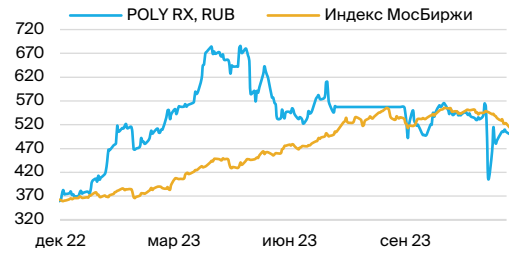
Полюс — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	5 333	5 496	-3%	5 502	6 021	-9%	5 940	6 468	-8%
EBITDA	3 661	3 563	3%	3 739	4 051	-8%	4 258	4 437	-4%
Чистая прибыль	2 122	2 237	-5%	1 961	2 310	-15%	2 273	2 490	-9%
Рентабельность по EBITDA	69%	65%	4 п.п.	68%	67%	1 п.п.	72%	69%	3 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	40%	41%	- 1 п.п.	36%	38%	- 3 п.п.	38%	38%	0 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

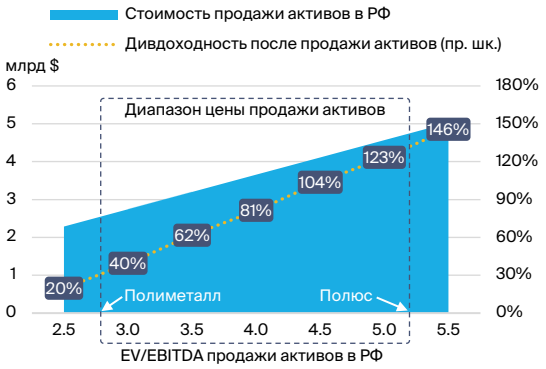
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Полиметалла против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Полиметалл — диапазон стоимости российского бизнеса



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Полиметалл

Подтверждаем позитивный взгляд по бумагам производителя золота и серебра Полиметалла, но понижаем целевую цену на 4% — избыточная доходность превышает 29%. Основные факторы риска — потенциальная продажа российских активов и использование денежных средств на иные цели, кроме выплаты спецдивидендов.

Взгляд на компанию

Продажа активов РФ и возможные последующие спецдивиденды — как риск, так и возможность. Компания продолжает размежевание российских (60-65% EBITDA) и казахстанских активов. Полиметалл планирует сохранить и развивать активы в Казахстане и вернуться к дивидендам после 1П24, когда ожидается продажа российских активов. В ходе раскрытия операционных результатов за 3К23 компания подтвердила планы стабильной добычи (1.7 млн унций: 1.2 в РФ и 0.5 в Казахстане) и уровня затрат в 2023 г. Дочерняя компания ОАО Полиметалл находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Продажа российских активов и спецдивиденды.** Продажа российских активов по разумной цене и объявление спецдивидендов после продажи активов устранит дисконт в цене бумаги. В текущих котировках заложена неопределенность по поводу будущей корпоративной структуры и способности выплачивать дивиденды.
- **Прогресс с Автоклавом №3.** Заметный прогресс по проекту Автоклава №3 (запуск в 2028 г.) покажет способность Полиметалла обеспечить рост в Казахстане и станет среднесрочным катализатором.

Ключевые риски

- **Крепкий рубль, дешевое золото.** Сильный рубль или недостаточно «ястребиная» монетарная политика ФРС означают снижение экспортной выручки Полиметалла, чьи затраты преимущественно в рублях. Данные факторы будут давить на операционный денежный поток и снизят дивидендные перспективы Полиметалла.
- **Продажа активов в РФ с большим дисконтом.** Продажа российских активов в течение 6-9 месяцев (до конца 1П24) с крупным дисконтом может ограничить возможности выплат спецдивидендов после сделки.

Основные изменения

Укрепление рубля, рост инфляции, цены на золото стабильны. Изменения небольшие и в основном касаются макропрогнозов — повысили прогноз инфляции, ждем укрепления рубля. Такая конъюнктура ограниченно негативна для компании.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену на фоне укрепления рубля и роста инфляции. Мы понизили целевую цену до RUB 790 с RUB 820 за акцию, но сохраняем позитивный взгляд. Судя по историческим мультипликаторам, фундаментальные характеристики бизнеса существенно недооценены.

Полиметалл — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	3 108	3 108	0%	3 269	3 269	0%	3 333	3 333	0%
EBITDA	1 355	1 369	-1%	1 461	1 513	-3%	1 562	1 617	-3%
Чистая прибыль	744	756	-1%	797	838	-5%	861	906	-5%
Рентабельность по EBITDA	44%	44%	0 п.п.	45%	46%	- 2 п.п.	47%	49%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	24%	0 п.п.	24%	26%	- 1 п.п.	26%	27%	- 1 п.п.

Источники: БКС Мир инвестиций

Полиметалл — прогнозы БКС против консенсуса

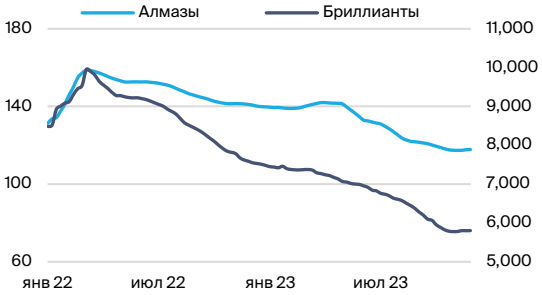
$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	3 108	3 415	-9%	3 269	3 416	-4%	3 333	3 506	-5%
EBITDA	1 355	1 540	-12%	1 461	1 529	-4%	1 562	1 368	14%
Чистая прибыль	744	813	-8%	797	868	-8%	861	916	-6%
Рентабельность по EBITDA	44%	45%	- 1 п.п.	45%	45%	0 п.п.	47%	39%	8 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	24%	24%	0 п.п.	24%	25%	- 1 п.п.	26%	26%	0 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Алросы против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Глобальные цены на алмазы, $/карат



Источники: индекс цен на алмазы (Пол Зимницкий), данные Rapaport, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Алроса

Подтверждаем негативный взгляд на акции алмазодобывающей компании Алроса и снижаем целевую цену на 7% до RUB 75. Ожидаем, что двухмесячная пауза в отгрузках алмазов поможет снизить избыточные запасы огранщиков, но слабый спрос на конечных рынках, в том числе на рынке алмазных ювелирных изделий в США, продолжит давить на алмазодобытчиков. Однако отметим, что бизнес Алросы относительно мировых конкурентов выглядит сильным: у компании одни из самых низких показателей себестоимости и 30% мирового рынка.

Взгляд на компанию

Возврат к дивидендам, но давление на рынках сохраняется. Алроса вернулась к выплате дивидендов (доходность 4.4% в 1П23), а затем на два месяца приостановила продажи: затянувшаяся коррекция ювелирного рынка в США продолжает давить на огранщиков и, в конечном счете, на алмазодобытчиков. В долгосрочной перспективе негативно влиять на спрос могут и более дешевые искусственные бриллианты. Алроса находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Восстановление экономики США и высокий сезон в 4К23.** Улучшение макроэкономической ситуации и потребительского доверия в США, а также результаты за 4К23 лучше ожиданий рынка могут помочь переломить тенденцию к снижению цен.
- **Сокращение запасов огранщиков сильнее прогнозов.** Если по итогам двухмесячной паузы в закупках окажется, что запасы огранщиков в Индии сократились намного сильнее, чем ожидалось, цены на сырье могут вырасти. Однако, на наш взгляд, влияние этого фактора ограничено: есть риск, что в ответ на рост спроса алмазодобытчики высвободят запасы и это нивелирует рост цен на алмазы.

Ключевые риски

- **Рецессия в США.** Спад в экономике США повлияет на цепочку создания стоимости: продажи клиентам будут низкими, а огранщики накопят запасы. Это вынудит производителей снизить цены и/или объемы.
- **Искусственные бриллианты.** Увеличение популярности искусственных бриллиантов в США замедлит и без того невысокий рост (1-2%) рынка на горизонте 2-3 лет. Если участники рынка не смогут размежевать два потребительских сегмента, рынок уйдет в ограниченный «минус».

Основные изменения

Понижаем прогноз прибыли ввиду укрепления рубля. Ждем умеренного укрепления рубля и роста инфляции, что чревато некоторым снижением прибыли.

Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену на 7%, негативный взгляд. Понижаем целевую цену бумаг Алросы по модели дисконтирования денежных потоков на 7% до RUB 75 на фоне более сильного рубля и давления инфляции на издержки.

Алроса — ключевые изменения финансовых прогнозов

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	3 467	3 467	0%	3 716	3 672	1%	3 908	3 932	-1%
EBITDA	1 271	1 250	2%	1 394	1 418	-2%	1 616	1 699	-5%
Чистая прибыль	730	713	2%	815	833	-2%	980	1 050	-7%
Рентабельность по EBITDA	37%	36%	1 п.п.	38%	39%	- 1 п.п.	41%	43%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	21%	21%	0 п.п.	22%	23%	- 1 п.п.	25%	27%	- 2 п.п.

Источники: БКС Мир инвестиций

Алроса — прогнозы БКС против консенсуса

$ млн	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.	БКС	Консенсус	Откл.
Выручка	3 467	3 725	-7%	3 716	4 330	-14%	3 908	4 897	-20%
EBITDA	1 271	1 497	-15%	1 394	1 811	-23%	1 616	2 114	-24%
Чистая прибыль	730	948	-23%	815	1 176	-31%	980	1 368	-28%
Рентабельность по EBITDA	37%	40%	- 4 п.п.	38%	42%	- 4 п.п.	41%	43%	- 2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	21%	25%	- 4 п.п.	22%	27%	- 5 п.п.	25%	28%	- 3 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

18 декабря 2023 г.

Прогнозы цен на металлы, $

	Новый/Старый	Спот*	2022	2023П	2024П	2025П
Никель	**Новый**	**16 243**	**26 180**	**21 400**	**19 000**	**20 000**
	Старый			21 400	19 000	20 000
	Откл.			0%	0%	0%
Медь	**Новый**	**8 237**	**8 843**	**8 450**	**8 750**	**9 000**
	Старый			8 450	8 750	9 000
	Откл.			0%	0%	0%
Платина	**Новый**	**923**	**960**	**960**	**970**	**1 000**
	Старый			960	970	1 000
	Откл.			0%	0%	0%
Палладий	**Новый**	**979**	**2 111**	**1 325**	**1 200**	**1 300**
	Старый			1 325	1 200	1 300
	Откл.			0%	0%	0%
Алюминий	**Новый**	**2 101**	**2 711**	**2 250**	**2 300**	**2 400**
	Старый			2 250	2 300	2 400
	Откл.			0%	0%	0%
Золото	**Новый**	**1 982**	**1 802**	**1 930**	**2 000**	**2 050**
	Старый			1 930	2 000	2 050
	Откл.			0%	0%	0%
Алмазы	**Новый**	**119**	**148**	**130**	**120**	**125**
	Старый			130	120	125
	Откл.			0%	0%	0%
Г/к прокат — Черное море	**Новый**	**560**	**707**	**581**	**638**	**650**
	Старый			591	623	649
	Откл.			-2%	2%	0%
Г/к прокат — ex-works Россия	**Новый**	**633**	**786**	**621**	**698**	**710**
	Старый			621	685	721
	Откл.			0%	2%	-1%
Железная руда — FCA Россия	**Новый**	**85**	**78**	**72**	**77**	**72**
	Старый			72	70	72
	Откл.			0%	10%	0%
Коксующийся уголь — FCA Россия	**Новый**	**154**	**212**	**141**	**150**	**162**
	Старый			136	151	177
	Откл.			3%	-1%	-8%
Г/к прокат — Китай внутренние	**Новый**	**572**	**668**	**565**	**628**	**630**
	Старый			575	613	629
	Откл.			-2%	2%	0%
Железная руда — CFR Китай	**Новый**	**136**	**121**	**120**	**118**	**103**
	Старый			120	110	103
	Откл.			0%	8%	0%
Коксующийся уголь — FOB Австралия	**Новый**	**327**	**366**	**280**	**260**	**246**
	Старый			280	260	246
	Откл.			0%	0%	0%

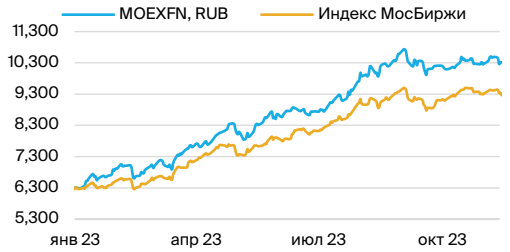
* На 14 декабря 2023 г.
Источники: MMI, БКС Мир инвестиций

18 декабря 2023 г.

Финансовый сектор

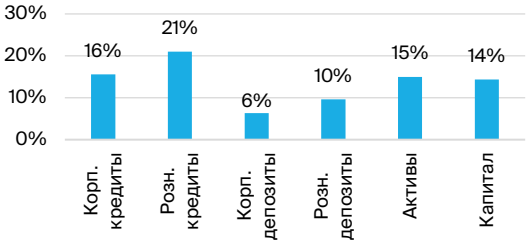
Взгляд на сектор	Позитивный
Средний потенциал роста	46%
Фавориты	Сбер, TCS

Динамика акций индекса финансов МосБиржи против индекса МосБиржи



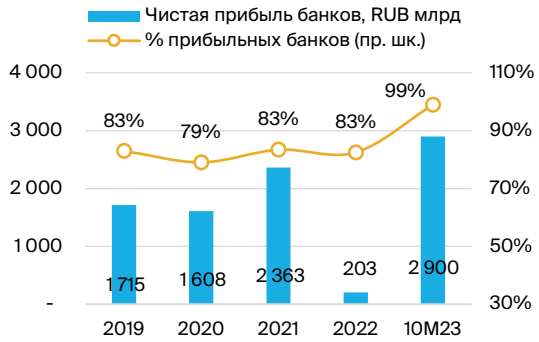
Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Сильный рост в банковском секторе (за 10М23)



Источники: ЦБ РФ, БКС Мир инвестиций

Прибыль банков на рекордном уровне



Источники: ЦБ, БКС Мир инвестиций

Рекордный 2023 г., возможности удержания результата в 2024 г.

Предварительные результаты в банковском секторе достаточно позитивные: чистая прибыль за 10М23 составила RUB 2.9 трлн, что выше рекордного уровня за весь 2021 г. Вклад Сбера в результат сектора за 10М23 составил RUB 1.26 трлн прибыли. Факторами сильных результатов сектора выступили сильный рост (корпоративные кредиты +16%, розничные +21%), стабильная динамика качества активов, улучшение деловой и потребительской активности и снижение стоимости риска наряду с улучшением чистой процентной маржи.

Сильные результаты сектора и рекордные уровни прибыли отдельных компаний обеспечили хороший ререйтинг акций финансового сектора в 2023 г. Так, акции Сбера и МосБиржи выросли на 100% и 118% за 11М23 против роста на 48% по индексу МосБиржи: мы сохраняли позитивный взгляд на эти компании в течение года, хотя в сентябре взгляд на акции МосБиржи был изменен на нейтральный. Дивидендный сюрприз Сбера за 2022 г. и сильная стратегия МосБиржи до 2028 г., на наш взгляд, были главными катализаторами.

Некоторые игроки держались чуть слабее широкого рынка, несмотря на также рекордные финансовые результаты. Акции ВТБ, TCS Group и МКБ показали рост на 47%, 36% и 14% соответственно. Более сдержанная динамика, возможно, определена необходимостью пополнения капитала для ВТБ, введенными в марте санкциями в отношении TCS, несмотря на сильный рост бизнеса и достижение показателя в 37.6 млн клиентов в 3К23 и низкий уровень раскрытия МКБ.

Мы сохраняем преимущественно позитивный взгляд на сектор, при этом отмечаем уже более сдержанный потенциал роста по сектору. Резкий рост процентных ставок во 2П23 и ожидаемое удержание уровня в дальнейшем могут оказать давление на результаты банков, но достаточно позитивны для прибыли МосБиржи. Возможности удержания уровня прибыли после рекордного 2023 г. могут стать основным фактором динамики акций финансового сектора в 2024 г.

Мы отмечаем некоторое ужесточение регулирования в необеспеченном розничном кредитовании, при этом ЦБ уже несколько лет сохраняет жесткую позицию, чтобы не допустить образования пузырей. Банки адаптируются к регулированию, а рост кредитования сохраняется. Кроме того, важными факторами для финансового сектора станут дивидендные ожидания, обновление среднесрочных стратегий компаний, дальнейшие изменения в регулировании и в долгосрочной перспективе развитие рынка ЦФА.

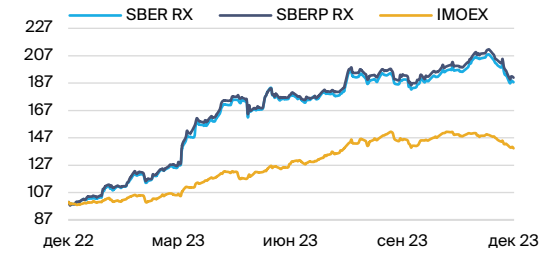
Мы сохраняем в целом позитивный взгляд на сектор: позитивно смотрим на Сбер, ВТБ, TCS и нейтрально на МКБ и МосБиржу. Мы прогнозируем сильные итоги 2023 г. и видим возможности удержания рекордных результатов основным фактором поддержки в 2024 г. Среди дивидендных историй мы ожидаем дивиденды от Сбера и МосБиржи за 2023 г. (решения в марте 2024 г.), но не прогнозируем возврата к дивидендам от ВТБ (укрепление капитальной базы) и TCS (фокус на рост). С низкой уверенностью мы ожидаем возврата МКБ к дивидендам.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот. роста	Изб. дох.*	P/BV			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая				2023п	2024п	Цель 24	2023п	2024п	Цель 24
Сбер-ао	Позитивный	Позитивный	370	350	6%	43%	22%	0.9	0.8	1.3	3.8	3.4	5.5
Сбер-ап	Позитивный	Позитивный	370	340	9%	43%	22%	0.9	0.8	1.2	3.8	3.4	5.5
ВТБ	Позитивный	Позитивный	0.036	0.039	-8%	60%	40%	0.3	0.3	0.7	1.0	1.5	1.9
TCS	Позитивный	Позитивный	5400	5300	2%	80%	59%	2.1	1.7	3.7	6.9	5.9	12.3
МКБ	Нейтральный	Позитивный	10.0	9.0	11%	30%	9%	0.7	0.6	0.9	4.3	3.5	5.0
МосБиржа**	Нейтральный	Нейтральный	250	250	0%	34%	14%	3.7	3.8	5.7	7.4	7.3	10.3

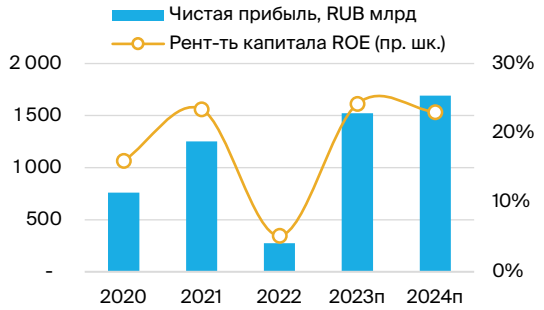
*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала ** EV/EBITDA для МосБиржи; данные на 13 декабря 2023 г.
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Сбера против индекса МосБиржи



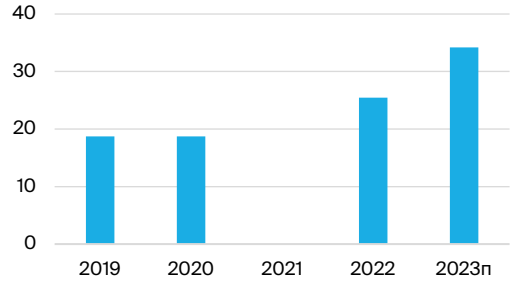
*приведено к 100 (цены в RUB), данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Сильный прогноз — 2023-24 гг., высокая ROE



Источники: БКС Мир инвестиций, данные компании

Рост дивидендов, RUB на акцию



Источники: БКС Мир инвестиций, данные компании

P/E Сбера — исторический против целевого

Источник: БКС Мир инвестиций

Сбер

Мы подтверждаем позитивный взгляд на бумаги Сбера и повышаем целевые цены, уравнивая их по обыкновенным и привилегированным акциям ввиду отсутствия спреда — RUB 370 за акцию. Мы немного улучшили прогнозы после рекордного 3К23 с учетом ожидаемой высокой рентабельности и хорошего дивидендного потенциала.

Взгляд на компанию

Лидирующий банк в секторе. Сбер — ключевой финансовый институт в России с крупнейшей клиентской базой: 108.2 млн активных розничных и 3.2 млн активных корпоративных клиентов (по состоянию на октябрь 2023 г.). Сильные рыночные доли, разумная политика рисков и управления капиталом, а также инновационные подходы с использованием технологии искусственного интеллекта позволяют Сберу демонстрировать высокие финансовые результаты при уверенном органическом наращивании капитала. Компания находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Технологическое развитие, дивиденды.** Мы полагаем, что возможности Сбера оставаться технологичной историей будут определять развитие банка и дадут сильное конкурентное преимущество. Кроме того, мы видим сильный дивидендный потенциал истории на фоне высокого уровня рентабельности. В рамках текущего прогноза на 2023 г. размер дивидендов составляет RUB 34/акц. при 50%-ном коэффициенте выплат, что превышает рекордный показатель 2022 г.

Ключевые риски

- **Слабая макроконъюнктура.** Потенциально более серьезное ужесточение денежно-кредитной политики может подразумевать риски для дальнейшего выпуска кредитов, а также качества активов. Сбер улучшил ожидания по стоимости риска на 2023 г.: 100 б.п. против 100-130 б.п. ранее, а текущее качество активов остается высоким при уровне просрочки в рамках отчета по РСБУ — 2.0%. Стоимость риска, обычно самый непредсказуемый показатель, может нести риски.

Основные изменения

Улучшение ожиданий на фоне рекордного 3К23 по МСФО. Мы улучшили прогноз по итогам рекордных результатов Сбера за 3К23 по МСФО и прогнозируем чистую прибыль на уровне RUB 1.52 трлн за 2023 г. и дальнейший рост до RUB 1.68 трлн в 2024 г. при сохранении высокой рентабельности (ROE) на уровне 24% и 23% соответственно). Менеджмент недавно улучшил ожидания на 2023 г. по прогнозу рентабельности до более 24% (ранее — более 22%).

Оценка и взгляд

Дивиденды и вес еще недооценен. Мы используем модель роста Гордона, увеличиваем безрисковую ставку на 50 б.п. до 12%, но оставляем премию за риск на уровне 8.5%. Рекордные результаты 2023 г. с высоким уровнем рентабельности, новая стратегия на 2024-26 гг. и дивиденды формируют фундаментально сильный инвесткейс в банковском секторе. Оценка привлекательна, учитывая ROE на уровне 24% и сильный дивидендный потенциал.

Сбер — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Опер. прибыль до резервов	3116	3181	-2%	3379	3276	3%
Отчисления в резерв	-291	-334	-13%	-376	-385	-2%
Операционные расходы	-865	-896	-3%	-906	-997	-9%
Чистая прибыль	1523	1515	1%	1683	1526	10%
ROE	24.3%	24.2%		23.4%	21.6%	
Чистая процентная маржа	5.5%	5.8%		5.2%	5.8%	
Стоимость риска	1.0%	1.1%		1.0%	1.1%	
Расходы/доходы	27.9%	28.3%		26.8%	30.5%	

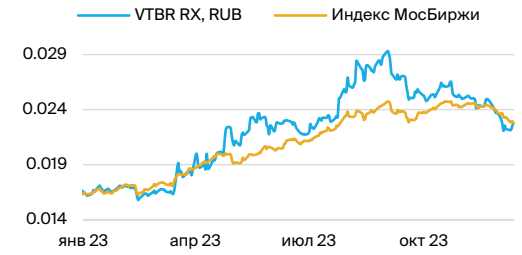
Источник: БКС Мир инвестиций

Сбер — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п		
	БКС	Консенсус	Отклонение	БКС	Консенсус	Отклонение
Чистая прибыль	1523	1463	4%	1683	1514	11%
Количество прогнозов		4			5	

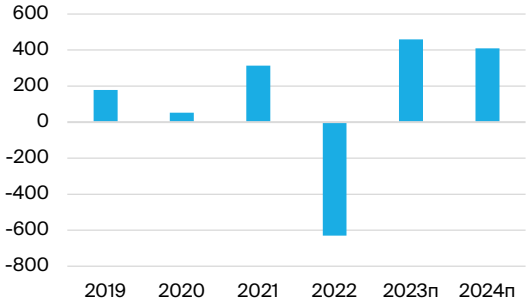
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ВТБ против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Чистая прибыль по МСФО — высокие прогнозы на 2023-24 гг., RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

P/E ВТБ — исторический против целевого

Источник: БКС Мир инвестиций

ВТБ

Мы подтверждаем позитивный взгляд на бумаги ВТБ, но снижаем целевую цену до RUB 0.036/акц. с RUB 0.039/акц. — небольшое снижение прогнозов и рост безрисковой ставки повлияли на цену. Мы ожидаем рекордную прибыль за 2023 г. и некоторую нормализацию в 2024 г., в фокусе — возврат к дивидендам.

Взгляд на компанию

Второй банк в РФ, сильный рост. ВТБ занимает второе место в России по объему активов, уступая лишь Сберу. Покупка Открытия усилила позиции банка. В 2023 г. ВТБ показывает сильный рост бизнеса, и мы ожидаем увидеть синергию с бизнесом Открытия в дальнейшем. Компания находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Возврат к дивидендам.** ВТБ сосредоточен на повышении уровня капитала после крайне непростого 2022 г и осуществляет мероприятия по укреплению капитальной базы. Завершение допэмиссии акций и рекордная прибыль в 2023 г. будут способствовать повышению уровня капитала, что в будущем должно вернуть дивиденды на повестку.

Ключевые риски

- **Ухудшение макроконъюнктуры, высокие процентные ставки.** Более слабые, чем ожидалось, макроэкономические показатели могут повлиять на финансовые результаты ВТБ, препятствуя росту кредитования и представляя риски для качества активов. Кроме того, высокий уровень процентных ставок на длительном горизонте может отразиться на росте и качестве активов.

Основные изменения

Небольшое улучшение на фоне нормализации результатов во 2П23. Мы понизили наши прогнозы финансовых результатов ВТБ после недавних релизов с сохранением прогноза рекордного для компании 2023 г. — чистая прибыль по МСФО значительно превышает уровень 2021 г. (RUB 327.4 млрд). Ждем нормализации результатов в 2024 г. на фоне роста процентных ставок.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд, целевая цена снижена. Для оценки ВТБ мы используем модель роста Гордона и повышаем безрисковую ставку на 50 б.п. до 12% с учетом рыночных трендов. Мы ожидаем рекордную прибыль от ВТБ за 2023 г. с рекордной рентабельностью капитала 25%, но не прогнозируем возвращение к дивидендам за 2023 г., что также было отмечено менеджментом.

ВТБ — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Опер. прибыль до резервов	1205.07	1171.17	3%	1134.19	1127.07	1%
Отчисления в резерв	-186.85	-189.22	-1%	-242.95	-197.73	23%
Операционные расходы	-402.96	-396.03	2%	-451.32	-417.43	8%
Чистая прибыль	459.28	449.73	2%	334.74	390.17	-14%
ROE	24.8%	24.4%		14.1%	16.3%	
Чистая процентная маржа	3.1%	3.1%		3.0%	3.3%	
Стоимость риска	1.0%	1.1%		1.1%	1.0%	
Расходы/Доходы	32.6%	33.3%		36.9%	37.0%	

Источник: БКС Мир инвестиций

ВТБ — прогнозы БКС против консенсуса

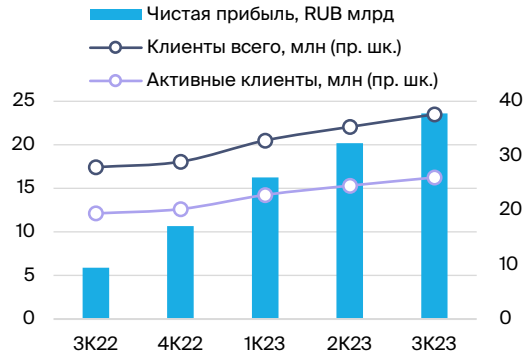
RUB млрд	2023п			2024п		
	БКС	Консенсус	Отклонение	БКС	Консенсус	Отклонение
Чистая прибыль	459	420	9%	410	308	33%
Количество прогнозов		3			3	

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок TCS против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Сильный рост клиентской базы драйвер роста бизнеса и прибыли



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

P/E TCS — исторический против целевого

Источник: БКС Мир инвестиций

TCS

Мы повышаем целевую цену по бумагам TCS до RUB 5400/акц. с RUB 5300/акц., принимая во внимание тренды роста бизнеса и рекордную прибыль. Позитивный взгляд сохраняется.

Взгляд на компанию

Сильный растущий финтех-игрок. TCS имеет сильные позиции в финтехе и растущую клиентскую базу (достигла 37.6 млн во 3К23). Бизнес-модель TCS диверсифицирована. Более половины выручки приходится на бизнесы, не связанные с кредитованием: 52% выручки группы и 49% прибыли до налогообложения по итогам 9М23. Компания находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Дальнейший рост, редомициляция.** Сохраняющийся рост клиентской базы обеспечивает увеличение бизнеса и доходов, а диверсификация выручки служит защитным фактором в различные циклы экономики. Компания активно развивает различные направления бизнеса (кредитование, МСБ, инвестиции, страхование) и остается сильным финтех-игроком. Потенциальная редомициляция с Кипра может стать краткосрочным катализатором для акций.

Ключевые риски

- **Ухудшение качества активов, регулирование.** TCS — сильный игрок в сфере потребительского необеспеченного кредитования, но в случае ухудшения макроэкономической ситуации и качества активов этот факт может оказать давление на показатели отчета о прибыли и убытках (P&L). Кроме того, ужесточение регулирования также может сказаться на возможностях роста. TCS раскрывает квартальную отчетности по МСФО, но не дает ориентиры на 2023 г.

Основные изменения

Прогнозы улучшены после рекордных результатов за 3К23 по МСФО. Мы внесли изменения в нашу модель с учетом рекордных результатов за 3К23 по МСФО с более высокими доходами против наших ожиданий. Теперь мы ожидаем показатель RUB 87 млрд в 2023 г., а затем дальнейший рост до RUB 101 млрд в 2024 г. за счет сильных трендов: рост клиентской базы и объемов бизнеса, стабилизации стоимости риска и чистой процентной маржи (NIM). Мы полагаем, что значительно чистая прибыль за 2023 г. превысит максимум 2021 г. (RUB 63.47 млрд), а ROE восстановится до 35%.

Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену, подтверждаем позитивный взгляд. Мы оцениваем TCS по методу суммы частей (SOTP), поскольку вес небанковских бизнес-направлений растет. Безрисковая ставка повышена на 50 б.п. до 12%, при этом премия за риск не меняется 8.5%, что отражает колебания рынка. Вместе с тем мы повышаем целевую цену до RUB 5400/акц. с RUB 5300/акц. в свете улучшения финансовых прогнозов.

TCS — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млн	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Опер. прибыль до резервов	346 337	337 308	3%	409 359	403 090	2%
Отчисления в резерв	-48 833	-49 428	-1%	-69 173	-69 173	0%
Операционные расходы	-188 642	-185 758	2%	-208 550	-205 358	2%
Чистая прибыль	87 131	79 780	9%	101 143	98 774	2%
ROE	35.1%	32.6%		31.1%	31.1%	
Чистая процентная маржа	15.1%	14.7%		15.5%	14.9%	
Стоимость риска	6.4%	6.4%		5.6%	5.6%	
Расходы/Доходы	53.4%	54.0%		50.9%	50.9%	

Источник: БКС Мир инвестиций

TCS — прогнозы БКС против консенсуса

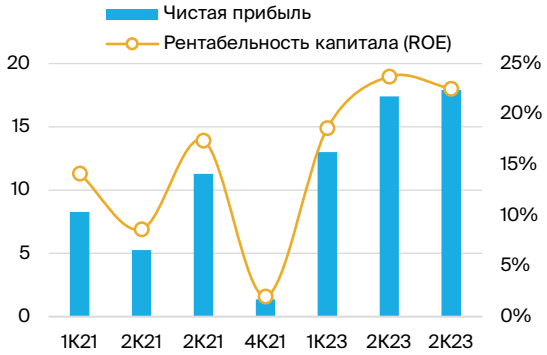
RUB млн	2023п			2024п		
	БКС	Консенсус	Отклонение	БКС	Консенсус	Отклонение
Чистая прибыль	87	77	14%	101	107	-5%
Количество прогнозов		4			4	

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок МКБ против индекса МосБиржи

*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Рекордная прибыль 3К23 на фоне роста бизнеса, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

P/E МКБ — исторический против целевого

Источник: БКС Мир инвестиций

МКБ

Теперь у нас нейтральный взгляд на бумаги МКБ (ранее — позитивный), при этом целевая цена повышена на 11% до RUB 10.0/акц. Сильный релиз за 9М23 по МСФО отражает хорошую генерацию прибыли и рост кредитов. Вместе с тем ясности в отношении возврата к выплате дивидендов нет.

Взгляд на компанию

Сильный игрок в секторе. МКБ занимает хорошие позиции на рынке и исторически был сильным игроком в корпоративном и розничном кредитовании и сохраняет уверенные позиции в сегменте CIB (корпоративный и инвестиционный банкинг). Сильные результаты в 2023 г. поддерживают развитие банка. Компания находится под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Улучшение раскрытия, дивиденды.** Позиция менеджмента в вопросе дивидендных выплат за 2023 г. неясна, но мы отмечаем рекордно высокие результаты. МКБ раскрывает лишь сокращенные финансовые показатели, без дополнительных результатов, прогноза менеджмента на 2023 г. или комментариев по поводу развития бизнеса. Улучшение раскрытия и возобновление телеконференций с менеджментом позволит, на наш взгляд, повысить уровень открытости компании и интерес инвесторов. Возврат к дивидендам также может улучшить взгляд на акции. Напомним, дивидендная политика банка подразумевает выплату не менее 25% прибыли по МСФО с учетом планов роста и при соблюдении нормативов достаточности капитала.

Ключевые риски

- **Макроэкономика, качество активов.** Мы считаем, что ухудшение макроэкономической ситуации может негативно сказаться на финансовых показателях МКБ через рост расходов на создание резервов. Кроме того, мы отмечаем пока ограниченное раскрытие информации о качестве активов.

Основные изменения

Улучшение ожиданий на 2023-24 г. Мы улучшили прогнозы после сильного релиза за 3К23 по МСФО с рекордным уровнем прибыли за квартал и высокой рентабельностью. Мы по-прежнему ждем сильных результатов за 2023 г. за счет роста кредитования и чистого процентного дохода, а также снижения отчислений в резервы. По нашим новым прогнозам, ROE в среднем за 2023-24 гг. составит 19%, что поддержит капитальные позиции банка с учетом сильного роста кредитов и перспективы дивидендов.

Оценка и взгляд

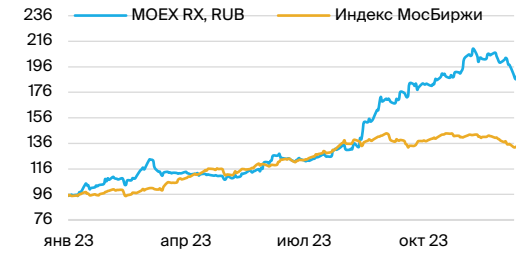
Нейтральный взгляд на фоне умеренных ожиданий. Мы используем модель роста Гордона для оценки МКБ: безрисковая ставка была повышена на 50 б.п. до 12% с учетом роста процентных ставок. В свете улучшения наших прогнозов мы повысили целевую цену на 11% до RUB 10.0/акц., но ухудшили взгляд до нейтрального с позитивного.

МКБ — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Опер. прибыль до резервов	140	114	23%	167	123	36%
Отчисления в резерв	-28	-20	41%	-36	-15	131%
Операционные расходы	-38	-30	25%	-41	-33	25%
Чистая прибыль	60	51	17%	73	60	22%
ROE	19.4%	17.1%	2.3%	19.3%	16.8%	3%
NIM	1.7%	3.1%	-1.4%	1.9%	3.2%	-1.3%
Стоимость риска	1.6%	1.6%	0.0%	1.2%	1.2%	0.0%
Расходы/Доходы	27.0%	26.6%	0.4%	24.5%	26.7%	-2.1%

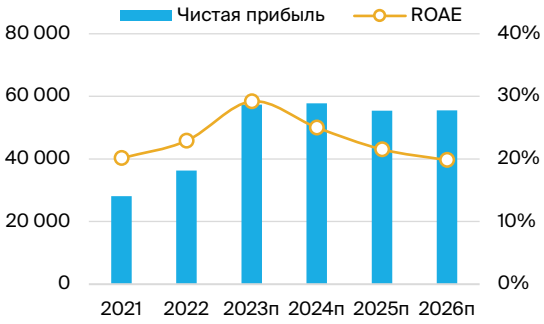
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Московской биржи против индекса МосБиржи



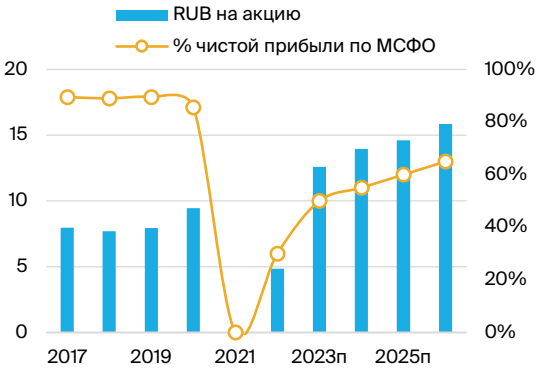
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Чистая прибыль — ждем роста на 12% в год в 2022-26 гг. с ROE 18% (цель Стратегии-2028)



Источник: БКС Мир инвестиций

Ждем роста дивидендов на акцию в 2023-24 гг. при коэффициенте 50%



Источник: БКС Мир инвестиций

P/E Московской биржи — исторический против целевого

Источник: БКС Мир инвестиций

Московская биржа

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги МосБиржи и целевую цену RUB 250/акц. после недавнего повышения целевой цены. В наших прогнозах мы отразили повышение ключевой ставки до 15% и цели Стратегии-2028. Мы также пересчитали нашу модель на 2026 г.

Взгляд на компанию

Устойчивая бизнес-модель. Московская биржа представлена в различных сегментах рынка: от ценных бумаг (акции и облигации) до денежного и валютного рынка, деривативов, а также предоставляет депозитарные и расчетные услуги. Два года назад компания запустила маркетплейс финансовых услуг. Мы считаем диверсификацию сильным фактором устойчивости бизнеса. Компании в составе группы находятся под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели.

Драйверы роста

- **Высокие процентные ставки, рост объемов торгов, дивиденды.** Высокий уровень процентных ставок напрямую поддерживает доходы и прибыли компании, а рост активности клиентов на фондовом и других сегментах рынка способствуют росту комиссионных доходов. Мы используем консервативный подход и прогнозируем постепенное увеличение дивидендных выплат до 65% в 2026 г. с 50% в 2023 г. (RUB 13 и RUB 16 на акцию соответственно). Исторически Московская биржа выплачивала около 90% чистой прибыли по МСФО (среднее значение за 2017-20 гг.), при этом за 2021 г. выплат не было, а за 2022 г. — составила 30%.

Ключевые риски

- **Снижение активности, низкие процентные ставки.** Снижение уверенности потребителей и макроэкономических показателей подразумевает ослабление торговой активности, что наносит удар по комиссионному доходу Московской биржи. Кроме того, снижение процентной ставки сказывается на чистом процентном доходе — серьезная доля в выручке.

Основные изменения

Чистая прибыль — рост на 11% в год в 2022-26 гг. Мы обновили прогнозы в недавнем отчете и полагаем, что чистая прибыль будет расти на 11% в год до RUB 55.5 млрд в 2026 г. в основном за счет роста комиссионного дохода до RUB 67 млрд (+16% в год против +13% в Стратегии-2028). Более высокие процентные ставки поддержат динамику чистого процентного дохода в 2023-24 гг., но мы допускаем некоторое сокращение до RUB 41.2 млрд в 2026 г., поскольку закладываем снижение ставки в дальнейшем. Мы ожидаем рост операционных расходов по сравнению с историческими уровнями (+13% в год в 2022-26 гг. до RUB 38.9 млрд) при соотношении Операционные расходы/Комиссионные доходы в среднем 57%. (Стратегия: 50-55% к 2028 г.). Наш прогноз также хорошо соотносится со стратегией на уровне ROE: мы прогнозируем в среднем 22% в 2024-26 гг., цель компании — 18%+.

Оценка и взгляд

Нейтральный взгляд — ставка на волатильность и рост процентных ставок, но сдержанный дивидендный потенциал. Мы используем модель DCF для расчета стоимости Московской биржи. Стоимость акционерного капитала по сравнению с последним отчетом изменилась незначительно: мы увеличили безрисковую ставку на 50 б.п. до 12% в унисон с трендами рынка. Нам нравится кейс компании благодаря ее устойчивости и позитивному эффекту повышения процентных ставок, при этом слабые дивидендные перспективы, а также недавний рост котировок объясняют нейтральный взгляд.

Московская биржа — ключевые изменения в прогнозах

RUB млн	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Комиссионный доход	46 779	46 779	0%	49 809	49 809	0%
Чистый процентный доход	44 167	44 167	0%	33 147	33 147	0%
Операционные расходы	-25 757	-25 757	0%	-28 549	-28 549	0%
Чистая прибыль	52 495	52 495	0%	43 547	43 547	0%
Рентабельность чистой прибыль	58%	58%		52%	52%	

Источник: БКС Мир инвестиций

Московская биржа — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п		
	БКС	Консенсус	Отклонение	БКС	Консенсус	Отклонение
Чистая прибыль	57	54	7%	58	52	10%

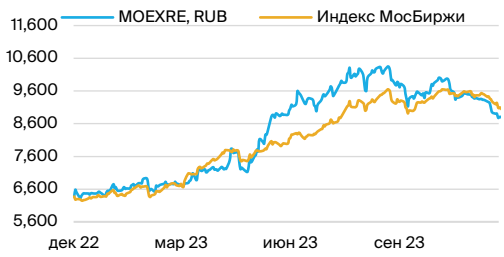
Источник: БКС Мир инвестиций

18 декабря 2023 г.

Девелоперы

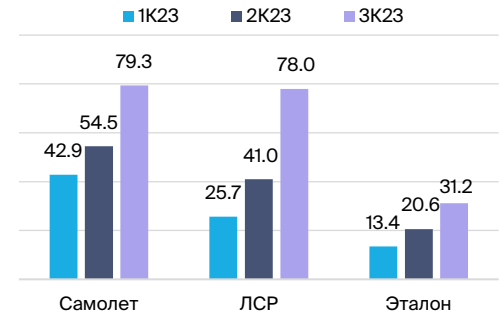
Взгляд на сектор	Позитивный
Средний потенциал роста	52%
Фавориты	Самолет, Эталон

Динамика акций индекса строительных компаний МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Рекордные продажи застройщиков в 3К23, RUB млрд



Источники МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Замедление после сильного 2023 г. и роста процентных ставок

2023 г. показал хорошую динамику продаж после 2022 г., а 3К23 стал рекордным в денежном выражении для всех публичных застройщиков, раскрывших операционные результаты. Динамика продаж за 9М23 также впечатляющая: продажи в среднем выросли на 72% г/г. Хорошая динамика 9М23, скорее всего, позволит показать застройщикам рекордные результаты продаж и за весь 2023 г.

Рост процентных ставок уже отразился на ипотечным рынке и, на наш взгляд, может стать сдерживающим фактором для динамики продаж в дальнейшем. Вместе с тем льготные государственные ипотечные программы будут ключевым фактором поддержки. Напомним, программа льготной ипотеки с господдержкой подразумевает получение ипотечного кредита по ставке 8% при покупке жилого помещения на первичном рынке недвижимости. Программа была продлена до 1 июля 2024 г. Возможные изменения льготный программы могут оказать значимое влияние на рынок первичной недвижимости в 2024 г.

Мы сохраняем нейтрально-позитивный взгляд на довольно фрагментированный и разнородный по динамике продаж сектор недвижимости. Главной историей роста остается Самолет с приобретением ГК МИЦ в 2023 г. Кроме того, Самолет еще раз подтвердил свои ожидания по рекордному уровню продаж в 2023 г. — 1.6 млн кв. м. Эталон продолжает расширять географию присутствия, что также сказывается на росте предложения. Так, доля региональных продаж Эталона в 3К23 достигла 35% после 27% в 3К22. ЛСР смог показать рост продаж за 9М23 более чем вдвое г/г. Операционными данными по ПИК мы пока не располагаем.

В целом мы предпочитаем игроков, ориентированных по большей части на массмаркет, где широко представлены Самолет, ПИК, Эталон (здесь мы сохраняем позитивный взгляд) и в меньшей степени ЛСР (негативный взгляд). В отношении дивидендов мы все еще ожидаем решения совета директоров Самолета по выплате RUB 5 млрд за 2023 г. в дополнение к объявленному выкупу акций (RUB 10 млрд к концу года). Дивидендов от ПИК и Эталона в этом году мы не ждем.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

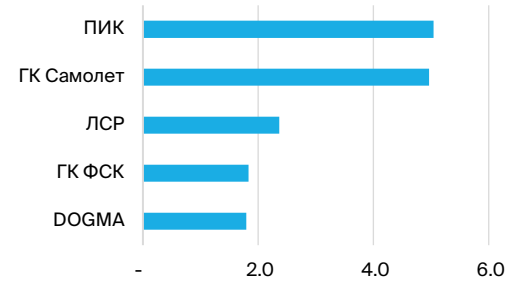
	Взгляд		Целевая цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель 24	2023п	2024п	Цель 24
ПИК	Позитивный	Позитивный	1200	1200	0%	64%	44%	2.9	2.5	7.0	4.7	3.9	8.9
Самолет**	Позитивный	Позитивный	5200	5200	0%	35%	15%	4.9	3.7	6.4	11.7	6.2	8.5
ЛСР	Негативный	Негативный	700	700	0%	7%	-14%	4.3	4.8	4.5	9.2	5.0	5.5
Эталон	Позитивный	Позитивный	130	130	0%	76%	55%	2.3	2.0	1.8	5.9	3.2	5.9

*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, **EV/EBITDA, скорр. на стоимость земли; данные на 13 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ПИК против индекса МосБиржи

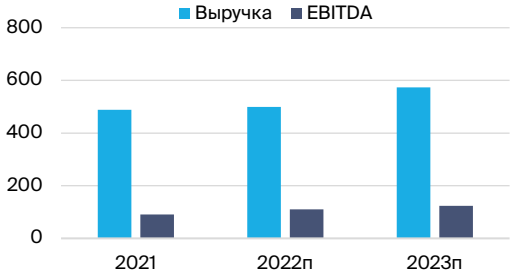
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

ПИК — лидер рынка по объемам строительства (млн кв. м)



Источники: ЕРЗ, БКС Мир инвестиций

ПИК — сильные прогнозы, RUB млрд



*2022п и 2023п — прогнозы БКС Мир инвестиций
Источники: данные компаний, БКС Мир инвестиций

Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения

Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

ПИК

Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги ПИК, несмотря на все еще не полное раскрытие результатов. Наша целевая цена RUB 1200 за акцию не изменилась. Мы ожидаем, что 2023 г. позитивно отразится на финансах с учетом уже хороших результатов за 1П23 по МСФО.

Взгляд на компанию

Ключевой игрок в масс-маркет. ПИК — лидер в секторе недвижимости с земельным банком в 16.5 млн кв. м (2020 г.) и 5.1 млн кв. м на стадии строительства. ПИК сохраняет сильные позиции на масс-маркете, а солидный земельный банк служит поддержкой для будущих продаж. Мы также считаем, что лидерство и финансовый профиль позволят ПИК выиграть от консолидации рынка.

Драйверы роста

- **Возврат к полному раскрытию и дивидендам.** ПИК возобновил раскрытие финансовой отчетности, опубликовав результаты за 1П23 по МСФО. Тем не менее ПИК все еще не раскрывает операционные показатели в отличие от других игроков сектора. В 2022 г. компания приостановила выплату дивидендов, и их возобновление может повысить инвестиционную привлекательность застройщика.

Ключевые риски

- **Высокие ипотечные процентные ставки, отмена льготной программы с господдержкой.** После ряда повышений ключевой ставки ЦБ во 2П23 банки уже подняли ставки по ипотеке. Мы видим здесь потенциальный негатив, особенно на вторичном рынке, ведь в последние годы на ипотеку приходилась довольно большая часть роста продаж. Для «первички» сильной поддержкой остаются программы субсидирования ипотеки. Программа истекает 1 июля 2024 г., дискуссии по дальнейшей судьбе программы уже активно ведутся в правительстве, согласно прессе.

Основные изменения

Прогнозы без изменений. Мы не меняли прогнозы финансовых показателей ПИК с момента выхода последнего отчета по результатам за 1П23 по МСФО в отсутствие квартальных операционных релизов по динамике продаж. Мы ожидаем сильную динамику выручки и EBITDA: RUB 653 млрд и RUB 137 млрд в 2023 г. с дальнейшим ростом в 2024 г. до RUB 726 млрд и RUB 155 млрд соответственно.

Оценка и взгляд

Повышение безрисковой ставки. Мы используем модель дисконтированных денежных потоков (DCF), в которой повышаем безрисковую ставку на 0.5 п.п. до 12% в связи с ростом рыночных процентных ставок, при этом сохраняем стоимость капитала (COE) на уровне 8.5%. Сохраняем позитивный взгляд с учетом лидирующих позиций ПИК на рынке. Возврат к дивидендам подстегнет интерес инвесторов, на наш взгляд.

ПИК — ключевые изменения финансовых прогнозов

	2023п			2024п		
RUB млн	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	652 794	652 794	0%	725 880	725 880	0%
EBITDA	137 775	137 775	0%	154 624	154 624	0%
Чистая прибыль	94 024	94 024	0%	113 379	113 379	0%
Рентабельность по EBITDA	21.1%	21.1%	0.0 п.п.	21.3%	21.3%	0.0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	14.4%	14.4%	0.0 п.п.	15.6%	15.6%	0.0 п.п.

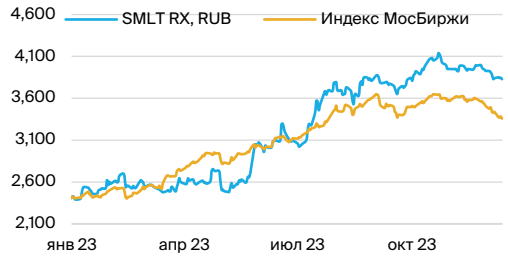
Источник: БКС Мир инвестиций

ПИК — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	653	669	-2%	726	726	0%
EBITDA	138	142	-3%	155	157	-2%
Чистая прибыль	94	97	-3%	113	109	4%
Рентабельность по EBITDA	21%	21%	0%	21%	22%	0%
Рентабельность чистой прибыли	14%	15%	0%	16%	15%	1%
# прогнозов		4			4	

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Самолета против индекса МосБиржи

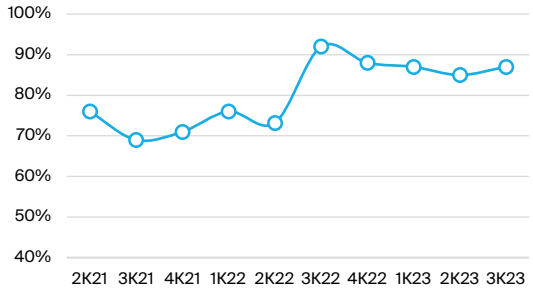


*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Прогноз на 2023 г. — рост продаж на 54% г/г
Компания ожидает 1.6 млн кв. м по итогам года

Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

Доля ипотеки в продажах растет



Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения

Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

Самолет

Мы сохраняем позитивный взгляд на Самолет и целевую цену на уровне RUB 5200. Ожидаем рекордный уровень продаж в 2023 г. и сохранение роста в дальнейшем. Кроме того, есть факторы поддержки — обратный выкуп акций на сумму до RUB 10 млрд и включение в состав индексов МосБиржи и РТС.

Взгляд на компанию

Бесспорный лидер в Московской области, усиление позиций за счет приобретений. Самолет занимает первое место по объему текущего строительства в Московской области и второе — по РФ. Самолет увеличил долю присутствия с недавним приобретением ГК МИЦ. Перспективы дальнейшего роста подкрепляются основательным земельным банком в 45.9 млн кв. м. Кроме того, Самолет развивает фиджитал-проекты, совершенствуя свое клиентское предложение.

Драйверы роста

- **История роста, поддержка от обратного выкупа акций, включение в индекс.** Мы по-прежнему считаем Самолет историей роста. Компания прогнозирует продажи в 2023 г. на уровне 1.6 млн кв. м (1 млн в 2022 г.) и рассчитывает на поддержку со стороны амбициозных планов по запуску новых проектов. Рост поддерживает покупка ГК МИЦ, которая будет отражена в последующих отчетах. Мы также видим позитив для акций от продолжающегося обратного выкупа на сумму до RUB 10 млрд до конца года и включения в состав индексов МосБиржи и РТС с 22 декабря 2023 г.

Ключевые риски

- **Замедление в экономике, снижение спроса.** Самолет остается ключевым игроком на масс-маркете в Московской области, однако ослабление потребительского спроса может негативно сказаться как на продажах, так и на ценах. Кроме того, на рынок недвижимости оказывает влияние рост процентных ставок, при этом мы отмечаем поддержку первичного рынка недвижимости от действующей до 1 июля 2024 г. льготной программы ипотеки с господдержкой.

Основные изменения

Небольшие изменения после сильного полугодия. Мы немного обновили прогнозы после результатов продаж за 3К23 и с учетом изменения уровня ипотечных процентных ставок. Несмотря на эти факторы, мы видим сильную динамику выручки и рентабельности по EBITDA. В 2023 г. мы ждем хорошей выручки за счет сильной динамики продаж и устойчивого финансового положения, которое позволяет Самолету проводить обратные выкупы и платить дивиденды. Кроме того, результаты за 2023 г. должны отразить консолидацию недавно приобретенного ГК МИЦ.

Оценка и взгляд

Рост продолжается, обратный выкуп и включение в индексы — позитивно. Для оценки мы используем модель DCF, основные вводные не изменились. Мы подняли безрисковую ставку на 0.5 п.п. до 12% на фоне роста процентных ставок, при этом оставили стоимость капитала на уровне 8.5%. Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Самолета с учетом возможностей роста и отмечаем поддержку акций от обратного выкупа и недавнего объявлении о включении акций в состав индексов МосБиржи и РТС.

Самолет — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	294.0	294.0	0%	412.0	414.4	-1%
EBITDA	74.5	68.6	9%	103.0	95.3	8%
Чистая прибыль	20.2	21.2	-5%	38.3	31.4	22%
Рентабельность по EBITDA	25%	23%	2.0 п.п.	25%	23%	2.0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	7%	7%	-0.4 п.п.	9%	8%	1.7 п.п.

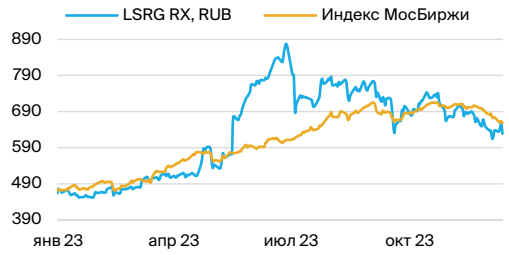
Источник: БКС Мир инвестиций

Самолет — наши прогнозы против консенсуса

	2023п			2024п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	294	295	0%	412	417	-1%
EBITDA	74	75	-1%	103	103	0%
Чистая прибыль	20	23	-12%	38	38	1%
Рентабельность по EBITDA	25%	25%	0%	25%	25%	0%
Рентабельность чистой прибыли	7%	8%	-1%	9%	9%	0%
# прогнозов		6			3	

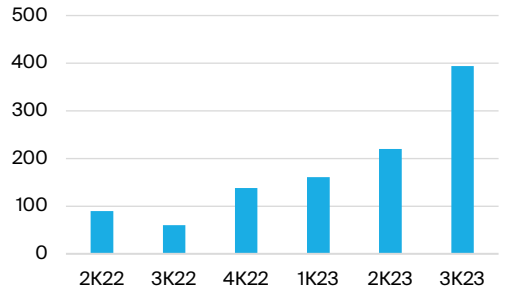
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ЛСР против индекса МосБиржи



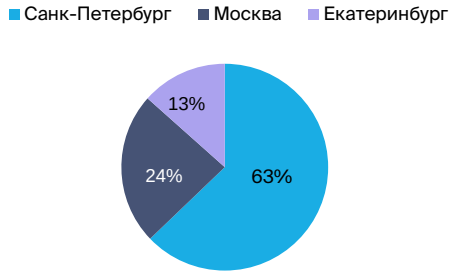
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Сильный 3К23 по продажам, тыс. кв. м



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Санкт-Петербург — ключевой регион продажи за 9М23, тыс. кв. м



Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения

Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

ЛСР

Мы сохраняем негативный взгляд на акции ЛСР и целевую цену RUB 700 за акцию. Мы отмечаем хорошие рыночные позиции компании, но считаем, что фокус на премиальный сегмент более уязвим к текущей макроэкономической ситуации.

Взгляд на компанию

Крупный игрок с фокусом на Санкт-Петербург, строительные материалы. Ключевые регионы присутствия компании, которая также производит стройматериалы — Санкт-Петербург, Москва и Екатеринбург. ЛСР — хоть и сильный, но нишевый игрок, ориентированный на элитное и дорогое жилье. Бизнес ЛСР диверсифицирован продажами строительных материалов, что служит неплохим защитным фактором.

Драйверы роста

- **Финансовые результаты, дивиденды.** ЛСР показывает хороший рост продаж в 2023 г., что должно найти отражение в финансовых результатах по МСФО. Финансовые результаты 2023 г. будут определяющими для решения совета директоров по дивидендам за год. Напомним, компания рекомендовала выплатить RUB 78 на акцию за 2022 г. общая сумма составила RUB 8 млрд или 60% от чистой прибыли за год, тогда как дивидендная политика ЛСР предполагает выплату не менее 20%. Мы считаем дивиденды за 2022 г. сильным сигналом, но без прогнозов менеджмента нет понимания по будущим выплатам.

Ключевые риски

- **Высокие ипотечные процентные ставки.** ЛСР ориентирован на элитное и дорогое жилье — этот сегменте в меньшей степени поддерживается программами субсидирования ипотеки. На перспективах продаж также сказывается отсутствие стратегии на ближайшее время и недостаток прогнозов и коммуникаций со стороны менеджмента.

Основные изменения

Небольшие изменения в прогнозах. Мы обновили наши оценки с учетом недавних релизов операционных результатов и повышения уровня процентных ставок, что может сдерживать спрос в 2024 г. Напомним, в 1П23 убыток от деконсолидации дочернего предприятия (RUB 2.6 млрд) оказал давление на чистую прибыль, которая упала на 73% г/г (-75% п/п) до RUB 1.7 млрд, при этом выручка компании выросла на 14% г/г до RUB 74.8 млрд.

Оценка и взгляд

Подтверждаем негативный взгляд. Для оценки ЛСР мы используем модель DCF. Мы повысили безрисковую ставку на 0.5 п.п. до 12% после повышения процентной ставки, но сохранили стоимость капитала (COE) на уровне 8.5%. Мы сохраняем негативный взгляд и целевую цену по акциям компании на уровне RUB 700. Мы считаем, что поддержку бумаге может оказать более сильный релиз за 2023 г. по МСФО и решение по дивидендам. Вместе с тем продажи за 2024 г. могут показать некоторое охлаждение на фоне повышенного уровня процентных ставок по ипотеке.

ЛСР — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млн	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	158 594	158 594	0%	142 997	166 180	-14%
Скорр. EBITDA	30 964	30 964	0%	27 769	32 380	-14%
Чистая прибыль	7360	7360	0%	13 463	16 868	-20%
Рентабельность по EBITDA	19.5%	19.5%	0.0 п.п.	19.4%	19.5%	-0.1 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	4.6%	4.6%	0.0 п.п.	9.4%	10.2%	-0.8 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

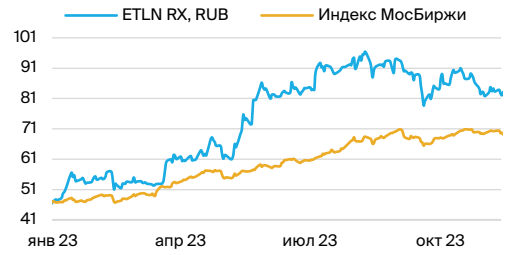
ЛСР — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	159	158	1%	143	160	-11%
EBITDA	31	33	-5%	28	36	-22%
Чистая прибыль	7	8	-12%	13	13	6%
Рентабельность по EBITDA	20%	21%	-1%	19%	22%	-3%
Рентабельность чистой прибыли	5%	5%	-1%	9%	8%	1%
# прогнозов		3		3		

Источник: БКС Мир инвестиций

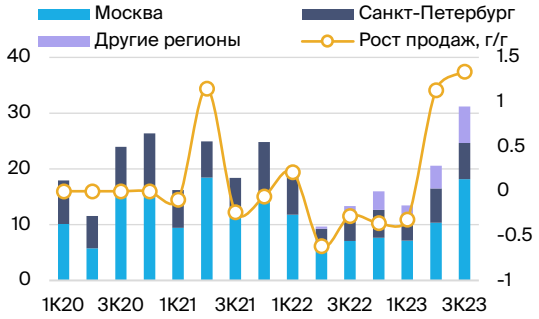
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Эталона против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

3К23 — рекордные продажи в денежном выражении, доля новых регионов 21%, тыс. кв. м



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения

Источники: БКС Мир инвестиций, данные компаний

Эталон

Мы сохраняем позитивный взгляд по акциям Эталона и целевую цену RUB 130 за акцию. Отмечаем сильную динамику продаж застройщика во многом благодаря стратегии усиления фокуса на регионы.

Взгляд на компанию

Стратегия роста и высокой эффективности. Эталон — сильный игрок на рынке недвижимости, одна из крупнейших корпораций в сфере девелопмента и строительства в России. Стратегия Эталона опирается на региональную диверсификацию с фокусом на эффективность: валовая маржа до РРА в сегменте жилой застройки уже достигла 35%.

Драйверы роста

- **Рост продаж с фокусом на регионы.** В 3К23 продажи выросли до 156 тыс. кв. м (+133% г/г, +41 к/к). В денежном выражении продажи составили RUB 31.2 млрд (+134% г/г, +52% к/к). Рост продаж зафиксирован во всех регионах, при этом доля новых регионов в продажах выросла до 21% в 3К23 с 13% в 3К22. Региональная экспансия — часть Стратегии-2024 Эталона. Застройщик объявил о региональной экспансии (за пределами рынков Санкт-Петербурга и Москвы) в 2020 г. и активно наращивает региональные проекты.

Ключевые риски

- **Сдержанный спрос из-за роста процентных ставок.** Ряд повышений ключевой ставки ЦБ во 2П23 влияет на ипотечные ставки, но преимущественно на вторичном рынке, тогда как «первичка» поддерживается субсидиями. Риски замедления экономического роста также могут оказать давление на спрос и продажи.

Основные изменения

Прогнозы немного скорректированы, хорошие перспективы. Мы немного скорректировали наши прогнозы с учетом недавних операционных релизов компании и ожиданий на 2024 г. и ряда повышений ключевой ставки ЦБ во 2П23. В 1П23 компания отразила чистый убыток в размере RUB 2.1 млрд, который в основном связан с ростом процентных расходов и снижением покрытия кредитов по проектному финансированию, и мы считаем это временным эффектом. Мы по-прежнему ожидаем сильного 2024 г.

Оценка и взгляд

Привлекательная оценка, уверенная реализация стратегии. Мы используем для оценки Эталона модель дисконтирования денежных потоков (DCF): целевая цена RUB 130 за акцию остается, позитивный взгляд подтвержден с учетом небольших корректировок в наших прогнозах. Мы считаем бумаги Эталона привлекательными, учитывая рост портфеля проектов, оценки и сильную финансовую позицию.

Эталон — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млн	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	93 517	80 076	17%	108 456	89 650	21%
Скорр. EBITDA	17 195	16 433	5%	19 730	19 238	3%
Чистая прибыль	4840	4715	3%	8872	8997	-1%
Рентабельность по EBITDA	18.4%	20.5%	-2.1 п.п.	18.2%	20.8%	-2.7 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	5.2%	5.9%	-0.7 п.п.	8.2%	9.6%	-1.5 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Эталон — прогнозы БКС против консенсуса

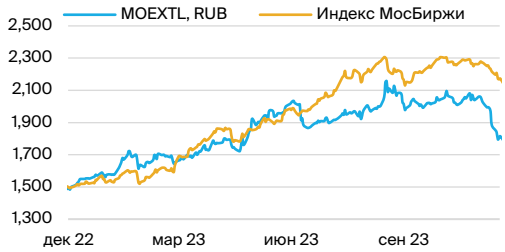
	2023п			2024п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	94	79	-6%	108	95	-6%
EBITDA	17	15	3%	20	17	2%
Чистая прибыль	5	2	44%	9	4	48%
Рентабельность по EBITDA	21%	19%	2%	21%	20%	2%
Рентабельность чистой прибыли	6%	4%	2%	10%	6%	4%
# прогнозов		4			3	

Источник: БКС Мир инвестиций

ТМТ

Взгляд на сектор	Позитивный
Средний потенциал роста	47%
Фавориты	HeadHunter

Динамика акций индекса телекоммуникаций МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Потенциал в отдельных бумагах

Результаты за 3К23 — неплохой ориентир для ожиданий на 4К23. Яндекс и HeadHunter в очередной раз представили высокие финансовые результаты — ждем сильных цифр и в 4К23. У VK, как и предполагалось, существенно увеличилась выручка, но рентабельность в 1П23 снизилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Вероятно, этот тренд сохранится и во 2П23. Подобная картина характерна и для Ozon: во 2К-3К23 компания сделала выбор в пользу роста в ущерб рентабельности и, скорее всего, будет придерживаться этого подхода в 4К23. В телекоммуникационном секторе у МТС замедлился рост EBITDA, как и прогнозировалось. Динамика показателей Ростелекома осталась хорошей.

Редомициляция HeadHunter вслед за VK — позитивно для HeadHunter. В рамках перехода в российскую юрисдикцию HeadHunter объявила об обмене расписок. Мы отмечали HeadHunter как наиболее вероятного кандидата на редомициляцию. Новости позитивны долгосрочно: вероятен возврат к дивидендным выплатам, но бумаги могут быть временно под давлением (до и после редомициляции). Напомним, Ozon и Яндекс также зарегистрированы за рубежом. Яндекс рассматривает другую схему реструктуризации — динамика бумаги будет зависеть от финальной структуры. Для Ozon же, как и в случае с VK, влияние редомициляции на среднесрочном горизонте, на наш взгляд, будет ограниченным, учитывая, что компания не платит дивиденды.

Потенциал роста для HeadHunter на 12 месяцев. Мы видим фундаментальный потенциал роста для котировок HeadHunter после коррекции, и выкупали бы бумаги в случае просадки в ближайшие месяцы. Мы по-прежнему видим фундаментальный потенциал роста для Яндекса, но его реализация во многом будет зависеть от схемы разделения бизнеса. Кроме того, мы изменили взгляд по VK на нейтральный после снижения котировок.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

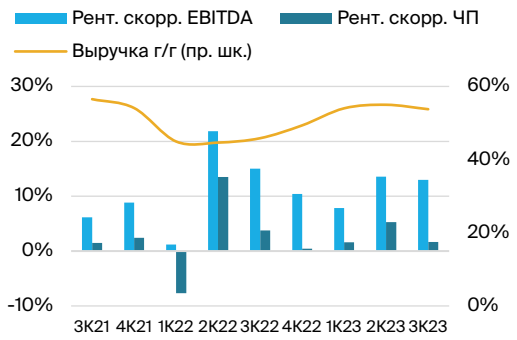
	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель 24	2023п	2024п	Цель 24
Яндекс	Позитивный	Позитивный	4400	4400	0%	95%	73%	9.5	6.3	11.9	35.3	17.6	34.4
VK	Нейтральный	Негативный	700	720	-3%	27%	6%	7.6	5.7	7.0	отр.	отр.	отр.
Ozon	Нейтральный	Нейтральный	3400	3200	6%	31%	9%	79.3	20.8	26.4	отр.	отр.	отр.
HeadHunter	Позитивный	Нейтральный	4000	3900	3%	36%	14%	8.6	7.3	9.8	11.6	9.5	12.7
МТС	Нейтральный	Нейтральный	330	340	-3%	31%	9%	4.2	4.0	4.6	8.5	8.2	10.7
Ростелеком-ао	Нейтральный	Нейтральный	90	90	0%	30%	6%	2.8	2.6	2.9	5.3	4.3	6.9
Ростелеком-ап	Позитивный	Позитивный	90	90	0%	43%	19%	2.8	2.6	2.9	5.3	4.3	6.9
АФК «Система»	Позитивный	Позитивный	21	27	-22%	35%	12%	-	-	-	-	-	-
Позитив	Нейтральный	Негативный	2300	2300	0%	18%	-4%	11.4	8.4	9.2	12.2	8.9	9.7
Группа Астра	Негативный	Негативный	420	420	0%	-9%	-31%	23.5	14.0	12.0	22.1	13.9	11.8

*Избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на 13 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Яндекса против индекса МосБиржи

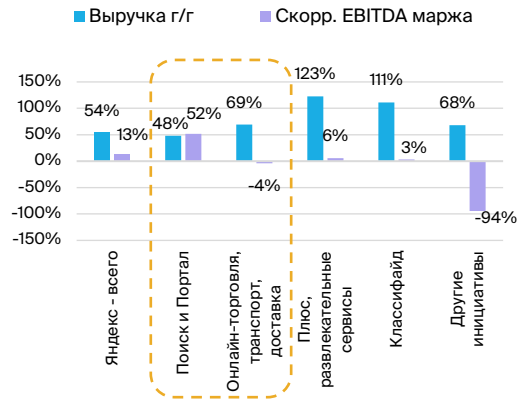
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика выручки и рентабельности Яндекса



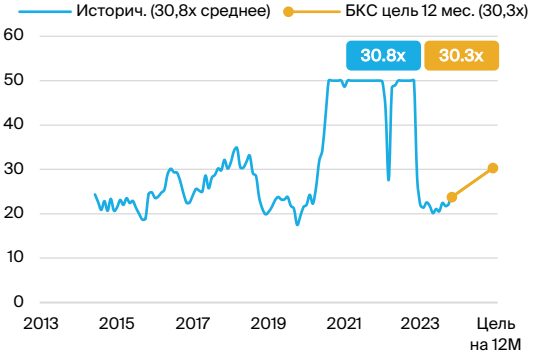
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Рост выручки и рентабельность по EBITDA по сегментам, 3К23



Прим.: два выделенных сегмента генерируют >90% выручки Яндекса
Источник: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

Яндекс

Мы подтверждаем позитивный взгляд на бумаги Яндекса, ведущей интернет-компании России. Исходя из привлекательных финансовых прогнозов, целевую цену оставляем на прежнем уровне — RUB 4400 за акцию. Наш взгляд не учитывает влияние потенциальной реорганизации бизнеса (еще не объявлена) — основного фактора неопределенности для инвестиционной привлекательности бумаг компании.

Взгляд на компанию

Сильные финансовые перспективы ограничены неопределенностью обсуждаемых корпоративных изменений. Яндекс показал значительный рост выручки (+54% г/г) и скорректированной EBITDA (+36%) по итогам 9М23. Факторами поддержки стали расширение доли компании на российском рынке рекламы (из-за изменений в конкурентной среде) и улучшение рекламных инструментов Яндекса. Ожидаем солидного роста выручки и в 4К23. Вырученные средства компания может направить на перспективные проекты, в том числе в сфере электронной коммерции. Вместе с тем, если компания объявит о пересмотре структуры управления и владения, это может существенно повлиять на ее инвестиционный кейс. Яндекс не платит дивиденды.

Драйверы роста

- **Рост доли на рынке рекламы в России за счет иностранных игроков.** За 9М23 выручка сегмента «Поиск и портал» Яндекса подскочила на 51% после повышения на 38% в 2022 г. Компания увеличила долю на рынке рекламы в России после ухода иностранных сервисов и усовершенствовала свои рекламные инструменты. Ожидаем, что рост сохранится, но может замедлиться в 4К23: со временем снижение конкуренции не будет столь сильно влиять на показатели г/г. Дальнейшая динамика будет зависеть от того, будут ли введены дополнительные запреты на зарубежные сервисы.
- **Долгосрочный потенциал в отдельных нишах, беспилотные автомобили.** Мы видим возможности для роста в сфере услуг B2B, включая облачные сервисы. Вероятно, компания продолжит еще некоторое время инвестировать в развитие беспилотных автомобилей. Яндекс запустил тестирование коммерческого сервиса роботакси в Москве этим летом — важная веха в развитии технологии.

Ключевые риски

- **Потенциальные изменения в корпоративной и управленческой структуре — неопределенность.** Компания уже получила одно из необходимых разрешений уполномоченных органов и намерена представить схему реструктуризации бизнеса до конца года. Мы рассматривали потенциальную схему реструктуризации в отчете в мае.
- **Макроэкономическая и регуляторная неопределенность.**

Основные изменения

Немного повышаем прогнозы. Мы скорректировали наши прогнозы с учетом сильного 3К23. Наша целевая цена остается без изменений из-за увеличения используемой нами безрисковой ставки. Наши оценки на 2023-25 гг. в целом выше консенсуса СПбМТСБ по выручке и скорректированной EBITDA, но ниже по скорректированной чистой прибыли. Для оценки Яндекса мы используем комбинацию методов суммы частей, дисконтированных денежных потоков и целевых мультипликаторов. Наш итоговый целевой показатель P/E на 12 месяцев на уровне 30.3 — близко к историческому среднему значению.

Оценка и взгляд

Подтверждаем позитивный взгляд, отмечаем неопределенность. Мы не меняем целевую цену RUB 4400 за акцию, которая рассчитана по методу дисконтированных денежных потоков (избыточная доходность 73%). Прогнозируем сохранение высокой выручки в 2023 г. и инвестирование части доходов в перспективные направления. Бумаги торгуются с мультипликатором P/E 2024 18x, но всего 2x P/E без учета электронной коммерции и мобильности. Мы подтверждаем позитивный взгляд, но отмечаем значительную неопределенность в связи с будущими изменениями в структуре управления и собственности.

Яндекс — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	800.9	775.9	3%	994.7	944.5	5%	1 164.8	1 107.8	5%
Скорр. EBITDA	91.8	86.4	6%	138.6	139.2	0%	190.8	188.8	1%
Скорр. чистая прибыль	23.1	25.5	-10%	46.2	54.9	-16%	90.2	96.4	-6%
Скорр. рентабельность по EBITDA	11.5%	11.1%	0.3 п.п.	13.9%	14.7%	-0.8 п.п.	16.4%	17.0%	-0.7 п.п.
Скорр. рент-ть чистой прибыли	2.9%	3.3%	-0.4 п.п.	4.6%	5.8%	-1.2 п.п.	7.7%	8.7%	-1.0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Яндекс — прогнозы БКС против консенсуса

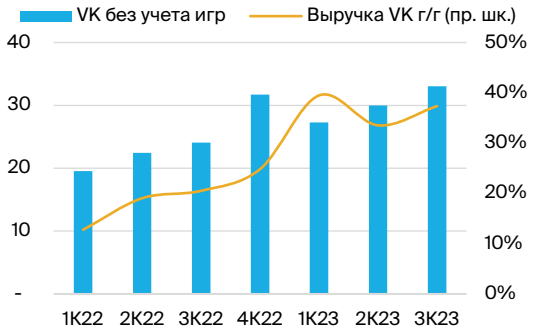
RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	801	726	10%	995	920	8%	1 165	1 181	-1%
Скорр. EBITDA	92	91	1%	139	129	8%	191	188	1%
Скорр. чистая прибыль	23	32	-27%	46	52	-11%	90	101	-11%
Скорр. рентабельность по EBITDA	11.5%	12.6%	-1.1 п.п.	13.9%	14.0%	-0.1 п.п.	16.4%	15.9%	0.4 п.п.
Скорр. рент-ть чистой прибыли	2.9%	4.3%	-1.5 п.п.	4.6%	5.7%	-1.0 п.п.	7.7%	8.6%	-0.8 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		4			4			3	

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок VK против индекса МосБиржи

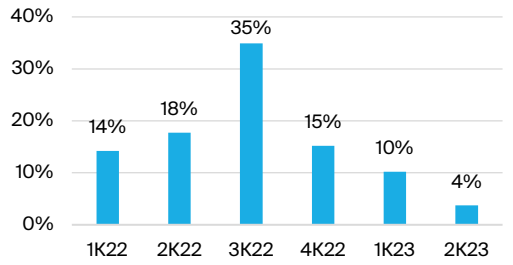
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика выручки VK, RUB млрд



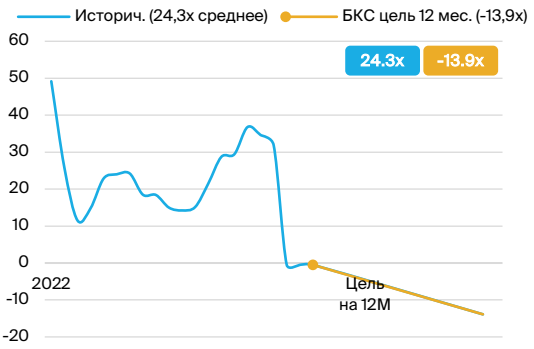
Примечание без учета игр
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

VK — рентабельность по скорр. EBITDA снизилась в 1П23



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

VK

Мы улучшаем взгляд на акции VK, лидера в сегменте соцсетей в России до нейтрального при целевой цене RUB 700 за акцию (избыточная доходность 6%) после снижения котировок. Тренд на цифровизацию экономики должен и далее оказывать поддержку компании, но давление на рентабельность может сохраниться и во 2П23. В свете этого мы считаем текущую оценку VK (7.6x EV/EBITDA 2023, отрицательный P/E 2023) справедливой.

Взгляд на компанию

Позитивные перспективы для выручки, давление на маржу. VK остается в числе компаний, которые выигрывают от тренда на цифровизацию и снижения конкуренции на рынке рекламы в России с 2022 г. Мы ожидаем, что эти факторы продолжат поддерживать выручку, но отмечаем вероятное замедление роста в 4К23, поскольку со временем ослабление конкуренции будет не так сильно влиять на показатели в годовом сопоставлении. Пока неясен масштаб будущих инвестиций — рентабельность упала в 1П23 и может продолжать падать во 2П23. Напомним, что VK не выплачивает дивиденды.

Драйверы роста

- **Рост доли на рынке рекламы РФ за счет зарубежных игроков.** В 2022 г. выручка VK от рекламы повысилась на 29% г/г, за 9М23 — на 47% (в том числе за счет консолидации сервиса «Дзен» и эффекта низкой базы). После ухода крупных иностранных игроков VK удалось нарастить свою долю на рынке рекламы в России. Ожидаем, что этот фактор будет определять рост выручки от рекламы и в 4К23, но его влияние снизится на фоне нормализации базы сравнения. Дальнейшие перспективы во многом зависят от того, будут ли введены дополнительные запреты на зарубежные сервисы.
- **Новые возможности в определенных нишах.** Конкуренция со стороны иностранных сервисов во многих нишах в 2022 г. снизилась — позитивный фактор для крупных интернет-компаний, таких как VK. Неплохой потенциал у российского магазина приложений RuStore, появились дополнительные возможности для увеличения доли в сегменте B2B-сервисов (в том числе облачных) и перспективы выгодных приобретений.

Ключевые риски

- **Маржа в 1П23 упала — масштаб будущих инвестиций неизвестен.** В 1П23 EBITDA VK снизилась на 42% г/г, а рентабельность сократилась вдвое — до 7%. Рентабельность VK во 2П23 будет зависеть от инвестиционной политики, которую компания не раскрывает. Слабая рентабельность в 1П23 указывает на ощутимые риски для показателя во 2П23.
- **Другие области риска — макроэкономика, регулирование.** Макроэкономическая и регуляторная среда остаются в числе потенциальных источников риска, в частности для основного источника выручки компании (рекламы).

Основные изменения

Умеренное понижение прогнозов EBITDA. Мы немного повысили прогноз выручки на 2023-25 гг. после раскрытия операционных результатов за 3К23, при этом немного понизили прогнозы EBITDA, исходя из более активных инвестиций во 2П23. Наши прогнозы по-прежнему предполагают улучшение трендов рентабельности во 2П23 по сравнению с 1П23. Наш прогноз на 2023 г. выше консенсуса по выручке, но ниже по рентабельности. Наши долгосрочные прогнозы выручки и EBITDA ниже консенсуса. Наш целевой показатель P/E для VK на 12 месяцев отрицателен (исторически был положительным) из-за роста инвестиций в сервисы компании в 1П23. Мы отмечаем низкую прогнозируемость будущей рентабельности VK.

Оценка и взгляд

Повышаем взгляд до нейтрального после коррекции. Мы улучшаем взгляд на акции VK до нейтрального при целевой цене RUB 700 за акцию (избыточная доходность 6%) после снижения котировок на 14% за три месяца. Тренд на цифровизацию экономики должен и далее оказывать поддержку компании, но давление на рентабельность может сохраниться и во 2П23. В свете этого мы считаем текущую оценку VK (7.6x EV/EBITDA 2023, отрицательный P/E 2023) справедливой.

VK — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	129.5	128.2	1%	148.9	147.2	1%	169.6	167.6	1%
Скорр. EBITDA	20.1	20.8	-3%	26.5	27.4	-3%	35.7	37.3	-4%
Скорр. чистая прибыль	(13.6)	(12.9)	-	(10.4)	(9.4)	-	(1.5)	0.2	-
Рентабельность по EBITDA	15.5%	16.2%	-0.7 п.п.	17.8%	18.6%	-0.8 п.п.	21.0%	22.2%	-1.2 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	-10.5%	-10.1%	-0.5 п.п.	-7.0%	-6.4%	-0.6 п.п.	-0.9%	0.1%	-1.0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

VK — прогнозы БКС против консенсуса

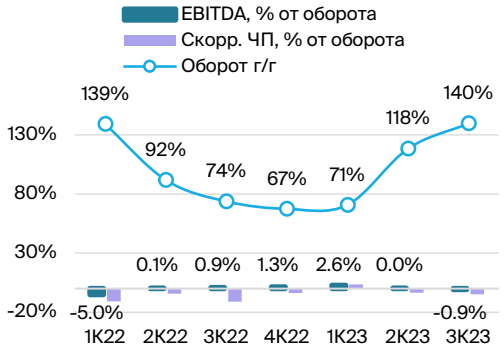
RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	129.5	125.0	4%	148.9	148.3	0%	169.6	178.0	-5%
Скорр. EBITDA	20.1	21.2	-6%	26.5	27.1	-2%	35.7	37.9	-6%
Скорр. чистая прибыль	(13.6)	(9.1)	51%	(10.4)	(1.3)	704%	(1.5)	4.9	-131%
Рентабельность по EBITDA	15.5%	17.0%	-2 п.п.	17.8%	18.3%	п.п.	21.0%	21.3%	-0.3 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	-10.5%	-7.2%	-3 п.п.	-7.0%	-0.9%	-6 п.п.	-0.9%	2.8%	-4 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		3			4			3	

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Ozon против индекса МосБиржи

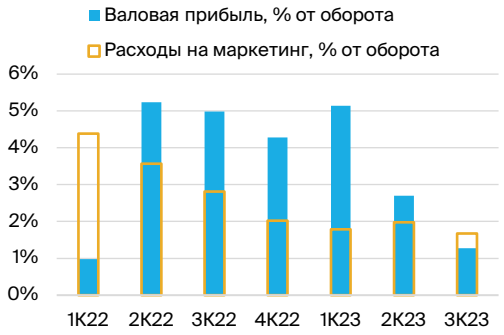
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика оборота и рентабельности Ozon



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Валовая прибыль и расходы на маркетинг Ozon



Примечание: Валовая прибыль за вычетом расходов на логистику
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Ozon

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги Ozon, одного из крупнейших игроков в электронной коммерции в России, после повышения целевой цены на 6% до RUB 3 400 за акцию (избыточная доходность 9%). Компания показала смешанные результаты по МСФО во 2К-3К23: теперь в фокусе инвестиции в рост. Это должно упрочить долгосрочные перспективы бизнеса, но может сулить риски для рентабельности в ближайшем будущем. Ключевыми факторами риска остаются конкуренция и макроэкономическая неопределенность.

Взгляд на компанию

История роста и улучшения рентабельности долгосрочно, но давление на маржу среднесрочно. Ozon — по-прежнему хорошая возможность сделать ставку на рост рынка электронной коммерции в России. У компании уверенные рыночные позиции (второй по величине игрок), темпы роста товарооборота (GMV) выше рынка и перспективы улучшения показателей по другим источникам выручки (реклама, финтех). Основные факторы неопределенности — сроки и объемы расходов в рост. Ozon ускорил инвестиции в 2К-3К23 — товарооборот вырос, но давление на EBITDA усилилось. Такой подход может принести пользу бизнесу на долгосрочной дистанции, но краткосрочно будет сдерживать рентабельность. Напомним, Ozon не платит дивиденды.

Драйверы роста

- **Дальнейший рост проникновения маркетплейсов, консолидация.** Ожидаем, что доля электронной коммерции в объеме розничной торговли в России продолжит расти. Крупные игроки, в том числе Ozon, выиграют за счет эффекта масштаба. Мы прогнозируем рост оборота Ozon на 110% в 2023 г. — с 86% в 2022 г.
- **Динамика рентабельности, по нашему прогнозу, улучшится в 2024 г.** Ozon вышел в плюс и стабильно улучшал рентабельность по EBITDA во 2К22–1К23, но в 3К23 EBITDA ушла в минус из-за ускорения инвестиций в рост. Прогнозируемость рентабельности в предстоящие кварталы низкая, но, по нашему базовому сценарию, Ozon продемонстрирует улучшение рентабельности по EBITDA в 2024 г. до 1.2% — против 0.5% в 2023 г.

Ключевые риски

- **Конкуренция может подстегнуть рост инвестиций.** Это остается основным риском для наших прогнозов на 2023 г. и далее.
- **Другие области риска — зарубежная «прописка», макроэкономика, регулирование.** Ozon зарегистрирован на Кипре, и смена юрисдикции может теоретически нести и положительные, и отрицательные риски для акционеров (зависит от технической реализации, сроки не определены). Макроэкономическая и регуляторная среда также остаются в числе потенциальных источников риска.

Основные изменения

Повышение прогнозов по GMV, снижение по EBITDA в 2023 г. Компания показала смешанные результаты по МСФО за 3К23: рост товарооборота еще сильнее ускорился, но на фоне дальнейшего увеличения инвестиций. В результате мы повысили наш прогноз товарооборота (GMV) на 2023-25 гг. на 19-30%, понизили прогноз EBITDA на 2023-24 гг. на 23-34%, а на 2025 г. — повысили на 4%. Прогнозы очень чувствительны к стратегии компании и ситуации с конкуренцией. Наши прогнозы выше консенсуса по выручке и ниже по EBITDA.

Оценка и взгляд

Подтверждаем нейтральный взгляд после смешанных результатов за 3К23. Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги Ozon после повышения целевой цены на 6% до RUB 3400 за акцию (избыточная доходность 9%). Компания показала смешанные результаты по МСФО в 2К-3К23: в фокусе теперь инвестиции в рост. Это должно упрочить долгосрочные перспективы бизнеса, но может сулить риски для рентабельности в ближайшее время. Конкуренция и макроэкономическая неопределенность остаются ключевыми факторами риска. По нашим оценкам, Ozon торгуется с мультипликатором EV/GMV 2023 0.4x при среднегодовом темпе роста GMV в 2024-25 гг. на уровне 37%. Мы считаем оценку справедливой, учитывая ограниченную прогнозируемость рентабельности компании.

Ozon — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Оборот (GMV)	1750	1465	19%	2617	2020	30%	3280	2569	28%
Выручка	445.4	440.1	1%	636.2	578.0	10%	776.7	703.1	10%
EBITDA	7.9	21.8	-64%	30.3	39.3	-23%	59.7	57.3	4%
Чистая прибыль	(36.9)	(16.6)	122%	(41.6)	(24.9)	67%	(23.7)	(18.1)	31%
EBITDA % GMV	0.5%	1.5%	-1.0 п.п.	1.2%	1.9%	-0.8 п.п.	1.8%	2.2%	-0.4 п.п.
Чистая прибыль % GMV	-2.1%	-1.1%	-1.0 п.п.	-1.6%	-1.2%	-0.4 п.п.	-0.7%	-0.7%	0.0 п.п.

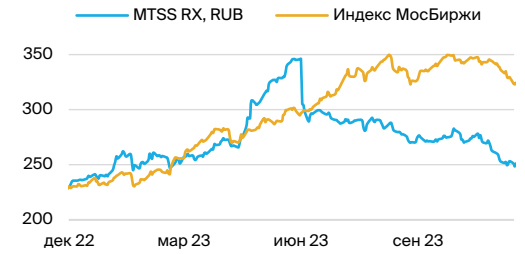
Источник: БКС Мир инвестиций

Ozon — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	445.4	432.2	3%	636.2	593.2	7%	776.7	757.6	3%
EBITDA	7.9	13.2	-40%	30.3	35.2	-14%	59.7	77.2	-23%
Чистая прибыль	(36.9)	(26.4)	40%	(41.6)	(25.9)	60%	(23.7)	9.4	-
Рентабельность по EBITDA	1.8%	3.0%	-1 п.п.	4.8%	5.9%	-1 п.п.	7.7%	10.2%	-3 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	-8.3%	-6.1%	-2 п.п.	-6.5%	-4.4%	-2 п.п.	-3.1%	1.2%	-4 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		4			4			3	

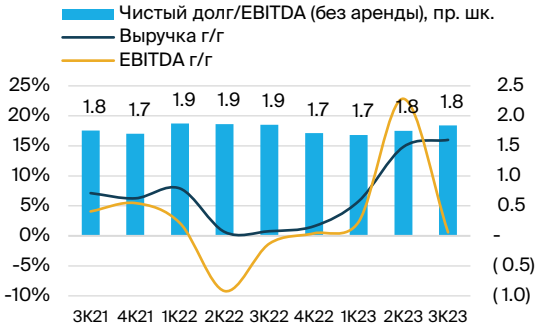
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок МТС против индекса МосБиржи



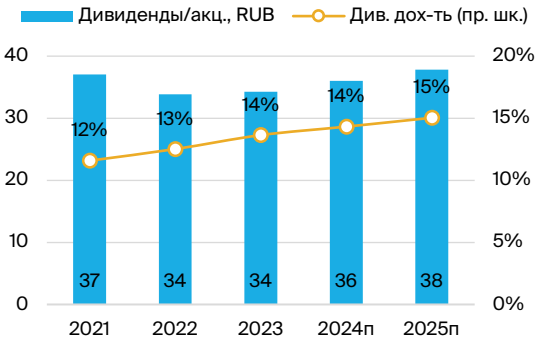
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

МТС — динамика выручки, EBITDA, долговой нагрузки



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз дивидендов МТС — выплата в течение периода



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: БКС Мир инвестиций

МТС

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги ведущего российского телеком-оператора МТС (избыточная доходность 9%) при снижении целевой цены на 3% (до RUB 330 за акцию). В российском секторе технологий, медиа и телекоммуникаций МТС по-прежнему предлагает самую высокую дивидендную доходность (14% на горизонте 12 месяцев). Однако при текущей ставке ЦБ эта доходность не выглядит особенно привлекательно. Следующие существенные дивиденды ожидаем только летом 2024 г.

Взгляд на компанию

Относительная устойчивость к слабой макроконъюнктуре, стабильная дивидендная история. Телекоммуникации — один из самых устойчивых секторов в условиях экономической неопределенности. Мы ждем, что компания продолжит показывать неплохие финансовые результаты и останется солидной дивидендной историей в следующие 12 месяцев. В краткосрочной перспективе ожидаем, что рост ставок будет негативно влиять на прибыль компании из-за роста процентных расходов. Основные риски для истории на горизонте 12 месяцев мы видим в динамике банковского бизнеса и строгом контроле регулятора за повышением тарифов на связь.

Драйверы роста

- **Относительная устойчивость к экономической неопределенности.** Мы ждем, что экономические проблемы не окажут сильного влияния на телеком и МТС продолжит показывать неплохие финансовые результаты. Наш прогноз роста выручки и EBITDA на 2023 г. — 12% и 8% соответственно.
- **Стабильная дивидендная история, возможно обновление дивполитики.** МТС объявила достойные дивиденды на акцию за 2022 г. — без изменений г/г. По нашим прогнозам, высокие выплаты могут быть и за 2023 г. (доходность 14%). МТС планировала обновить дивидендную политику ввиду окончания действия предыдущей, но конкретных сроков пока не объявляла.

Ключевые риски

- **Сложности с закупкой оборудования для сети.** МТС заранее закупила сетевое оборудование, но все еще испытывает сложности с поиском надежных поставщиков. Если проблема сохранится, это может негативно сказаться на работе сети и перспективах развития центров обработки данных (ЦОД) и облачных сервисов компании.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность** может повлиять на динамику выручки в сегменте как частных, так и корпоративных клиентов, а также в банковском бизнесе.

Основные изменения

Корректировка прогнозов с учетом результатов по МСФО за 9М23. Компания представила результаты за 9М23: темпы роста выручки оказались высокими, но EBITDA была волатильной. Мы ожидаем увеличения процентных расходов на фоне вероятного временного повышения процентных ставок, поэтому снизили прогноз чистой прибыли в 2024-25 гг. на 2-13%. Прогнозы дивидендов оставили без изменений.

Мы немного скорректировали прогнозы выручки и EBITDA компании на 2023-24 гг. Наши обновленные прогнозы на 2023-24 гг. выше консенсуса по выручке и близки к консенсусу по EBITDA. Наш целевой показатель P/E 10.8x выше исторических 8.4x. Мы считаем, это оправдано и отражает предпочтения российских инвесторов (повышенное внимание к дивидендным историям).

Оценка и взгляд

Подтверждаем нейтральный взгляд на МТС. Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги МТС (избыточная доходность 9%) при снижении целевой цены на 3% (до RUB 330 за акцию) в связи с увеличением безрисковой ставки в нашей модели. В российском секторе технологий, медиа и телекоммуникаций МТС по-прежнему предлагает самую высокую дивидендную доходность (14% на горизонте 12 месяцев), хотя и не очень привлекательную при текущей ставке ЦБ РФ. Следующие существенные дивиденды ожидаем только летом 2024 г. Бумага сейчас торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 4.0x 2024, что мы считаем справедливой оценкой.

МТС — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	608.2	599.1	2%	647.7	638.9	1%	681.2	672.2	1%
EBITDA	241.9	241.0	0%	251.9	251.4	0%	259.4	260.7	0%
Чистая прибыль	50.3	57.7	-13%	51.8	56.4	-8%	58.7	59.7	-2%
Рентабельность по EBITDA	39.8%	40.2%	-0.5 п.п.	38.9%	39.4%	-0.5 п.п.	38.1%	38.8%	-0.7 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	8.3%	9.6%	-1.4 п.п.	8.0%	8.8%	-0.8 п.п.	8.6%	8.9%	-0.3 п.п.

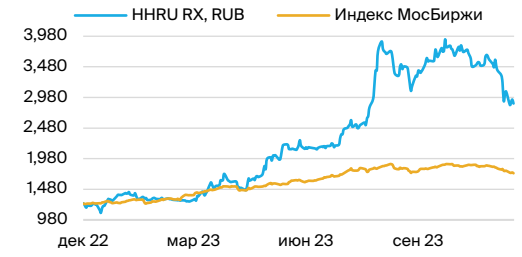
Источник: БКС Мир инвестиций

МТС — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	608.2	579.7	5%	647.7	618.0	5%	681.2	645.5	6%
EBITDA	241.9	236.8	2%	251.9	248.5	1%	259.4	-	-
Чистая прибыль	50.3	55.4	-9%	51.8	57.2	-9%	58.7	-	-
Рентабельность по EBITDA	39.8%	40.8%	-1.1 п.п.	38.9%	40.2%	-1.3 п.п.	38.1%	-	-
Рент-ть чистой прибыли	8.3%	9.5%	-1.3 п.п.	8.0%	9.3%	-1.3 п.п.	8.6%	-	-
Мин. число оценок в консенсусе		4			4			3	

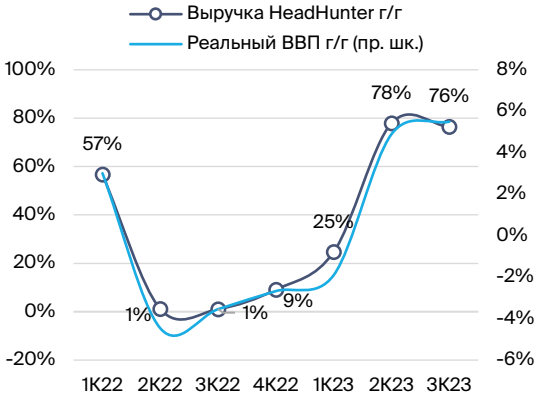
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок HeadHunter против индекса МосБиржи



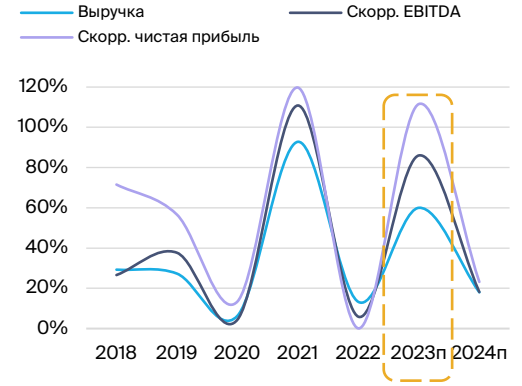
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Рост выручки HeadHunter ускорился в 2К-3К23 с улучшением динамики реального ВВП



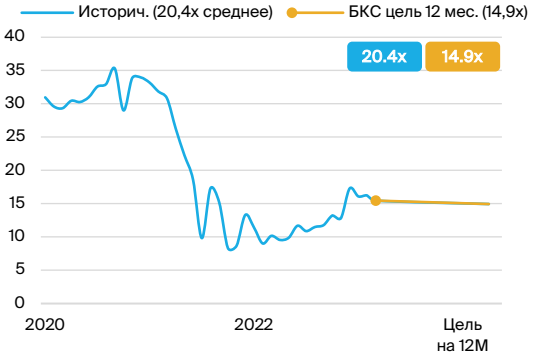
Источники: данные компании, Росстат, БКС Мир инвестиций

Ждем сильного отскока EBITDA и чистой прибыли в 2023 г.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

HeadHunter

Мы повышаем наш взгляд на бумаги HeadHunter, лидера онлайн-рекрутмента в России, с нейтрального на позитивный при повышении целевой цены на 3% до RUB 4000 за депозитарную расписку (избыточная доходность 14%). Бумаги скорректировались за три месяца, и теперь оценка выглядит привлекательно, на наш взгляд. Котировки вероятно окажутся под давлением в процессе редомициляции, но сильные фундаментальные перспективы и ожидания дивидендов могут их поддержать.

Взгляд на компанию

Сильные ожидания на 4К23; смена «прописки» в процессе. Компания остается одним из ключевых бенефициаров роста конкуренции за персонал в России, что позитивно отразилось на финансовых результатах за 9М23. Мы ждем продолжения быстрого роста в 4К23. Компания находится в процессе редомициляции в РФ, что может временно негативно сказаться на котировках, но снимет препоны для дивидендов, которые компания ранее платила.

Драйверы роста

- **Рост реального ВВП и конкуренция за рабочую силу.** Выручка компании коррелирует с российским ВВП, что должно оказать поддержку финрезультатам компании в 2023 г., и вероятно, в 2024 г., на наш взгляд. По данным ряда источников, конкуренция за рабочую силу в России усилилась во 2П22-2023 — позитивный тренд для HeadHunter.
- **Редомициляция в Россию в силе — шансы на возврат дивидендов.** Компания в ноябре опубликовала результаты первого этапа редомициляции — обмена и выкупа АДР у держателей в зарубежной инфраструктуре. Обмен состоится, выкуп нет (недостаточно спроса), но план редомициляции в силе. Редомициляция позитивна для инвесткейса и должна снять препятствия для возобновления выплат. Дивидендная доходность при выплате 75-100% чистой прибыли за 2023 г. может составить 6-9%, по нашей оценке. Денежные средства на балансе компании на 3К23 были эквивалентны 13% ее рыночной капитализации. Кроме того, вероятен рост ликвидности бумаг после редомициляции, учитывая приток бумаг держателей в зарубежной инфраструктуре.

Ключевые риски

- **Макроэкономика, регулирование, конкуренция.** Основные риски связаны с макроконъюнктурой, регуляторной средой и конкуренцией.
- **Редомициляция — временное давление на котировки.** Допускаем давление после роста цены расписок в 2.4 раза в этом году и в ожидании слабости котировок после редомициляции, поскольку держатели в зарубежных юрисдикциях могут быть заинтересованы в продаже по более низким ценам, чем текущие держатели в российской юрисдикции, на наш взгляд. Детали в нашем отчете.

Основные изменения

Повышаем прогнозы после сильного 3К23, но и учитываем рост ставок. Мы повышаем прогнозы по HeadHunter после сильных результатов за 3К23 — на 5-6% в 2025 г. по основным показателям. Однако на уровне целевой цены это частично компенсировалось ростом ставок. С момента выхода нашего последнего отчета консенсус СПбМТСБ повысился, но наши прогнозы все еще на 12-16% выше консенсуса по 2023 г. и в целом близки к консенсусу по долгосрочному прогнозу. Наш целевой P/E 14.9x ниже исторического 20.4x.

Оценка и взгляд

Повышаем взгляд до позитивного. Мы меняем наш взгляд на бумаги HeadHunter с нейтрального на позитивный при повышении целевой цены на 3% до RUB 4000 за депозитарную расписку (избыточная доходность 14%). Бумаги скорректировались на 16% за три месяца, и теперь оценка выглядит привлекательно, на наш взгляд: P/E 2024 10x. Котировки вероятно окажутся под давлением в процессе редомициляции, но сильные фундаментальные перспективы и ожидания дивидендов могут их поддержать.

HeadHunter — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	28.9	27.5	5%	34.1	32.4	5%	39.8	37.7	5%
Скорр. EBITDA	17.0	15.7	9%	20.1	19.0	6%	23.7	22.4	6%
Скорр. чистая прибыль	12.7	11.4	12%	15.7	14.7	6%	18.5	17.5	6%
Скорр. рентабельность по EBITDA	58.9%	57.1%	1.8 п.п.	59.0%	58.7%	0.3 п.п.	59.6%	59.3%	0.3 п.п.
Скорр. рент-ть чистой прибыли	43.9%	41.4%	2.5 п.п.	45.9%	45.5%	0.4 п.п.	46.6%	46.3%	0.3 п.п.

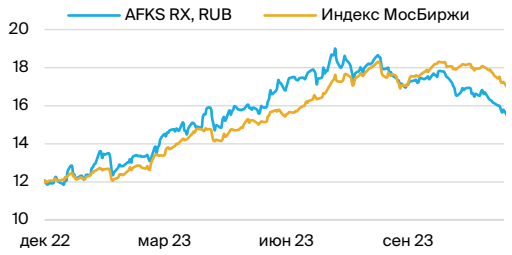
Источник: БКС Мир инвестиций

HeadHunter — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	28.94	24.90	16%	34.15	30.22	13%	39.75	38.65	3%
Скорр. EBITDA	17.04	15.22	12%	20.14	19.48	3%	23.69	23.89	-1%
Скорр. чистая прибыль	12.72	11.04	15%	15.67	14.76	6%	18.52	18.36	1%
Скорр. рентабельность по EBITDA	58.9%	61.1%	-2 п.п.	59.0%	64.5%	-5 п.п.	59.6%	61.8%	-2 п.п.
Скорр. рент-ть чистой прибыли	43.9%	44.3%	0 п.п.	45.9%	48.8%	-3 п.п.	46.6%	47.5%	-1 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		4			3			3	

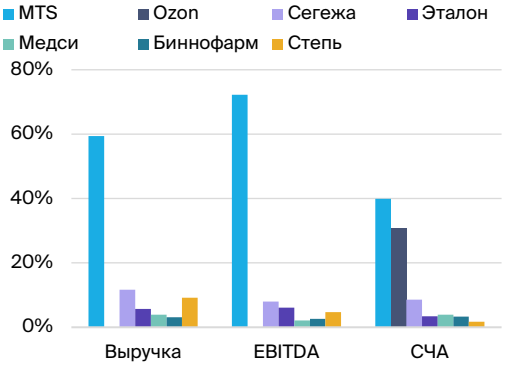
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок АФК «Система» против индекса МосБиржи



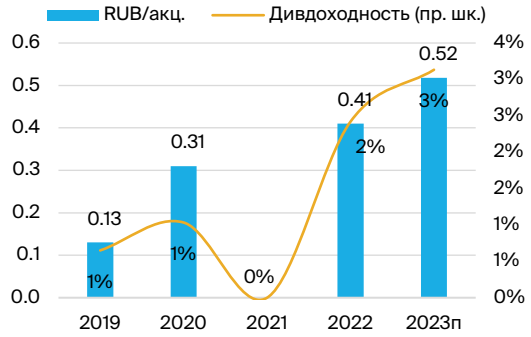
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Консолидированная выручка и EBITDA в 2022 г. и СЧА — по активам



Результаты Ozon не консолидируются в выручке и EBITDA Системы
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз дивидендов Системы



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

АФК «Система»

Мы снижаем целевую цену по бумагам диверсифицированного холдинга АФК «Система» на 22% до RUB 21 за акцию после усиления неопределенности, но подтверждаем позитивный взгляд на 12 месяцев, по нашей методологии. Вместе с тем отмечаем отсутствие катализаторов в краткосрочном плане и увеличение неопределенности для компании.

Взгляд на компанию

Долгосрочный потенциал монетизации активов и снижения долга. У нас нейтральный взгляд на большинство публичных активов Системы при общем предполагаемом потенциале роста их стоимости на 29% на 12 месяцев вперед. Потенциальные драйверы — монетизация и кристаллизация стоимости непубличных «дочек» (в долгосрочной перспективе), сокращение долга (за счет дивидендов от «дочек» либо монетизации долей компании в «дочках») и стабильная история выплат дивидендов. Пока не ясно, как повлияет на ситуацию включение компании в санкционный список США в ноябре.

Драйверы роста

- **Дивиденды, потенциал снижения долга.** АФК возобновила дивиденды в этом году, и мы прогнозируем на 2023 г. дивдоходность 3% — низкий показатель, но возможен рост в дальнейшем. Приток дивидендов от дочерних компаний, вероятно, останется существенным в 2023 г. Полученные средства холдинг может направить на снижение долга — его объем на конец 2022 г. составил RUB 245 млрд, но снизился на 8% до RUB 225 млрд за 9M23 (порядка 1.6x к рыночной капитализации Системы).
- **Кристаллизация стоимости непубличных компаний в будущем.** Основной акционер Владимир Евтушенков заявил в сентябре, что в 2023 г. IPO непубличных компаний не планируется, но такое событие вероятно в 2024 г. (подробностей он не сообщил). Однако не ясно, повлияет ли на эти перспективы введение санкций США против компании.
- **Потенциал роста рыночной стоимости публичных активов.** Мы видим потенциал роста целевой цены основных публичных активов Системы (МТС, Ozon, Segezha, Эталон) на 29% на 12 месяцев.

Ключевые риски

- **Добавление в санкционный список США — влияние пока не ясно.** Судя по раскрываемой информации, у холдинга ограниченное присутствие за рубежом. На наш взгляд, могут быть риски косвенного влияния, которое сейчас сложно оценить.
- **Риски будущей монетизации активов** — из-за неопределенности и потенциально в связи с ограничением круга возможных инвесторов в будущем по сравнению с предыдущими годами.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность** может негативно повлиять на выручку и денежные потоки активов Системы, а также на условия привлечения финансирования для холдинга.

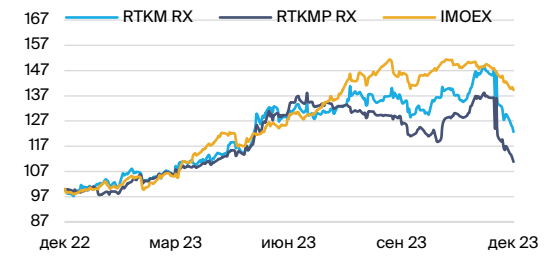
Основные изменения

Снижаем целевую цену на фоне роста ставок и неопределенности. Финансовые результаты — это сумма результатов компаний в ее портфеле, следовательно они не имеют значения для оценки. Мы снизили целевую цену бумаг АФК «Система» на 22% до RUB 21 за акцию из-за снижения оценки публичных активов компании, с учетом роста ставок, и в связи с повышением справедливого дисконта до 55% (с 47.5%) на фоне роста неопределенности после введения санкций. Наша целевая цена в рамках консенсус-диапазона в RUB 16–28.

Оценка и взгляд

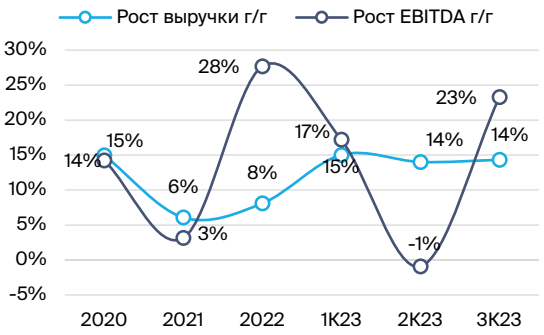
Подтверждаем позитивный взгляд. Наша скорректированная целевая цена (RUB 21 за акцию, -22%) предполагает сохранение позитивного взгляда (избыточная доходность 12%). Бумага торгуется с дисконтом 53% к стоимости чистых активов, и мы теперь считаем этот дисконт справедливым, но видим некоторый потенциал роста за счет возможности роста оценки публичных активов и кристаллизации стоимости непубличных. Отмечаем отсутствие катализаторов в краткосрочном плане и усиление неопределенности для компании.

Динамика котировок Ростелекома против индекса МосБиржи



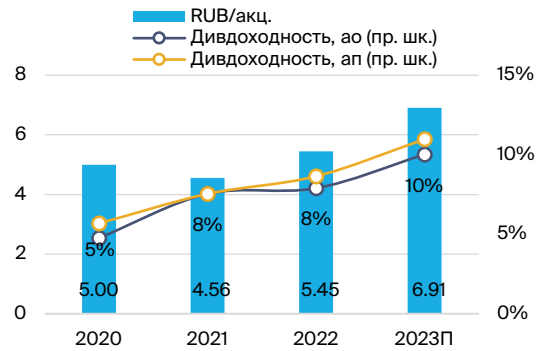
*приведено к 100 (цены в RUB), данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика выручки и EBITDA Ростелекома



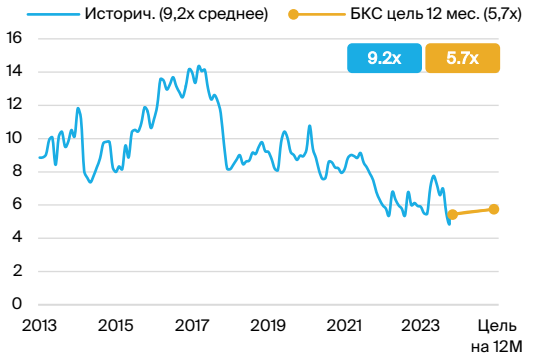
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз дивидендов Ростелекома



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

Ростелеком

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на обыкновенные акции Ростелекома, одного из ведущих телеком-операторов РФ (избыточная доходность 6%) и позитивный на привилегированные акции (избыточная доходность 19%) с целевой ценой по обеим RUB 90/акц. Бизнес показал достойные результаты по итогам 9М23. Однако бумаги торгуются с невысокой дивдоходностью 8% за 2022 г. по обыкновенным акциям — вдвое меньше доходности МТС и ключевой ставки ЦБ.

Взгляд на компанию

Относительная устойчивость к неопределенности в экономике, долгая история дивидендов, но с невысокой доходностью. Телекоммуникации — один из потребительских секторов, наиболее устойчивых к ухудшению макроконъюнктуры. Ростелеком показал достойные результаты за 2022–9М23. Исторически Ростелеком выплачивал дивиденды, но с умеренной доходностью: за 2022 г. 8% по обыкновенным акциям (9% по привилегированным) — вдвое меньше доходности МТС и текущей ставки ЦБ.

Драйверы роста

- **Относительно устойчивый бизнес при неопределенной макроконъюнктуре.** Телекоммуникационный бизнес традиционно устойчив в периоды макроэкономической неопределенности.
- **Возможности для укрепления позиций в корпоративном сегменте.** Это относится, например, к облачным сервисам и кибербезопасности.
- **Дивидендная история, но с умеренной доходностью** (8% за 2022 г. по обычке, 9% по префам) с потенциалом улучшения в зависимости от стратегии. Компания работает над новой стратегией и дивидендной политикой и планирует озвучить ее в 2024 г. Цели текущей стратегии практически достигнуты, операционная среда поменялась, а дивидендная политика скоро истекает (последняя выплата по ней — за 2023 г.)

Ключевые риски

- **Сложности с закупкой оборудования для сети.** Трудности с поиском новых источников телекоммуникационного оборудования сохраняются, и, если это продлится долго, это может негативно сказаться на качестве сети и перспективах развития центров обработки данных (ЦОД) и облачных сервисов.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность** может негативно влиять на динамику выручки во всех сегментах, но особенно, по нашему мнению, в B2G.

Основные изменения

Подтверждаем наши прогнозы. Мы учли в прогнозах хороший 3К23: повысили прогнозы по выручке и EBITDA Ростелекома в 2023-25 гг. на 2-3% и скорректировали прогнозы чистой прибыли с учетом роста процентных ставок. Наши прогнозы на 2023–24 гг. в целом близки к консенсусу. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев (5.7x) ниже исторического среднего (9.2x), но близок к уровням, на которых акции торговались последний год.

Оценка и взгляд

Нейтральный взгляд на обыкновенные, позитивный на привилегированные акции. Мы подтверждаем нейтральный взгляд на обыкновенные акции Ростелекома (избыточная доходность 6%) и позитивный на привилегированные акции (избыточная доходность 19%) с целевой ценой по обеим RUB 90 за акцию. Мы оставили неизменной целевую цену: повышение безрисковой ставки перекрыло улучшение прогнозов на 2023-25 гг. Бизнес показал достойные результаты по итогам 9М23. Вместе с тем бумаги торгуются с умеренной дивдоходностью 8% за 2022 г. по обыкновенным акциям — вдвое меньше доходности МТС и ключевой ставки ЦБ.

Ростелеком — ключевые изменения финансовых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	707.5	695.4	2%	754.4	742.0	2%	792.4	779.9	2%
EBITDA	273.3	264.9	3%	287.5	280.2	3%	304.3	297.2	2%
Чистая прибыль	44.7	45.4	-2%	54.5	53.7	2%	67.1	63.0	6%
Рентабельность по EBITDA	38.6%	38.1%	0.5 п.п.	38.1%	37.8%	0.3 п.п.	38.4%	38.1%	0.3 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	6.3%	6.5%	-0.2 п.п.	7.2%	7.2%	0.0 п.п.	8.5%	8.1%	0.4 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

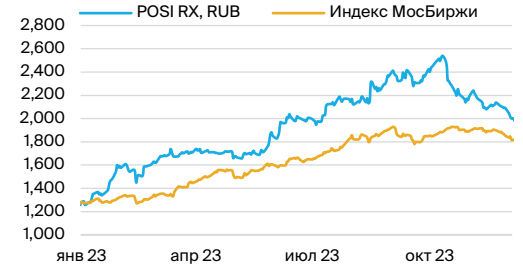
Ростелеком — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	707.5	690.6	2%	754.4	735.4	3%	792.4	-	-
EBITDA	273.3	267.9	2%	287.5	284.9	1%	304.3	-	-
Чистая прибыль	44.7	-	-	54.5	-	-	67.1	-	-
Рентабельность по EBITDA	38.6%	38.8%	-0.2 п.п.	38.1%	38.7%	-0.6 п.п.	38.4%	-	-
Рент-ть чистой прибыли	6.3%	-	-	7.2%	-	-	8.5%	-	-
Мин. число оценок в консенсусе		3			3			-	

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

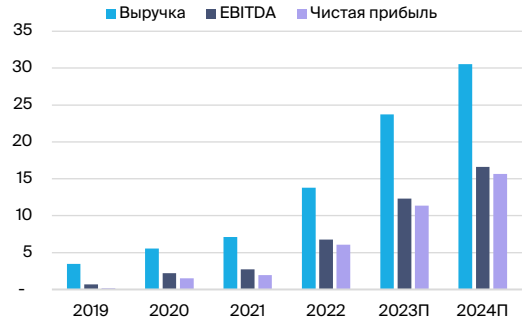
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Позитива против индекса МосБиржи



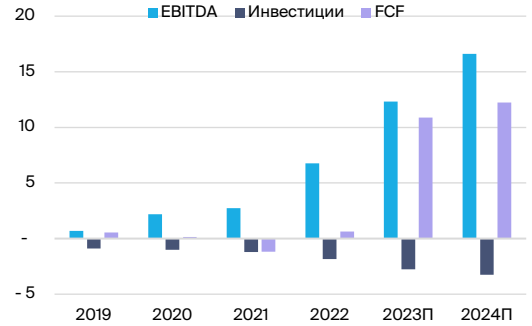
*приведено цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика выручки и EBITDA Позитива



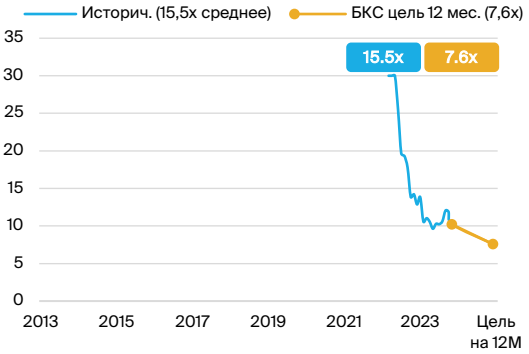
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз свободного денежного потока



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

Позитив

Мы меняем взгляд на нейтральный и оставляем целевую цену на 12 месяцев RUB 2300 за акцию. Результаты за 4К23 важны для компании, но могут быть раскрыты лишь в начале апреля. Пока 2023 г. складывается не просто — 3К23 был достаточно слабым. Рост расходов привел к снижению чистой прибыли г/г. Менеджмент озвучил прогнозы по отгрузкам за год, которые в целом указывают на сильный 4К23, но подтверждение мы получим лишь в апреле. Также есть вопросы к расходам, которые резко выросли.

Взгляд на компанию

Все внимание на 4К23. Компания снизила прогнозы по отгрузкам с RUB 25-30 млрд до RUB 22.5-27.5 млрд и упомянула, что размер отгрузок в октябре составил RUB 2.3 млрд. Если прогнозы по году сохраняются, то компания должна будет показать очень высокие цифры за ноябрь-декабрь, а сезонность в этом году будет еще более выраженной, чем раньше. Позитив Технолоджиз находится под санкциями, что, скорее всего, несет относительно низкие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Обязательный переход на отечественное ПО в области кибербезопасности.** Мы отмечаем запрет на использование с 2025 г. иностранных решений для критической информационной инфраструктуры и рост ответственности первых лиц организаций за обеспечение информационной безопасности.
- **Сотрудники компании — акционеры, дивидендная история.** В целом компания заявляет фокус на акционерную стоимость, была прибыльна (по 2022 г.) и платила дивиденды. Сохранение этого вектора очень важно, рынок также будет следить за финансовыми результатами.

Ключевые риски

- **Рост расходов на персонал.** Рост расходов на персонал и в целом операционные расходы привел к тому, что EBITDA и чистая прибыль снизилась г/г в 3К23. Это плохая новость для компании, которая акцентирует внимание на своем росте. Скорректированная чистая прибыль осталась отрицательной за 9М23.
- **Регуляторные послабления.** Это скорее гипотетический риск, но есть предложения от госбанков, предприятий ТЭК по переносу перехода на отечественное ПО с 2025 г на более поздний срок.

Основные изменения

Подтверждаем наши прогнозы. Мы обновили прогнозы чистого долга и ряда показателей с учетом финансовых результатов за 9М23. Консенсус-прогнозы по компании более-менее совпадают с нашим оценками на 2023 г., а в 2025 г. рынок ожидает большего роста, чем мы по выручке, но примерно похожей цифры по чистой прибыли. В случае получения высоких результатов за 4К23 цели на 2023 г. могут быть достигнуты. Однако небольшую тревогу вызывает рост себестоимости и относительно медленный рост выручки за 9М23.

Оценка и взгляд

Теперь нейтральный взгляд. Мы улучшаем взгляд по компании и оставляем целевую цену в RUB 2300 за акцию. Слабые результаты за 9М23 вызывают вопросы, может ли компания наращивать выручку и чистую прибыль (наш прогноз чистой прибыли на 2023 г. — RUB 11.4 млрд).

Позитив — ключевые изменения финансовых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	24	24	0%	31	31	0%	39	39	0%
EBITDA	12	12	0%	17	17	0%	22	22	0%
Чистая прибыль	11	11	0%	16	16	0%	20	20	0%
Рентабельность по EBITDA	51%	51%	0 п.п.	54%	54%	0 п.п.	57%	57%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	48%	48%	0 п.п.	51%	51%	0 п.п.	52%	52%	0 п.п.

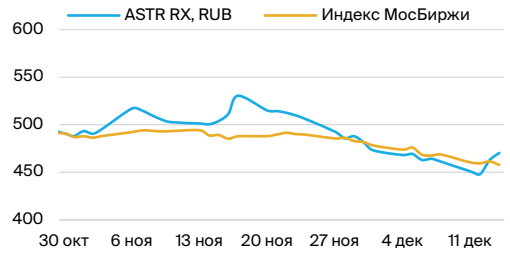
Источник: БКС Мир инвестиций

Позитив — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	24	23	1%	31	34	10%	39	49	21%
EBITDA	12	11	1%	17	16	1%	22	25	11%
Чистая прибыль	11	9	1%	16	14	15%	20	19	7%
Рентабельность по EBITDA	52%	48%	5 п.п.	54%	49%	5 п.п.	57%	51%	6 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	48%	39%	9 п.п.	51%	40%	11 п.п.	52%	39%	13 п.п.

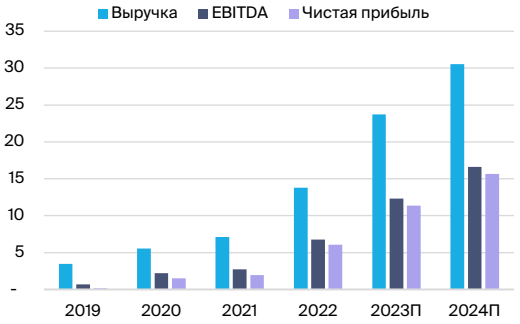
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Группы Астра против индекса МосБиржи



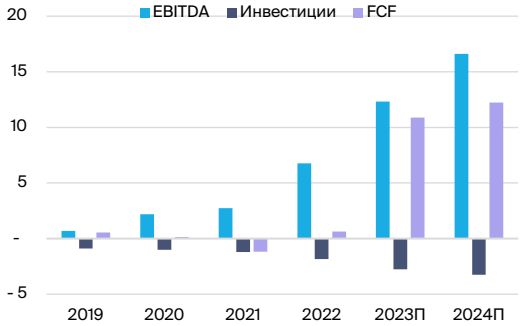
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика выручки и EBITDA Группы Астра



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз свободного денежного потока



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Группа Астра

Мы подтверждаем негативный взгляд с целевой ценой RUB 420 за акцию. Группа Астра, разработчик российской Операционной системы Astra Linux, показала слабые результаты за 3К23: скорректированная прибыль в 3К23 рухнула в 3 раза, EBITDA — в 4 раза. Выручка Астры в 3К23 подросла на 16%, при этом операционные расходы выросли местами вдвое. Астра провела размещение 5% акций на МосБирже.

Взгляд на компанию

Замедление роста выручки, снижение прибыли. Компания обращает внимание, что из-за сезонности в контрактации (как у Позитива) значительная часть выручки придется на 4К23. Однако снижение продаж операционной системы Astra Linux (должна быть основным продуктом) на 23% г/г в 3К23 крайне настораживает. Впрочем, продажи прочих продуктов экосистемы показали существенный рост, хотя и с очень низкой базы.

Драйверы роста

- **Прибыльность, дивиденды, рост.** Компания фиксирует положительный свободный денежный поток. Важный фактор — прибыльность компании (чистая прибыль достигла RUB 2.4 млрд по итогам 2022 г. Согласно дивидендной политике, выплаты составляют не менее 50% от скорректированной чистой прибыли.
- **Ускорение роста в 4К23 и выполнение планов по 2023 г.** Рост выручки резко замедлился г/г в 3К23 после стремительного роста г/г в 1П23. Для выхода компании на наш прогноз выручки на год (RUB 10 млрд), в 4К23 Астре нужно получить выручку в размере RUB 5.3 млрд. Также на 4К23, видимо, придется львиная часть прибыли за год. Рынку (и нам) важно, чтобы компания показала сильные результаты за квартал.

Ключевые риски

- **Рост конкуренции со стороны других участников.** Рынок, на котором работает Группа Астра, технологический и динамичный, поэтому есть риск снижения доли компании из-за ужесточения конкуренции на ключевом для компании рынке ОС (например, Ред Софт, Базальт).
- **Более медленный переход на российское ПО.** В случае геополитической разрядки и возвращения иностранных поставщиков (гипотетически такой риск есть) рост рынка для российских разработчиков ОС замедлится. Однако мы считаем вероятность такого сценария относительно незначительной.

Основные изменения

Обновляем наши прогнозы. Мы обновили прогнозы чистого долга и ряда показателей с учетом финансовых результатов за 9М23. Есть лишь один прогноз помимо нашего в консенсусе по компании, поэтому мы его не приводим. Мы все еще ожидаем, что 4К23 будет сильным для компании, надеемся на значительный рост. Однако низкий темп роста в 3К23 и увеличение себестоимости объясняют осторожный взгляд.

Оценка и взгляд

Негативный взгляд. Мы подтверждаем негативный взгляд на 12 месяцев, с целевой ценой RUB 420 за акцию. Положительный эффект на стоимость компании может оказать ускорение импортозамещения в российском корпоративном секторе и аллокация больших бюджетов для переход на российскую ОС и ПО. Что касается рисков, инфляция издержек (в основном это персонал) может вызвать падение прибыли.

Группа Астра — ключевые изменения финансовых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	10	10	0%	16	16	0%	23	23	0%
EBITDA	4	4	0%	7	7	0%	11	11	0%
Чистая прибыль	5	5	0%	7	7	0%	11	11	0%
Рентабельность по EBITDA	44%	44%	0 п.п.	46%	46%	0 п.п.	49%	49%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	47%	47%	0 п.п.	47%	47%	0 п.п.	47%	47%	0 п.п.

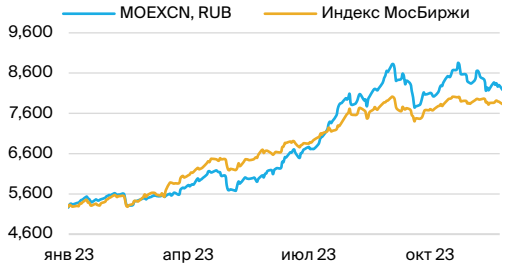
Источник: БКС Мир инвестиций

18 декабря 2023 г.

Ритейл

Взгляд на сектор	Позитивный
Потенциал роста	51%
Фавориты	Магнит, X5 Group, Henderson

Динамика акций индекса потребительского сектора МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Сохраняем позитивный взгляд

Позитивный взгляд в силе, катализаторы в Магните и Henderson. Мы сохраняем позитивный взгляд на все три бумаги на горизонте 12 месяцев, но видим более очевидные катализаторы для краткосрочного роста в Магните. Мы подняли целевую цену по Магниту на 22% с учетом возобновления дивидендов и высокой дивдоходности на горизонте 12 месяцев. Мы также начали покрытие Henderson в декабре с позитивным взглядом, и ждем от компании сильных финансовых результатов и дивидендов. Долговая нагрузка у компаний сектора относительно низкая, и негативное влияние роста ставок на наши целевые цены в целом ограничено.

4К23 — ждем продолжения хороших результатов у X5 Group и Henderson, по Fix Price и Магниту неясно. Мы ждем, что X5 Group продолжит показывать сильные результаты в 4К23, после того как EBITDA компании вернулась к росту в 3К23. Также, ждем хороших цифр от Henderson во 2П23. Динамика Fix Price улучшилась в 3К23, но была все еще довольно слабой и может остаться такой в 4К23, учитывая, что осеннее ослабление рубля может давить на рентабельность. По Магниту, который за 9М23 показал разочаровывающий рост выручки, перспективы пока неясны: дальнейшая динамика выручки будет зависеть от стратегии открытия магазинов.

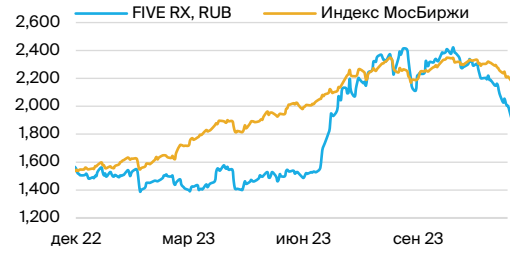
Редомициляция — Fix Price в процессе, потенциальный катализатор для X5 Group. В розничном секторе за рубежом зарегистрированы X5 Group и Fix Price. Обе компании исторически платили дивиденды, поэтому, на наш взгляд, в случае смены «прописки» могут возобновить выплаты. Акционеры Fix Price уже одобрили редомициляцию в Казахстан с Кипра — новая юрисдикция также зарубежная, но находится вне ЕС, поэтому мы считаем, что редомициляция повысит шансы на возобновление дивидендов Fix Price. Также напомним, что мы сейчас оцениваем в 40% вероятность попадания X5 Group в список компаний для «принудительной» редомициляции по российскому законодательству. Список компаний еще не озвучен.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новый	Старый		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель'24	2023п	2024п	Цель'24
X5 Group	Позитивный	Позитивный	2900	2900	0%	52%	29%	3.9	3.3	4.0	7.1	5.4	7.5
Магнит	Позитивный	Позитивный	9000	7400	22%	48%	23%	3.9	3.4	4.1	7.3	6.1	8.2
Fix Price	Позитивный	Позитивный	480	510	-6%	78%	55%	4.5	3.7	6.6	7.7	6.3	11.3
Henderson	Позитивный	Позитивный	810	810	0%	47%	16%	4.5	3.7	5.1	10.5	7.3	10.7
Novabev	Позитивный	Позитивный	6900	7000	-1%	41%	21%	2.9x	2.3x	3.3x	7.0x	5.5x	7.9x

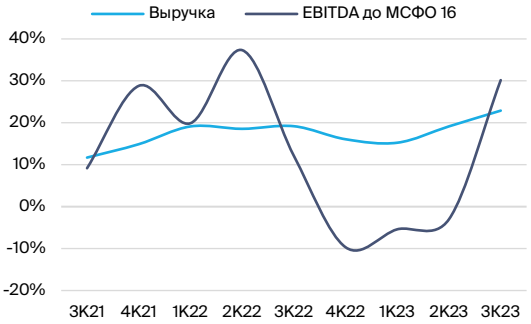
*Избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на 13 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок X5 Group против индекса МосБиржи



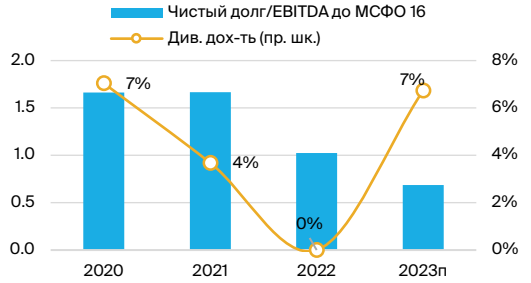
*приведено к цене акций, данные на14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Рост выручки и EBITDA X5 Group, г/г



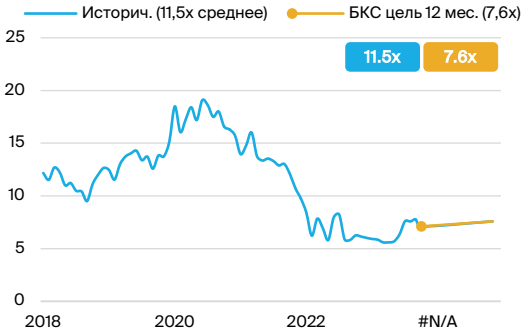
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Долговая нагрузка и прогноз дивидендов X5 на основе свободного денежного потока, есть неопределенность



Прогноз дивидендов на основе свободного денежного потока. Возобновление дивидендов будет зависеть от разрешения технических вопросов, макроэкономических и других факторов.
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

X5 Group P/E — исторический и целевой



Источник: БКС Мир инвестиций

X5 Group

Сохраняем позитивный взгляд на бумаги ведущего продуктового ритейлера в России X5 Group и целевую цену RUB 2900 с избыточной доходностью 29%. Прогнозируем достойный рост выручки и EBITDA в ближайшие кварталы. Возможность редомициляции и возврата к дивидендам — основной позитивный риск.

Взгляд на компанию

«Защитный» бизнес, рост доли рынка, возможная редомициляция. X5 Group как лидер рынка выигрывает от консолидации. Устойчивый спрос на продукты питания и ограниченное регуляторное давление способствуют хорошим финансовым показателям. Рентабельность, как ожидалось, была под давлением в 1П23, но в 3К23 улучшилась, и мы ждем хороших показателей в 4К23. X5 не выплачивала дивиденды с 2022 г., но, на наш взгляд, может возобновить выплаты в случае редомициляции.

Драйверы роста

- **Консолидация продуктовой розницы выгодна лидерам рынка.** Несколько консервативное поведение потребителей и усложнение логистики позволяют крупным и эффективным игрокам, таким как X5, увеличивать долю рынка за счет менее эффективных конкурентов. В этом году компания приобрела несколько небольших игроков и, по нашему мнению, продолжит искать подходящие для консолидации цели.
- **Улучшение выручки и EBITDA во 2П23.** По нашим оценкам, это будет возможно за счет ослабления эффекта базы и динамике показателей компании лучше прогнозов во 2К23. Позитивные тренды уже были видны в 3К23 и, вероятно, сохранятся в 4К23.
- **Возможность смены «прописки» и возврат дивидендов.** Регистрация X5 за рубежом ограничивает возможности выплаты дивидендов. Ритейлер показал хорошие результаты по МСФО за 2022 г. Если технические проблемы будут решены, то при выплате 50-100% чистой прибыли дивидендная доходность в 2023 г., по нашей оценке, может составить 7-13%. Если X5 подпадет под новый закон о фактически принудительной смене юрисдикции, это повысит шансы на возобновление выплат, на наш взгляд. Мы оцениваем вероятность подпадания X5 под этот закон в 40% и закладываем ее в свою целевую цену на 12 месяцев.

Ключевые риски

- **Если вопрос иностранной «прописки» не решится в ближайшие 12 месяцев,** это может оказать давление на бумаги, поскольку иностранная регистрация компании препятствует выплате дивидендов.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** До сих пор бизнес был довольно устойчивым. Важными факторами для X5 остаются динамика спроса и инфляции и рост конкуренции за персонал.

Основные изменения

Небольшое изменение прогнозов после сильного 3К23. Мы повысили наши прогнозы по выручке, EBITDA и прибыли X5 в 2023 г. на 1-9% после сильного 3К23 по МСФО. Прогнозы на 2024-25 гг. остались практически без изменений и отражают небольшое улучшение ожиданий по росту выручки на фоне ускорения инфляции при прогнозе более активного роста расходов на персонал. Обновленные оценки несколько выше консенсуса СПбМТСБ на 2023-25 гг. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев вперед — на уровне 7.6x (ниже исторического среднего в 11.5). На наш взгляд, это оправдано большей зрелостью бизнеса, возросшей неопределенностью на фондовом рынке и отсутствием дивидендов с 2022 г. При этом мы видим возможность роста мультипликаторов, если X5 Group сменит «прописку».

Оценка и взгляд

Сохраняем позитивный взгляд после хорошего 3К23 по МСФО. Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги X5 Group и целевую цену в RUB 2900 (избыточная доходность 29%). Мы прогнозируем хороший рост выручки и EBITDA в ближайшие кварталы. По нашей оценке, бумага торгуется на уровне 3.3x EV/EBITDA 2024 при прогнозируемом среднегодовом темпе роста EBITDA в 2024-25 гг. на уровне 15%. Возможность редомициляции и возобновления дивидендов остается главным позитивным риском.

X5 Group — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	3132.8	3087.3	1%	3603.6	3583.2	1%	4047.2	4031.7	0%
EBITDA (до МСФО 16)	210.4	203.8	3%	242.1	243.4	-1%	281.9	284.7	-1%
Чистая прибыль (до МСФО 16)	83.3	76.5	9%	102.6	103.2	-1%	139.5	138.6	1%
Рентабельность по EBITDA	6.7%	6.6%	0.1 п.п.	6.7%	6.8%	-0.1 п.п.	7.0%	7.1%	-0.1 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	2.7%	2.5%	0.2 п.п.	2.8%	2.9%	0.0 п.п.	3.4%	3.4%	0.0 п.п.

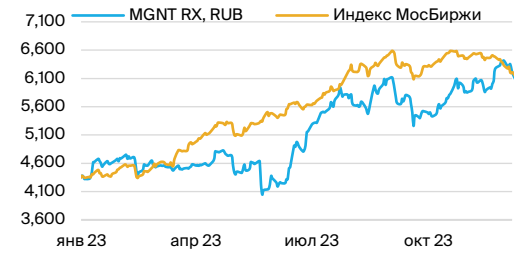
Источник: БКС Мир инвестиций

X5 Group — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	3133	3095	1%	3603.6	3512.0	3%	4047.2	3986.2	2%
EBITDA (до МСФО 16)	210	205	3%	242.1	229.4	6%	281.9	256.10	10%
Чистая прибыль (до МСФО 16)	83	62	34%	102.6	87.0	18%	139.5	117.37	19%
Рентабельность по EBITDA	6.7%	6.6%	0.1 п.п.	6.7%	6.5%	0.2 п.п.	7.0%	6.4%	0.5 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	2.7%	2.0%	0.7 п.п.	2.8%	2.5%	0.4 п.п.	3.4%	2.9%	0.5 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		4			4			3	

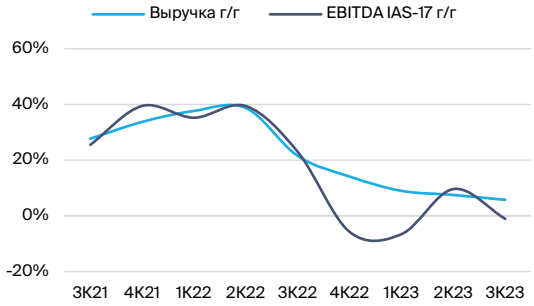
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Магнита против индекса МосБиржи



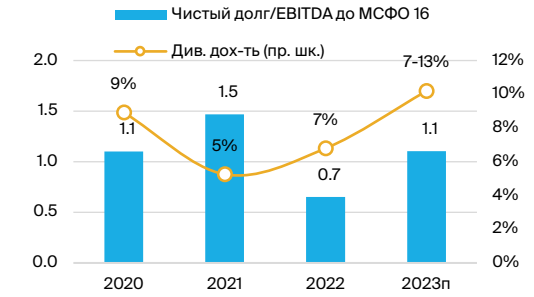
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Рост выручки и EBITDA Магнита



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Ожидания по дивидендной доходности Магнита



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Магнит P/E — исторический и целевой

Источники: БКС Мир инвестиций

Магнит

Сохраняем позитивный взгляд на бумаги Магнита, одного из ведущих продуктовых ритейлеров РФ. После возобновления дивидендных выплат мы повышаем целевую цену на 22% до RUB 9000 за акцию (избыточная доходность 23%). Сейчас акции торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2024 3.4x, что, на наш взгляд, выглядит привлекательно, учитывая, что мы ждем улучшений в инвестиционной истории.

Взгляд на компанию

Защитный бизнес, потенциал роста доли рынка, возврат дивидендов. Совет директоров (СД) Магнита рекомендовал дивиденды за 2022 г. и созвал ГОСА для своего переизбрания: если совет функционирует, компания может вернуть первый уровень листинга на МосБирже. Стратегический риск заключается в том, что Магнит продолжит существенно отставать от X5 Group по росту выручки в 2024 г., как в 9М23. Однако оптимизация структуры акционеров завершена, и мы ждем, что менеджмент сосредоточит внимание на росте. Магнит как один из лидеров продуктовой розницы выигрывает от тренда на консолидацию рынка, а спрос на продукты в целом устойчив к неопределенностям.

Драйверы роста

- **Дивиденды за 2022 г., ждем выплат в будущем.** СД рекомендовал дивиденды за 2022 г. с доходностью 7% и датой закрытия реестра 11 января 2024 г. Первые дивиденды за два года должны краткосрочно поддержать котировки и могут положить начало регулярным выплатам. Дивидендная доходность за 2023 г. может составить 7-13%. При закрытии реестра под выплаты за 2023 г. летом 2024 г. общая дивдоходность на 12 месяцев может составить 14-20%.
- **Уровень листинга может быть повышен.** На повестке ГОСА 28 декабря — переизбрание СД. Это важное событие: уровень листинга на МосБирже в мае мог быть снижен из-за того, что у Магнита не было действующего совета. На наш взгляд, если выбранный СД удовлетворит требования МосБиржи (не менее трех независимых директоров), акциям Магнита будет возвращен первый уровень листинга с текущего третьего.
- **Консолидация продуктовой розницы выгодна лидерам рынка.** Несколько консервативное поведение потребителей и усложнение логистики позволяют крупным и эффективным игрокам, таким как Магнит, увеличивать долю рынка за счет менее эффективных конкурентов.

Ключевые риски

- **Стратегические риски.** За 9М23 Магнит отстал по росту выручки от ключевого конкурента X5 Group, в том числе из-за темпов открытия магазинов. Кроме того, пока неясно, насколько активно Магнит будет инвестировать в недавно купленный онлайн-маркетплейс KazanExpress.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.**

Основные изменения

Повышение целевой цены после возобновления дивидендов. В нашей целевой цене мы учли дивиденды на 12 месяцев и снизили заложенный в оценку дисконт за неопределенность в корпоративном управлении. Эти позитивные факторы компенсировали негативный эффект снижения наших прогнозов основных показателей в 2023-25 гг. на 3-5% после довольно слабых результатов по МСФО за 3К23 и повышения ключевой ставки. Наши новые прогнозы на 2023-24 гг. немного ниже консенсуса СПбМТСБ по выручке и по EBITDA. Наш целевой P/E на 12 месяцев — 8.3x (ниже исторического среднего 13.2x). На наш взгляд, это оправдано большей зрелостью бизнеса и возросшей неопределенностью на фондовом рынке.

Оценка и взгляд

Сохраняем позитивный взгляд после возобновления дивидендов. Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги Магнита. После возобновления дивидендов мы повышаем целевую цену на 22% до RUB 9000 за акцию (избыточная доходность 23%). Бумаги компании торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2024 3.4x, что, на наш взгляд, выглядит привлекательно, учитывая, что мы ожидаем улучшения инвестиционной истории.

Магнит — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	2 523.2	2 585.2	-2%	2 848.1	2 934.6	-3%	3 170.3	3 279.9	-3%
EBITDA (до МСФО 16)	163.8	166.3	-2%	186.7	191.0	-2%	212.6	219.2	-3%
Чистая прибыль (до МСФО 16)	62.7	66.2	-5%	74.9	82.7	-9%	95.2	107.1	-11%
Рентабельность по EBITDA	6.5%	6.4%	0.1 п.п.	6.6%	6.5%	0.0 п.п.	6.7%	6.7%	0.0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	2.5%	2.6%	-0.1 п.п.	2.6%	2.8%	-0.2 п.п.	3.0%	3.3%	-0.3 п.п.

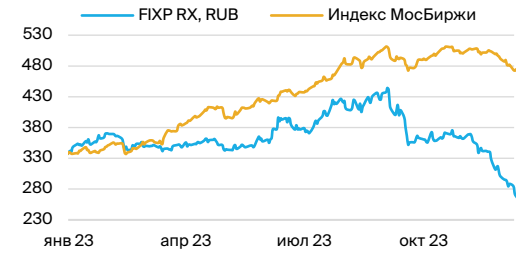
Источник: БКС Мир инвестиций

Магнит — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	2 523	2 565	-2%	2 848	2 889	-1%	3 170	-	-
EBITDA (до МСФО 16)	163.8	167.0	-2%	186.7	189.1	-1%	212.6	-	-
Чистая прибыль (до МСФО 16)	62.7	61.8	2%	74.9	71.4	5%	95.2	-	-
Рентабельность по EBITDA	6.5%	6.5%	0.0 п.п.	6.6%	6.5%	0.0 п.п.	6.7%	-	-
Рент-ть чистой прибыли	2.5%	2.4%	0.1 п.п.	2.6%	2.5%	0.2 п.п.	3.0%	-	-
Мин. число оценок в консенсусе		3			3			-	

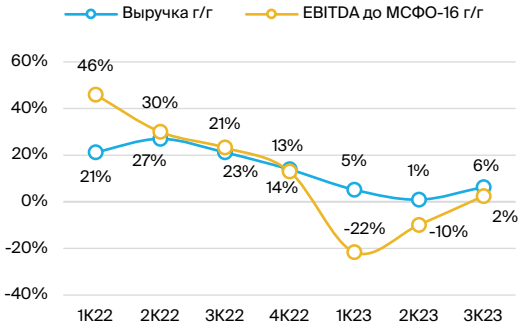
Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Fix Price против индекса МосБиржи



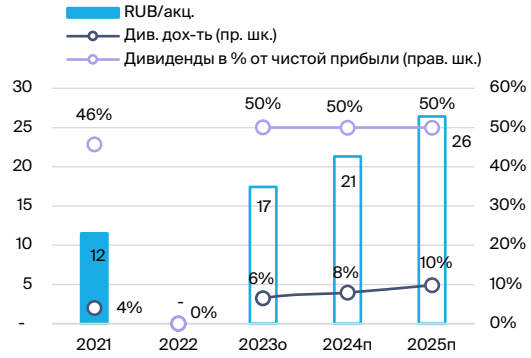
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Рост выручки и EBITDA Fix Price



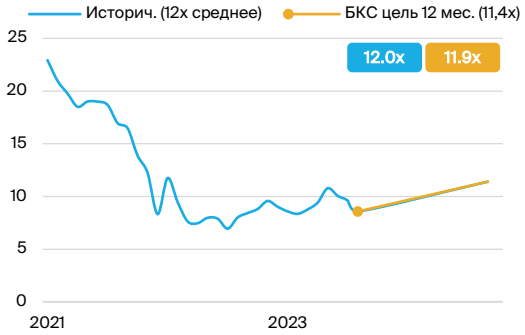
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Прогноз дивидендов Fix Price — если Fix Price технически мог бы выплачивать дивиденды



Примечание: Див./акц. за 2021 г. включают только промежуточные дивиденды; СД также одобрил финальные дивиденды за 2021 г, но выплата была отменена из-за внешних обстоятельств.
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Fix Price P/E — исторический и целевой



Источники: БКС Мир инвестиций

Fix Price

Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги сети магазинов фиксированных цен Fix Price при снижении целевой цены на 6% до RUB 480 за ДР (избыточная доходность 55%). По нашему мнению, компания имеет привлекательные долгосрочные перспективы роста, а редомициляция в Казахстан повысит шансы на выплату дивидендов. Однако мы ждем, что результаты в 4K23 останутся неоднозначными как с точки зрения роста, так и с точки зрения рентабельности.

Взгляд на компанию

Сильные долгосрочные перспективы, позитив от редомициляции, но, по нашему прогнозу, слабые финансовые результаты краткосрочно. У Fix Price высокоприбыльная бизнес-модель (по сравнению с другими публичными ритейлерами), исторически компания росла быстрее рынка. Мы прогнозируем продолжение позитивных трендов на долгосрочной дистанции, но отмечаем, что в краткосрочной перспективе из-за неопределенной экономической ситуации (в том числе колебаний курса рубля против доллара) финансовые результаты могут оставаться слабыми. Исторически компания платила дивиденды, но приостановила дивидендную политику из-за зарубежной регистрации. Однако недавно объявленная редомициляция в Казахстан, на наш взгляд, может привести к возобновлению дивидендных выплат.

Драйверы роста

- **Редомициляция и перспективы возобновления дивидендов.** Акционеры Fix Price одобрили редомициляцию из Кипра в Казахстан. Ранее из-за сложностей в перечислении денежных средств компания приостановила дивидендные выплаты, однако, на наш взгляд, после редомициляции компания может вернуться к дивидендам. Выплата дивидендов в размере 50-100% чистой прибыли за 2023 г., по нашей оценке, соответствует доходности 6-13%.
- **Возврат к устойчивому росту выручки и EBITDA в 2024 г.** Таков наш прогноз в базовом сценарии — в случае реализации базового прогноза наших экономистов, при отсутствии значительных колебаний курса рубля и экономических ожиданий населения.

Ключевые риски

- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** Спрос на ассортимент Fix Price чувствителен к макроконъюнктуре.
- **Ослабление рубля — риски для рентабельности.** В 2022 г. Fix Price заработала 24% розничной выручки на импортном ассортименте, поэтому ослабление рубля ранее может негативно повлиять на рентабельность краткосрочно. Мы уже учли этот фактор в нашей модели, но отмечаем риски в случае более существенного ослабления рубля.

Основные изменения

Мы обновили прогнозы по итогам результатов по МСФО за 3K23. После относительно слабого роста выручки в 3K23 мы понизили на 2-10% прогнозы по основным показателям Fix Price в 2023-25 гг. Наши прогнозы по выручке на 2023 г. в целом ниже текущего консенсуса СПбМТСБ, но в целом близки к оценкам на 2024-25 гг. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев — 11.9x, вблизи исторического среднего 12.0x и в 2 раза ниже уровня 2021 г., учитывая возросшую неопределенность на фондовом рынке.

Оценка и взгляд

Сохраняем позитивный взгляд. Мы видим привлекательные перспективы роста Fix Price в долгосрочном плане, и расписки выглядят фундаментально привлекательными, особенно учитывая потенциал возобновления дивидендных выплат после редомициляции в Казахстан. По нашей оценке, бумаги торгуются на уровне EV/EBITDA 3.7x 2024 против прогнозируемого 20% CAGR EBITDA в 2024-25 гг. Однако мы ожидаем неоднозначных финансовых результатов краткосрочно как с точки зрения роста, так и с точки зрения рентабельности.

Fix Price — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	293.3	300.9	-3%	349.1	358.9	-3%	411.5	430.6	-4%
EBITDA (до МСФО 16)	39.1	40.0	-2%	47.1	49.8	-5%	56.8	62.9	-10%
Чистая прибыль (до МСФО 16)	29.6	28.1	6%	36.2	36.3	0%	44.9	47.3	-5%
Рентабельность по EBITDA	13.3%	13.3%	0.0 п.п.	13.5%	13.9%	-0.4 п.п.	13.8%	14.6%	-0.8 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	10%	9%	0.8 п.п.	10%	10%	0.3 п.п.	11%	11%	-0.1 п.п.

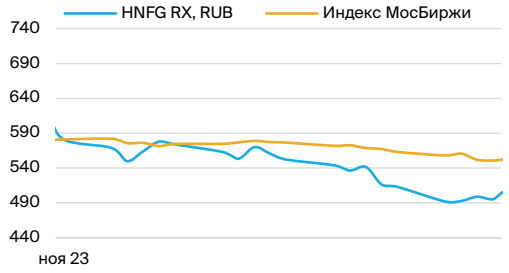
Источник: БКС Мир инвестиций

Fix Price — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	293.3	307.4	-5%	349.1	356.5	-2%	411.5	407.6	1%
EBITDA (до МСФО 16)	39.1	-	-	47.1	-	-	56.8	-	-
Чистая прибыль (до МСФО 16)	29.6	29.7	0%	36.2	34.5	5%	44.9	41.4	9%
Рентабельность по EBITDA	13.3%	-	-	13.5%	-	-	13.8%	-	-
Рент-ть чистой прибыли	10.1%	9.7%	0.4 п.п.	10.4%	9.7%	0.7 п.п.	10.9%	10.2%	0.8 п.п.
Мин. число оценок в консенсусе		5			5			4	

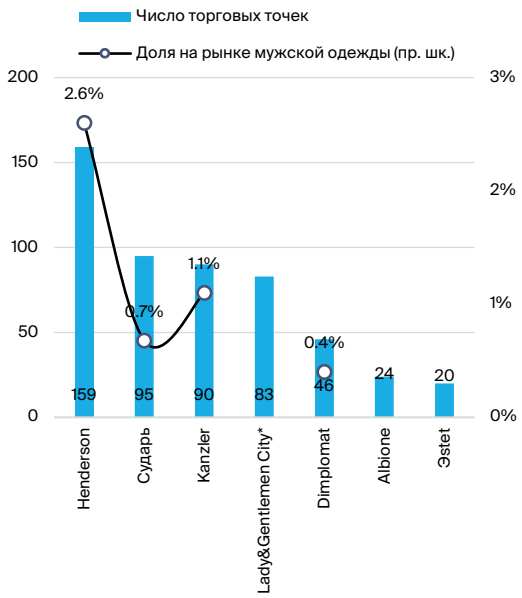
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Henderson против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Henderson и его прямые конкуренты в РФ, данные за 2022 г.



Примечание: Lady&Gentlemen City продает и женскую одежду
Источники: INFOLine, БКС Мир инвестиций

Henderson

Мы недавно начали аналитическое покрытие лидера среди ритейлеров мужской одежды в РФ Henderson с целевой ценой на 12 месяцев в RUB 810/акц. и позитивным взглядом (избыточная доходность 16%). Мы ждем продолжения высоких темпов роста выручки и прибыли в 2023-24 гг., что должно вылиться в увеличение дивидендов, по нашему прогнозу.

Взгляд на компанию

История роста прибыли и дивидендов. Henderson — лидер среди «специалистов» на рынке мужской одежды РФ. Мы ждем, что компания продолжит наращивать долю за счет расширения торговых площадей при сохранении высокой рентабельности. У компании есть дивидендная политика с привязкой к чистой прибыли. Мы ждем двузначного роста прибыли в 2023-24 гг.

Драйверы роста

- **Рост выручки и высокая рентабельность.** Снижение конкуренции на рынке в 2022 г. после ухода многих зарубежных игроков, по нашим оценкам, позитивно сказалось на росте и рентабельности компании. Мы ждем, что этот фактор вместе с планируемым расширением площадей компании позволит Henderson сохранять высокие темпы роста выручки в 2П23-2024 гг. Мы ждем некоторой нормализации рентабельности в 2024 г. с пика 2023 г. Тем не менее наши прогнозы предполагают привлекательные перспективы: рост выручки на 32% в 2023 г. и на 25% в 2024 г., скорректированной чистой прибыли — на 16% и 44% с учетом влияния курсовых разниц.
- **Дивиденды — ждем роста со временем.** Мы ожидаем дивиденды на уровне минимума дивидендной политики за 2023-24 гг. (50% чистой прибыли), учитывая планируемые инвестиции в распределительный центр, но в дальнейшем ждем роста коэффициента выплат. Наши прогнозы предполагают дивидендную доходность 5% за 2023 г. и 7% по итогам 2024 г. — или 8% в ближайшие 12 месяцев, учитывая выплаты два раза в год.

Ключевые риски

- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** Спрос на ассортимент компании чувствителен к макроконъюнктуре.
- **Ослабление рубля — риски для рентабельности.** Ослабление курса рубля в этом году, по нашему прогнозу, негативно скажется на рентабельности компании в 2024 г. Продукция производится за рубежом, а курс рубля сказывается на рентабельности с лагом. Мы уже учли этот фактор в нашей модели, но отмечаем риски в случае более существенного ослабления рубля.
- **Риски, связанные с внешнеторговыми отношениями** — с зарубежными поставщиками, трансграничными расчетами, логистикой.

Основные изменения

Прогнозы без изменений. Мы не меняем наши прогнозы, опубликованные в начале декабря. Консенсус-прогноз по компании на данный момент отсутствует.

Оценка и взгляд

Потенциал роста при привлекательной оценке, позитивный взгляд. Мы подтверждаем целевую цену по Henderson на 12 месяцев в RUB 810/акц. и позитивный взгляд (избыточная доходность 16%). Компания выигрывает от снижения конкуренции на рынке и торгуется по привлекательному мультипликатору в 3.7 EV/EBITDA 2024. Мы также ждем дивдоходности в 5% за 2023 г. и 7% за 2024 г. — это может поддерживать динамику акций.

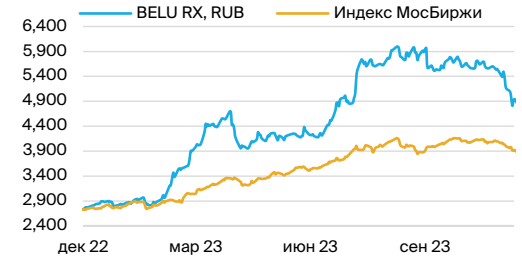
Henderson — ключевые изменения финансовых прогнозов

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	16.5	16.5	0%	20.5	20.5	0%	24.4	24.4	0%
EBITDA (до МСФО 16)	4.4	4.4	0%	5.2	5.2	0%	6.1	6.1	0%
Чистая прибыль	2.1	2.1	0%	3.1	3.1	0%	3.6	3.6	0%
Рентабельность по EBITDA	26.6%	26.6%	0 п.п.	25.5%	25.5%	0 п.п.	24.8%	24.8%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	12.9%	12.9%	0 п.п.	14.9%	14.9%	0 п.п.	14.7%	14.7%	0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

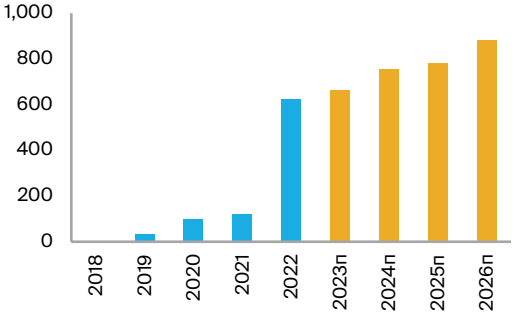
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Novabev против индекса МосБиржи



*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика дивидендов Novabev, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Novabev

Мы понизили целевую цену по акциям Novabev на 1% до RUB 6 900, но сохраняем позитивный взгляд на компанию на фоне высоких темпов роста. Акции торгуются по мультипликатору P/E 2024 г. на уровне 5.5x, с дисконтом в 29% к историческому уровню.

Взгляд на компанию

Производитель премиального алкоголя, мощный рост в рознице. Novabev — крупнейший в РФ производитель и независимый импортер крепкой алкогольной продукции. Компания занимает четвертую строчку среди мировых лидеров по производству водки, у нее 5 ликеро-водочных заводов и крупная быстрорастущая сеть розничных магазинов. Стратегия предполагает удвоение выручки к 2025 г. против 2021 г. (скорректированное значение) и фокус на премиальную продукцию с высокой рентабельностью EBITDA. В 2022 г. компания серьезно увеличила дивиденды, и на этом не останавливаться не намерена.

Драйверы роста

- **Развитие розницы дает импульс росту.** Ключевая составляющая стратегии роста компании — увеличение числа магазинов ВинЛаб с 1001 в 2021 г. до 1588 в 3К23 и 2500 к концу 2024 г. Доля розницы в валовой выручке компании должна вырасти до 53% в 2025 г. с 14% в 1П18.
- **Управление продукцией, высокая маржинальность онлайн-торговли.** В портфеле Novabev свыше 30 собственных брендов и более 100 импортных, компания обслуживает каждый ценовой/качественный сегмент российского рынка. Активное продвижение премиальных брендов и увеличение онлайн-продаж позволит компании показать высокую рентабельность EBITDA 16-17% против 14% в 2019-21 гг.

Ключевые риски

- **Замедление роста экономики, инфляция может вынудить потребителей урезать расходы.** Ослабление экономики и/или сохранение высокой инфляции могут вынудить покупателей отказаться от премиальных брендов алкоголя в пользу товаров среднего и низшего ценового сегмента.
- **Конкуренция может привести к падению рентабельности в рознице.** Барьеры для входа для новых розничных магазинов довольно низкие, а существующие крупные сети наподобие Магнита, которые, впрочем, не фокусируются только на алкоголе, могут составить серьезную конкуренцию и оказать давление на рентабельность.

Основные изменения

Прогнозы практически не изменились, наши ожидания по чистой прибыли и дивидендам ниже консенсуса. Наши прогнозы EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. и 2024 г. практически не поменялись относительно представленных в октябрьском отчете, когда мы начали покрытие компании. Наши ожидания о чистой прибыли и дивидендам за 2023 г. и 2024 г. ниже консенсуса, но по EBITDA — смешанные.

Оценка и рекомендация

Целевая цена снижена, сохраняем позитивный взгляд. Мы понизили целевую цену по акциям компании на 1% до RUB 6 900 из-за эффекта пролонгации нашей модели на 3 месяца и увеличения безрисковой ставки. С учетом избыточной доходности 21% мы сохраняем позитивный взгляд на акции компании. Наша целевая цена подразумевает мультипликатор P/E 2023 г. на уровне 7.9x против исторического среднего 7.8x, что оправдано высоким потенциалом краткосрочного роста за счет развития розницы.

Novabev — ключевые изменения прогнозов

$ млрд	2023п			2024п		
	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	118	117	0%	146	145	1%
EBITDA	19.5	19.4	1%	24.0	23.7	1%
Чистая прибыль	8.0	7.9	1%	10.1	10.0	1%
Рентабельность по EBITDA	17%	17%	0 п.п.	16%	16%	0 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	7%	7%	0 п.п.	7%	7%	0 п.п.
Дивиденды на акцию	665	660	1%	755	745	1%

Источник: БКС Мир инвестиций

Novabev — прогнозы БКС против консенсуса

$ млрд	2023п			2024п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Чистая выручка (за вычетом НДС и т. д.)	118	122	-3%	146	147	-1%
EBITDA	19.5	19.8	-2%	24.0	22.9	5%
Чистая прибыль	8.0	10.6	-25%	10.1	12.0	-16%
Рентабельность по EBITDA	16.6%	16.3%	0.3 п.п.	16.4%	15.5%	0.9 п.п.
Рент-ть чистой прибыли	7%	9%	-1.9 п.п.	7%	8%	-1.2 п.п.
Дивиденды на акцию	665	759	-12%	755	785	-4%

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

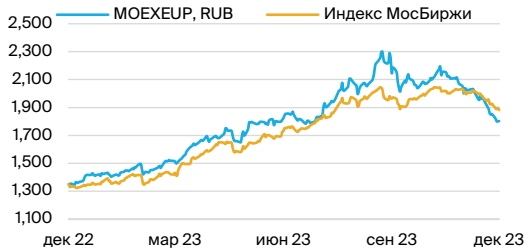
18 декабря 2023 г.

Электроэнергетика

Фокус на свободном денежном потоке и дивидендах

Взгляд на сектор	Нейтральный
Средний потенциал роста	18%
Фавориты	Интер РАО, Мосэнерго

Динамика акций индекса электроэнергетики МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Результаты за 4К23, которые компании представят в феврале-марте, определят размер дивидендов за 2023 г. Дивиденды платят не все компании сегмента электроэнергетики под нашим покрытием (не платят ФСК-Россети, Юнипро и ТГК-1). Бумаги с дивидендами, на наш взгляд, более интересны. Поэтому мы будет внимательно следить за финансовыми результатами. После снижения цен в ряде компаний у нас теперь позитивный взгляд на Юнипро и ТГК-1.

Тем временем мы фиксируем небольшой рост потребления электроэнергии и спотовых цен. Сложно сказать, насколько внимательно рынок сейчас следит за финансовыми цифрами (например, летняя волатильность в секторе вообще может быть не связана с фундаментальными факторами). Таким образом, выход финансовых результатов может и не стать катализатором для котировок акций генерирующих компаний.

Оценки электроэнергетических компаний под нашим покрытием в значительной степени не изменились, хотя мы улучшили взгляд по Юнипро до позитивного с нейтрального и по ТГК-1 — до позитивного с негативного из-за падения котировок этих бумаг. Мы также подтверждаем позитивный взгляд по бумагам Интер РАО и Мосэнерго. По остальным компаниям сохраняем негативный.

Спотовые цены на электроэнергию в европейской части России в этом году в среднем выросли на 10.9% г/г, в Сибири — на 8.3%. Компании под нашим покрытием в основном находятся в европейской части России, поэтому рост цен в Сибири не имеет существенного значения. Тарифы на мощность индексируются каждый год. Это достаточно стабильная часть генерирующего бизнеса. Однако выручка по договорам о предоставлении мощности (ДПМ) постепенно снижается по мере истечения периода действия (10 лет).

Исходя из долгосрочных трендов, выплата дивидендов по отдельной компании зависит от прибыли, возможности генерировать свободный денежный поток (FCF) и корпоративного управления. Мы обращаем внимание на фундаментальные характеристики (FCF и прибыль), а также на корпоративные аспекты (слияния и поглощения, дополнительные эмиссии и прочее).

Прибыль важна, но генкомпании платят дивиденды неравномерно. При нашем анализе фокус не только на чистой прибыли, но и на корпоративном управлении. В качества фаворитов оставляем Интер РАО и Мосэнерго (дивиденды, положительный FCF). Также позитивный взгляд у нас на Юнипро и ТГК-1, однако мы обращаем внимание, что эти две компании не платят дивиденды. Все компании под нашим покрытием возобновили раскрытие по МСФО, хотя оно не равномерное (за квартал или полугодие) и не одинаковое. Так, ряд компаний не раскрыли полностью цифры за 3К23. В целом благодаря тарифным решениям показатели в секторе находятся на уровне чуть лучше или незначительно ниже прошлогодних.

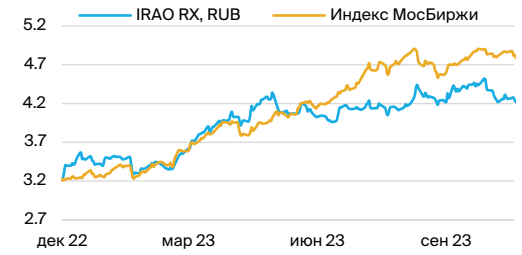
Электроэнергетика зависит от регулирования, но пока регулярная индексация тарифов оказывает поддержку выручке. К другим рискам относятся динамика спроса на электроэнергию и капзатраты. Мы также выделяем риск корпоративного управления, который может срезать акционерную стоимость. Также есть риски неоправданных сделок по слиянию и поглощению и приостановки выплаты дивидендов.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Целевая цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*, %	2023п	2024п	Цель '24	2023п	2024п	Цель '24
Интер РАО	Позитивный	Позитивный	6.00	5.90	1.7%	53%	31.3%	0.6	0.6	1.8	2.7	3.1	4.7
Русгидро	Негативный	Негативный	0.60	0.77	-22.1%	-18%	-36.7%	4.2	3.3	3.0	4.3	3.8	3.1
Юнипро	Позитивный	Нейтральный	3.00	2.90	3.4%	59%	37.1%	2.1	2.2	4.0	4.7	4.7	7.4
Мосэнерго	Позитивный	Позитивный	4.80	4.70	2.1%	70%	50.9%	2.0	2.0	3.9	7.2	7.3	12.4
ОГК-2	Негативный	Негативный	0.27	0.30	-10.0%	-50%	-70.9%	2.0	2.4	1.5	2.8	3.7	1.8
ТГК-1	Позитивный	Негативный	0.012	0.012	0%	42%	20.3%	1.7	1.6	2.2	3.6	3.2	4.6
ФСК-Россети	Негативный	Негативный	0.08	0.07	14.3%	-25%	-47.9%	1.4	1.4	1.3	1.1	1.2	0.9

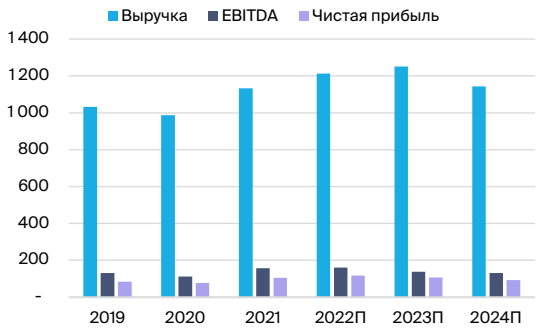
* избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 13 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Интер РАО против индекса МосБиржи



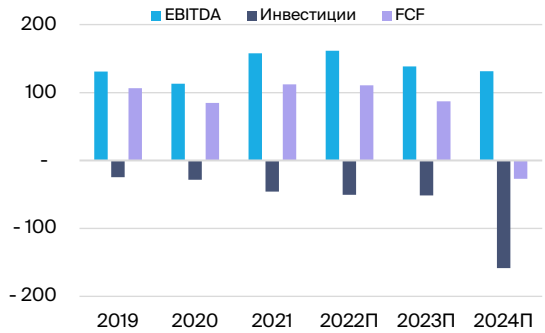
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Интер РАО

Мы подтверждаем позитивный взгляд на акции Интер РАО с целевой ценой RUB 6.00. Интер РАО 1 декабря раскрыла ряд показателей за 3К23 (9М23). Цифры из пресс-релиза указывают на рост EBITDA на 27% г/г до RUB 38.9 млрд в 3К23. Как и в 1П23, сильные цифры зафиксированы у сбытового подразделения, который улучшил свою экономику благодаря индексации тарифов и включению в тариф расходов на умные счетчики.

Взгляд на компанию

Хорошие результаты за 3К23. Мы рассчитываем на сильный 4К23 и ждем по итогам года прибыль, сопоставимую с 2022 г. (или даже выше) и соответствующие выплаты дивидендов. Отсутствие полного раскрытия не позволяет нам проверить и скорректировать цифры. Однако ряд утверждений можно сделать: генерирующее подразделение остается под давлением из-за снижения платежей по ДПМ, а сбытовое — чувствует себя хорошо, Инжиниринг и энергомашиностроение становятся тоже вполне существенными для компании в целом. Генеральный директор Интер РАО находится под санкциями, что, на наш взгляд, несет низкие риски для бизнес-модели компании.

Драйверы роста

- **Регулирование, тарифы, цены.** Регулирование (включая регулирование сбытового подразделения) оказывает прямое влияние на финансовые результаты Интер РАО. Сбытовое подразделение увеличило EBITDA за 9М23 — позитивный фактор. Не менее важный фактор заключается в истечении срока действия ДПМ, что приводит к снижению генерации.
- **Дивиденды.** Прогноз по дивидендам предполагает некоторое снижение г/г (однако конечная цифра может быть сопоставима с уровнем прошлого года). Рост процентных доходов благодаря высокой ключевой ставке и значимые результаты инжинирингового и энергомашиностроительного сегмента могут позитивно повлиять на прибыль и выплату дивидендов.

Ключевые риски

- **Капзатраты, корпоративное управление.** Недавно компания сообщила, что для реализации нового проекта в Восточной Сибири может потребоваться RUB 257 млрд (более половины всех денежных средств). Также стартует крупный проект на Каширской станции. Таким образом, мы считаем, что накопленные денежные средства могут быть направлены не на выплату дивидендов акционерам, а на реализацию долгосрочных проектов. Также следует внимательно следить за рисками корпоративного управления.

Основные изменения

Рост инвестрасходов. В пресс-релизе по итогам 3К23 по МСФО не раскрыта денежная позиция (чистая денежная позиция по итогам 1П23 превышала RUB 450 млрд). Капзатраты остались в разумных пределах — RUB 35.5 млрд (против RUB 30.5 млрд за 9М22). Важный фактор, который мы включили в нашу текущую модель, это большой рост инвестрасходов с 2024 г. из-за крупных проектов строительства (Новоленская ТЭС и Каширская станция), а также проектов КОММОД. Мы добавили в оценку Новоленскую ТЭС с 2029 г и увеличили инвестраходы на 2024-27 гг. Однако благодаря денежному запасу на балансе это не должно привести к росту задолженности или существенной разбалансировке финансового состояния.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд. Наша целевая цена для акций Интер РАО, рассчитанная по методу дисконтированных денежных потоков, составляет RUB 6.00 за акцию. Один из рисков — корпоративное управление. Дивиденды составляют всего 25% от чистой прибыли по МСФО, отчетность неполная, а на балансе крупные суммы, которые не приносят прямой выгоды акционерам. Но в целом Интер РАО — дисциплинированный и относительно эффективный игрок на рынке электроэнергии, поэтому мы позитивно смотрим на компанию, но с некоторыми оговорками.

Интер РАО — изменение ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	1250	1250	0%	1143	1143	0%	1166	1166	0%
EBITDA	138	138	0%	131	131	0%	134	134	0%
Чистая прибыль	107	107	0%	93	93	0%	95	95	0%
Рентабельность по EBITDA	11%	11%	0 п.п.	11%	11%	0 п.п.	11%	11%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	9%	9%	0 п.п.	8%	8%	0 п.п.	8%	8%	0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Интер РАО — прогнозы БКС против консенсуса

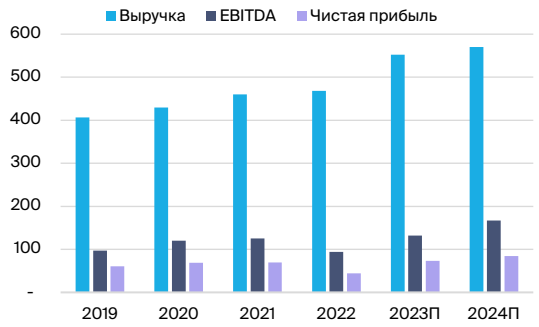
	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	1250	1301	4%	1143	1295	12%	1166	1336	13%
EBITDA	138	142	2%	131	133	2%	134	139	3%
Чистая прибыль	107	105	2%	93	97	4%	95	106	11%
Рентабельность по EBITDA	11%	11%	0 п.п.	11%	10%	1 п.п.	11%	10%	1 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	9%	8%	1 п.п.	8%	7%	1 п.п.	8%	8%	0 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Русгидро против индекса МосБиржи

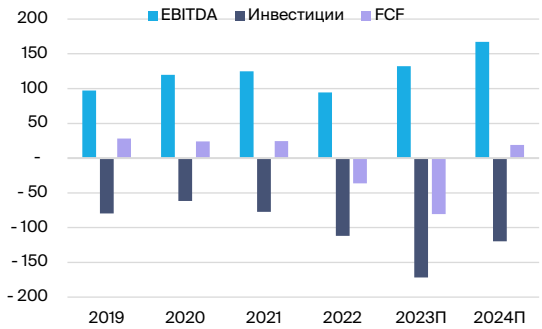
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



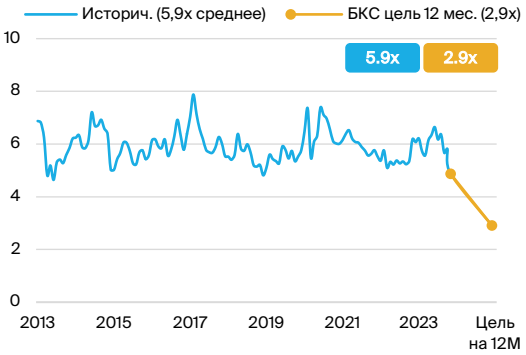
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

Русгидро

Мы снизили целевую цену на 12 месяцев по бумагам Русгидро до RUB 0.60 за акцию, сохранили негативный взгляд. Результаты за 3К23 были противоречивыми. Компания все еще извлекает выгоду из значительного повышения тарифов на Дальнем Востоке. Однако капзатраты также резко растут, что ставит под угрозу денежные потоки. В результате у компании отрицательный свободный денежный поток. Русгидро осуществляет крупные инвестпроекты на Дальнем Востоке, что оказывает давление на баланс (долг растет).

Взгляд на компанию

ГЭС — прибыльный основной бизнес. Гидроэлектростанции производят очень дешевую электроэнергию. Дальневосточный блок, который раньше был головной болью в финансовом плане, в этом году, после повышения тарифов, также показал очень хорошие результаты. Таким образом, судя по отчету о прибыли, ситуация вполне благополучная. Однако рост капзатрат сильно ухудшает общую картину — компания вынуждена увеличивать долговое финансирование. Русгидро находится под санкциями, однако это несет низкие риски для бизнеса компании.

Драйверы роста

- **Существенный рост прибыли в 2023 г.** Скорректированная EBITDA в 3К23 оказалась даже лучше, чем мы предполагали, чистая прибыль — чуть хуже, но все равно рост г/г очень высокий (+135% до RUB 12.5 млрд). С точки зрения будущих дивидендов рост прибыли на 50%, который мы прогнозируем на 2023 г., сулит хорошие перспективы. Постепенная либерализация цен на Дальнем Востоке может обеспечить некоторый рост в 2024-25 гг., хотя реальное влияние может быть не столь значительным. Повышение тарифов на газ, которое мы ожидаем в середине 2024-25 гг. также позитивно для ГЭС.

- **Дивидендная доходность может составить 11%.** Русгидро сохраняет дивидендную политику — позитивный фактор для инвесторов. Из-за снижения цены акции и роста прибыли в 2023 г. дивидендная доходность может составить около 11%.

Ключевые риски

- **Капзатраты.** Большие капзатраты остаются основной проблемой для Русгидро. Мы отмечаем, что компания планирует капзатраты в размере около RUB 185 млрд (без НДС) в этом году, при этом около RUB 129 млрд уже было потрачено за 9М23 (согласно денежным потокам по МСФО). Любое снижение этих сумм в 2023 г. или в последующие годы может сэкономить компании миллиарды рублей.

Основные изменения

Обновление прогнозов чистого долга и финрезультатов 2023 г. Мы обновили ряд финансовый показателей в нашей модели. В настоящее время мы более оптимистично, чем консенсус, настроены в отношении прибыли Русгидро в 2023-25 гг. В нашу модель мы заложили более высокую прибыль на Дальнем Востоке, поэтому наши прогнозы в целом улучшились.

Оценка и взгляд

Негативный взгляд из-за значительных капвложений. Мы используем оценку по модели DCF (средневзвешенная стоимость капитала — 17%, темпы роста в постпрогнозный период — 1%). Наша целевая цена на 12 месяцев — RUB 0.60/акц. Оценка может вырасти, если компании удастся сократить капзатраты. Это представляется маловероятным, поскольку проекты компании важны для инфраструктуры Дальнего Востока, но некоторая оптимизация возможна. В ближайшие годы FCF останется под давлением капвложений.

Русгидро — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	553	506	9%	570	530	8%	591	558	6%
EBITDA	132	121	9%	167	139	20%	183	151	21%
Чистая прибыль	73	59	23%	84	72	17%	91	77	18%
Рентабельность по EBITDA	24%	24%	0 п.п.	29%	26%	3 п.п.	31%	27%	4 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	12%	1 п.п.	15%	14%	1 п.п.	15%	14%	1 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Русгидро — изменения ключевых прогнозов

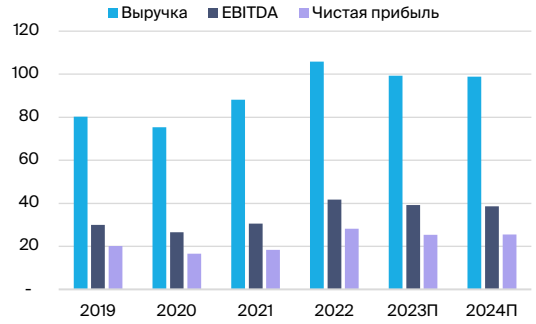
	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	553	543	2%	570	560	2%	591	580	2%
EBITDA	132	122	8%	167	157	7%	183	172	6%
Чистая прибыль	73	65	13%	84	76	11%	91	83	10%
Рентабельность по EBITDA	24%	22%	2 п.п.	29%	28%	1 п.п.	31%	30%	1 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	12%	1 п.п.	15%	14%	1 п.п.	15%	14%	1 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Юнипро против индекса МосБиржи

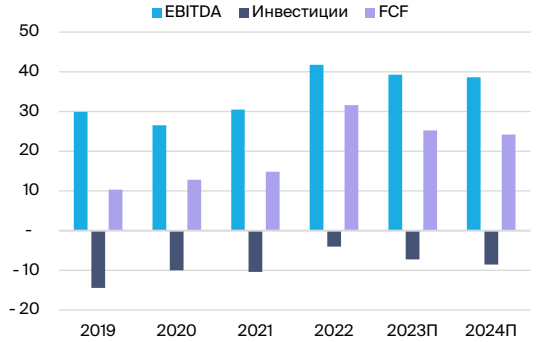
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



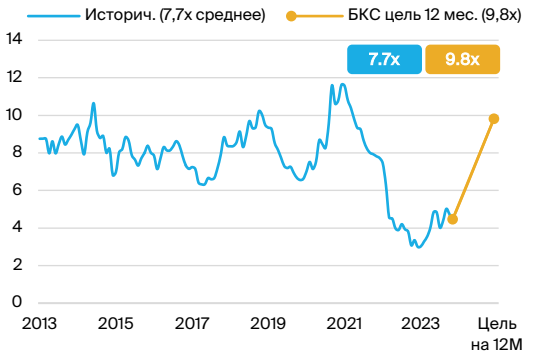
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

Юнипро

У нас теперь позитивный взгляд на акции Юнипро с целевой ценой RUB 3.0 за акцию. Финансовые результаты за 3К23 ухудшились г/г из-за роста себестоимости (пока сложно сказать насколько тренд устойчив). Со временем увидим, является ли это следствием перехода под «эффективное» госуправление (с конца апреля 2023 г.). Впрочем, на балансе по-прежнему находится рекордный для компании объем денежных средств (RUB 45 млрд). Главный риск — неопределенность вокруг будущего контролирующего акционера (в Юнипро введено временное управление). Основное опасение вызывает приостановка выплаты дивидендов.

Взгляд на компанию

Фундаментально сильный актив. Судя по отчетности за 9М23, Юнипро продолжает демонстрировать сильные результаты. Однако 3К23 дал настораживающие сигналы, а перспективы корпоративного управления весьма неоднозначны. Себестоимость в 3К23 выросла на 16%, выручка — на 6%, при этом валовая прибыль снизилась на 12% г/г до RUB 8 млрд, чистая прибыль тоже снизилась, хотя и менее значительно.

Драйверы роста

- **Рост спроса и спотовых цен.** Действующее регулирование позволяет Юнипро генерировать прибыль благодаря эффективным электростанциям и относительно низким затратам. Индексация тарифов на газ — небольшой позитив для Юнипро, поскольку спотовые цены обычно устанавливаются блоками с более высокими затратами. Капзатраты удерживаются на разумном уровне, что позволяет получать значительный свободный денежный поток.
- **Возврат к дивидендам может стать триггером, но сроков пока нет.** Компания приостановила выплату дивидендов в 2022 г. Ранее она выплачивала дивиденды достаточно регулярно. Смена собственника может привести к возобновлению выплат, но пока признаков этого нет.

Ключевые риски

- **Ухудшение финансовых показателей, корпоративное управление.** Компания отменила публикацию квартальных результатов по МСФО (показатели по РСБУ выходят). Будет жаль, если внешнее госуправление приведет к диспропорциональному наращиванию себестоимости и постепенному схлопыванию прибыли, а также ухудшению раскрытия.

Основные изменения

Без значительных изменений в модели. В целом мы подтверждаем, что компания остается прибыльной. Инвестрасходы пока не растут, хотя дальнейшую ситуацию будем оценивать по мере поступления новых данных. Выплата дивидендов пока не возобновляется — средства копятся на балансе.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд. Наша оценка по методу дисконтированных денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 3.00 за акцию (средневзвешенная стоимость капитала — 22.1%, темпы роста в постпрогнозный период — 1%). Юнипро нельзя назвать понятной и однозначной историей. Однако с фундаментальной точки зрения мы видим определенную ценность. Длительная заморозка дивидендных выплат требует некоторого дисконта при оценке объема денежных средств (мы их снижаем на 50%).

Юнипро — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	99	109	9%	99	110	10%	91	101	10%
EBITDA	39	41	5%	39	42	9%	30	29	1%
Чистая прибыль	25	29	14%	25	31	18%	19	20	4%
Рентабельность по EBITDA	40%	38%	2 п.п.	39%	38%	1 п.п.	33%	29%	4 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	25%	27%	2 п.п.	26%	28%	2 п.п.	21%	19%	2 п.п.

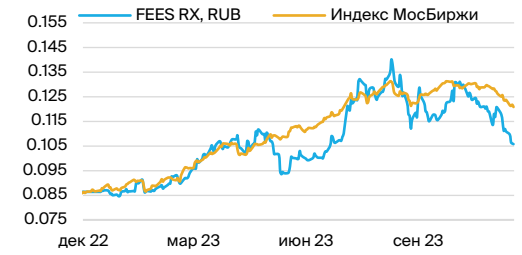
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Юнипро — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.	Новый	Старый	Изм.
Выручка	99	99	0%	99	99	0%	91	91	0%
EBITDA	39	39	1%	39	39	-1%	30	30	0%
Чистая прибыль	25	25	1%	25	25	2%	19	18	6%
Рентабельность по EBITDA	40%	39%	1 п.п.	39%	39%	0 п.п.	33%	33%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	25%	25%	0 п.п.	26%	25%	1 п.п.	21%	21%	0 п.п.

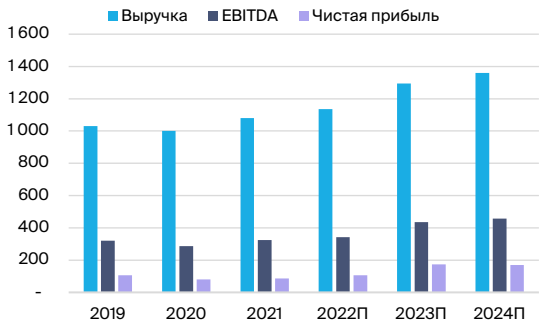
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ФСК-Россети против индекса МосБиржи



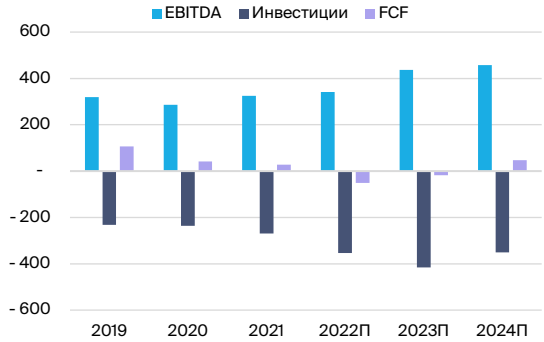
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

ФСК-Россети

Мы повышаем целевую цену на 12 месяцев до RUB 0.08 за акцию, но негативный взгляд сохраняется. Инвесткейс довольно сложный из-за отсутствия дивидендов и высоких капзатрат. Гендиректор компании подтвердил размер инвестпрограммы на 2023 г. в размере RUB 540 млрд. Всего за 2023-24 гг. компания планирует инвестировать RUB 1 трлн. Индексация тарифов, возможно, привела к росту прибыли, но в отсутствие намерения ею делиться компания могла направить средства на инвестпроекты.

Взгляд на компанию

Энергетическая инфраструктурная компания. Передача электроэнергии по высоко- и низковольтным сетям — основное направление для компании. Низковольтные сети сосредоточены в дочерних компаниях МРСК, а высоковольтные — принадлежат материнской компании. В свободном обращении у ФСК-Россети находится около 18% акций, 6% приходится на казначейские акции, а 75% принадлежат государству. Компания также планирует провести размещение акций, чтобы получить некоторые активы от государства. Генеральный директор находится под санкциями, но мы считаем, что это не несет существенные риски для бизнеса компании.

Драйверы роста

- **Повышение тарифов.** ФСК-Россети опубликовала отчетность за 3К23 по РСБУ (там находятся магистральные сети, МРСК не учтены). Эти цифры не дают всей картины, поскольку не раскрываются инвестиции, но результаты по отчету о прибылях и убытках за 3К23 на самом деле хорошие.
- **Предпринимательская прибыль, плата за техприсоединение, резерв мощности.** Есть ряд регуляторных решений, которые могут поддержать сети. Оплата резерва мощности — одна из инициатив компании, которая может повысить доходы (на стадии обсуждения, еще не принята).

Ключевые риски

- **Регулирование, капвложения, корпоративное управление.** Компания подвержена регулированию и зависит от решений по тарифам. Инвестпрограмма не имеет экономической окупаемости (как ДПМ у генераторов). В значительной степени эти расходы можно рассматривать как разрушающие акционерную стоимость. С учетом отрицательного свободного денежного потока вероятность возобновления выплат дивидендов мы рассматриваем как минимальную.

Основные изменения

Мы подняли ожидания по прибыли на 2023 г. После выхода результатов за 1П23 мы решили поднять оценку финансовых результатов за 2023 г. В целом результаты будут зависеть от ряда факторов, в том числе от возможности менеджмента сдерживать издержки. Так, удержание себестоимости материнской компании (издержки не изменились г/г в 3К23) вызывают сдержанный оптимизм и приводит к росту прибыли.

Оценка и взгляд

Негативный взгляд. Наша оценка по методу дисконтирования денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев RUB 0.08 за акцию (средневзвешенная стоимость капитала — 19.7%, стоимость акционерного капитала — 22.9%, рост в постпрогнозный период — 1%). Основное направление для компании — реализация государственных инфраструктурных проектов (например, сетей на Дальнем Востоке). Учитывая отсутствие явной доходности для сетевой инфраструктуры, в отличие от ДПМ в генерации, ФСК-Россети могут не получить достаточно высокую чистую приведенную стоимость (NPV) по некоторым проектам.

ФСК-Россети — прогнозы БКС против консенсуса

RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	1295	1226	6%	1360	1287	6%	1414	1339	6%
EBITDA	436	385	13%	458	404	13%	467	411	14%
Чистая прибыль	173	130	33%	170	142	20%	175	146	20%
Рентабельность по EBITDA	34%	31%	3 п.п.	34%	27%	7 п.п.	33%	31%	2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	11%	2 п.п.	12%	14%	2 п.п.	12%	11%	1 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

ФСК-Россети — изменения ключевых прогнозов

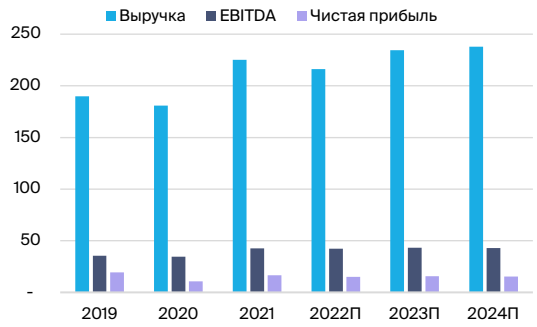
RUB млрд	2023п			2024п			2025п		
	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	1295	1226	6%	1360	1287	6%	1414	1339	6%
EBITDA	436	385	13%	458	404	13%	467	411	14%
Чистая прибыль	173	130	33%	170	142	20%	175	146	20%
Рентабельность по EBITDA	34%	31%	3 п.п.	34%	31%	3 п.п.	33%	31%	2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	11%	2 п.п.	12%	11%	1 п.п.	12%	11%	1 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Мосэнерго против индекса МосБиржи

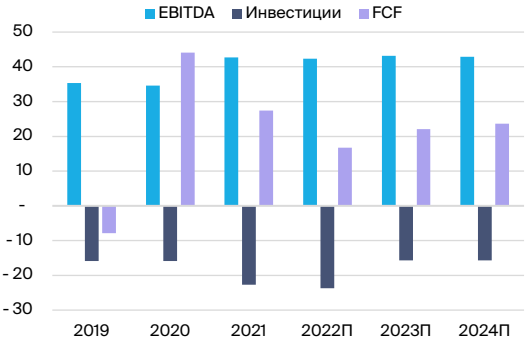
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Мосэнерго

Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Мосэнерго благодаря положительному свободному денежному потоку и в целом устойчивому бизнесу. Мы немного (+2%) поднимаем нашу целевую цену на 12 месяцев до RUB 4.80 за акцию. Мосэнерго — крупнейший производитель электроэнергии (63 млрд кВтч) и тепла (85 млн Гкал) в Московском регионе. У Мосэнерго довольно высокая эффективность газовых ТЭЦ. Самый прибыльный сегмент — генерация электроэнергии. Сегмент теплоснабжения регулируется, поэтому здесь маржа сильно уступает. Компания ежегодно выплачивает дивиденды в размере примерно 50% чистой прибыли по РСБУ. К рискам относятся регулирование и спрос, хотя спрос относительно стабилен.

Взгляд на компанию

Стабильная производственная база в Московском регионе. Компания не очень радовала результатами за 2К-3К23, что мы связываем с краткосрочными погодными факторами. Мосэнерго относительно эффективна благодаря низким удельным расходам топлива, что дает высокую загрузку мощностей и маржинальность. Москве принадлежат около 26% Мосэнерго — это может быть некой страховкой от ряда корпоративных рисков. Выручка складывается из доходов от электроэнергии/мощности (56%) и тепловой энергии (43%). На электроэнергию /мощность приходится 85% общей прибыли, на тепло — только 15%. Теплоснабжение низкорентабельно, но делает производство электроэнергии более конкурентоспособным, поскольку Мосэнерго может перенести часть своих постоянных и переменных затрат на теплоснабжение (оплачивается по тарифам) и стать более эффективной. Мосэнерго находится под санкциями, но, на наш взгляд, это не несет существенных рисков для бизнеса.

Драйверы роста

- **Контроль цен и издержек.** Спотовые цены и тарифы на мощность — основа выручки и рентабельности компании. Мы индексируем спот с учетом ожидаемых повышений тарифов на газ и постепенно повышаем будущие тарифы на мощности. На трех станциях подойдут к концу сроки ДПМ, но в отличие от ОГК-2 это не сильно повлияет на денежные потоки.
- **Ежегодный дивиденд, следующая выплата в середине лета 2024 г.** Компании будет сложно побить результат прошлого года, однако холодный 4К23 может улучшить результаты за год (пока результаты за 9М23 довольно слабые). Мосэнерго выплачивает дивиденды раз в год. Выплаты в следующем году могут быть сопоставимы с выплатами этого года. Хотя мы не исключаем и некоторых негативных рисков.

Ключевые риски

- **Спрос, инвестиции и регулирование.** Мы отметили некоторую слабость на уровне выработки тепловой энергии во 2К23, что неизбежно привело к снижению экономической эффективности (Мосэнерго наиболее эффективно работает при сочетании производства тепловой и электрической энергии). Капзатраты — один из основных рисков для финансовых показателей, но мы не видим на горизонте крупных проектов. Регулирование и корпоративное управление также несут значительные риски.

Основные изменения

Прогнозы прибыли немного снижены. Консенсус-прогноз прибыли на СПбМТСБ (2023-25 гг.) незначительно выше наших показателей. Ожидания по EBITDA относительно близки к нашим оценкам, хотя на 2024-25 гг. — ниже наших прогнозов.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд. Наша целевая цена по модели дисконтирования денежных потоков — RUB 4.80 за акцию. Основа стоимости — продажи электроэнергии/мощностей, но выручка от теплоснабжения — дополнительный источник и при сочетании производства тепловой и электрической энергии обеспечивает хорошую эффективность. Закладываем средневзвешенную стоимость капитала 19.3%, стоимость акционерного капитала 19.3% и рост в постпрогнозный период 1%. У компании было RUB 48 млрд на балансе, но в октябре она внесла RUB 7.5 млрд в другую компанию. Мы сомневаемся, что средства на балансе будут распределены в виде дивидендов акционерам и применяем дисконт.

Мосэнерго — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	234	246	5%	238	248	4%	241	252	4%
EBITDA	43	44	2%	43	40	6%	42	40	4%
Чистая прибыль	16	19	16%	15	16	5%	15	16	6%
Рентабельность по EBITDA	18%	18%	0 п.п.	18%	16%	2 п.п.	17%	16%	1 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	7%	8%	1 п.п.	6%	7%	1 п.п.	6%	6%	0 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Мосэнерго — изменения ключевых прогнозов

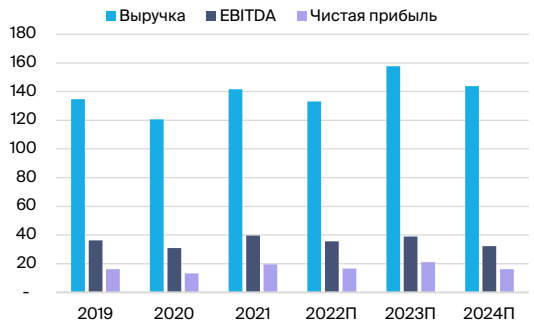
	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	234	234	0%	238	236	1%	241	239	1%
EBITDA	43	43	0%	43	41	5%	42	40	4%
Чистая прибыль	16	16	-2%	15	14	10%	15	13	12%
Рентабельность по EBITDA	18%	18%	0 п.п.	18%	17%	1 п.п.	17%	17%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	7%	7%	0 п.п.	6%	6%	0 п.п.	6%	5%	1 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ОГК-2 против индекса МосБиржи

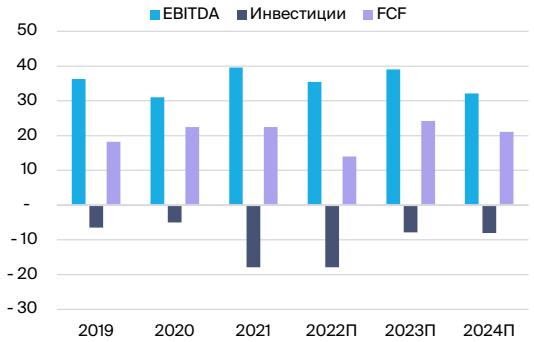
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

ОГК-2

Мы снижаем целевую цену на 12 месяцев для ОГК-2 на 10% до RUB 0.27 за акцию и сохраняем негативный взгляд. Причина низкой оценки — окончание срока действия ДПМ в конце 2024 г. Мы полагаем, что компанию ждет снижение выручки на RUB 27 млрд (и падение EBITDA). В 2025 г. будет сильный шок, поскольку она лишится от 70% EBITDA. В 2023–24 гг. мы ждем достаточно хорошую прибыль. Дивиденды в следующие два года также могут сохраниться. Риски — регуляторные (изменение правил и цен на рынке электроэнергии и мощности), а также корпоративного управления.

Взгляд на компанию

Негативный взгляд в связи с масштабным снижением выручки в 2025 г. Активы ОГК-2 расположены в европейской части России, на Урале и в Западной Сибири. В теории компания может заметно снизить фиксированные операционные расходы в 2024–25 гг., в то время как выручка от продажи мощности будет снижаться. Это может поддержать финансовые показатели компании после 2025 г., которые иначе будут довольно слабыми. Пока мы исходим из сценария отсутствия резких мер: в 2025 г. компания получит убыток, а после 2025 г. не будет выплачивать дивиденды. Переход от прибыли в RUB 16 млрд в год в 2024 г. к убытку в 2025 г. может вызвать недоумение. По нашим расчетам, дополнительные платежи за мощность по ДПМ в размере RUB 27 млрд в год исчезнут. На смену платежам по ДПМ придут цены КОМ для пяти мощностей, и платежи будут значительно меньше. ОГК-2 входит в группу, находящуюся под санкциями, но, на наш взгляд, это не несет существенные риски для бизнеса компании.

Драйверы роста

- **Повышение цен, сокращение операционных издержек и капзатрат.** Любое восстановление на рынке в части цен и объемов позитивно для ОГК-2. Другим благоприятным изменением может быть экономия на операционных издержках. Капзатраты не слишком большие, но их оптимизация тоже пошла бы на пользу.
- **Дивиденды после 2025 г. под вопросом.** Компания выплатила дивиденды в размере около 52% от чистой прибыли по РСБУ за 2022 г. Дивиденды за 2023-24 гг. также вероятны. Однако в 2025 г. чистая прибыль может оказаться на отрицательной территории, что несет риск отсутствия дивидендов.

Ключевые риски

- **Корпоративное управление, рост капзатрат, регулирование и цены.** Рост тарифов на мощность выше наших оценок был бы позитивен. Благоприятная динамика спотовых цен также может привести к более высокой прибыли. Если менеджмент сильно снизит операционные расходы (и капзатраты) до или после сокращения доходов по ДПМ, это может улучшить финансовые показатели ОГК-2 в 2025 г. и далее, а также сгладить снижение свободного денежного потока. Рост капзатрат, на наш взгляд, маловероятен, но полностью его исключать нельзя (слияния и поглощения также могут нести риски корпоративного управления).

Основные изменения

Прогнозы без изменений. Обращаем внимание, что консенсус-прогноз на 2024-25 гг. выше наших оценок, при этом также предполагает резкое падение прибыли в 2025 г. Мы ждем результатов допэмиссии, которая может привести к риску размытия для миноритарных акционеров.

Оценка и взгляд

Подтверждаем негативный взгляд. Для оценки ОГК-2 мы используем метод дисконтирования денежных потоков: средневзвешенная стоимость капитала 17.8%, стоимость акционерного капитала 21.3% и рост в постпрогнозный период 1%. Целевая цена на 12 месяцев — RUB 0.27/акц. Бизнес ОГК-2 подвержен рискам ввиду окончания срока действия ДПМ в конце 2024 г. Также есть риск размытия в результате допэмиссии. Дивиденды за 2023 г. вполне вероятны, за 2024 г. — возможны, но результаты за 2025 г. уже будут отрицательными. Дивидендная история может закончиться, если менеджмент не предпримет каких-то экстраординарных мер для сокращения издержек.

ОГК-2 — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	158	150	5%	144	153	6%	119	130	8%
EBITDA	39	40	2%	32	39	18%	6	13	54%
Чистая прибыль	21	21	2%	16	21	22%	-4	0	нм
Рентабельность по EBITDA	25%	26%	1 п.п.	22%	26%	4 п.п.	5%	10%	5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	14%	1 п.п.	11%	14%	3 п.п.	-4%	0%	4 п.п.

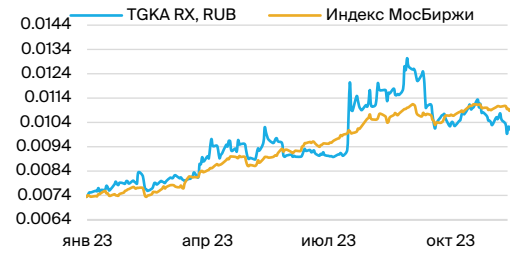
Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

ОГК-2 — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	158	140	13%	144	144	0%	119	119	0%
EBITDA	39	33	18%	32	35	-8%	6	9	-33%
Чистая прибыль	21	14	46%	16	17	-3%	-4	-4	16%
Рентабельность по EBITDA	25%	24%	1 п.п.	22%	24%	2 п.п.	5%	7%	2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	13%	10%	3 п.п.	11%	12%	1 п.п.	-4%	-3%	1 п.п.

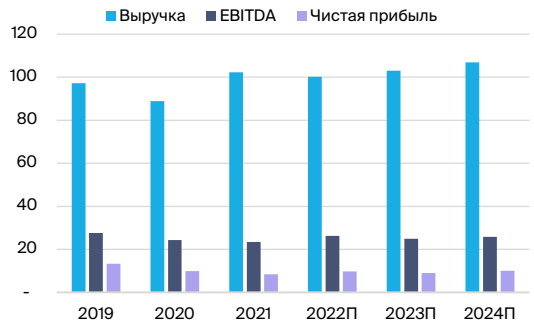
Источники: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок ТГК-1 против индекса МосБиржи



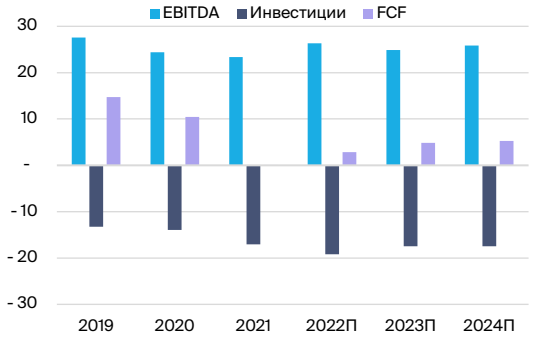
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источник: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



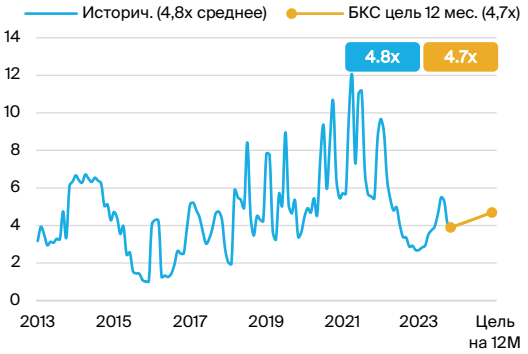
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

ТГК-1

Мы меняем взгляд по ТГК-1 на позитивный из-за снижения стоимости акции, при этом целевую цену на 12 месяцев оставляем на уровне RUB 0.012 за акцию. Наша оценка сильно зависит от будущих цен на электроэнергию, тарифов на тепло, расходов, капзатрат и других факторов. В целом мы подчеркиваем отсутствие дивидендов на данном этапе.

Взгляд на компанию

Теперь позитивный взгляд. Компания владеет несколькими ТЭЦ и гидростанциями. На тепловую энергию приходится значительная часть бизнеса (до половины чистой выручки). Однако, судя по сегментной разбивке, ТГК-1 больше зарабатывает на гидроэнергии. Большая часть электроэнергии в Мурманской области и Карелии продается на спотовом рынке с дисконтом к ценам Центральной России из-за ограничений на перетоки в энергосетях. Это снижает выручку ТГК-1. В отличие от большинства других территориальных генкомпаний ТГК-1 получила еще ряд малых и средних ГЭС, не вошедших в состав Русгидро. На долю ГЭС ТГК-1 приходится чуть более 40% общей мощности компании и примерно такая же доля в общем производстве электроэнергии. ТГК-1 входит в группу, находящуюся под санкциями, но, на наш взгляд, это не несет существенные риски для бизнеса компании.

Драйверы роста

- **Возобновление выплаты дивидендов под вопросом.** Мы считаем, что присутствие финской Fortum среди акционеров (доля 29.99%) мешает ТГК-1 распределять дивиденды после обострения в геополитике. Сложно предположить, когда ситуация изменится. Считаем, что пока компания не будет выплачивать дивиденды. Тем не менее, если она возобновит выплату дивидендов, это будет позитивно воспринято инвесторами.
- **Регулирование и цены.** Рост спроса на электроэнергию может поддержать цены, что благоприятно скажется на ТГК-1. Цены на мощность в большей степени зависят от решений регулирующих органов.

Ключевые риски

- **Свободный денежный поток под давлением капзатрат.** Когда ТГК-1 в 2022 г. перестала выплачивать дивиденды, средства могли пойти на капзатраты и погашение долга. На данный момент у компании чистый долг в размере около RUB 10 млрд (данные за 3К23 по МСФО). Мы ожидаем, что капвложения составят около RUB 17 млрд в год. Если в этом году и далее они окажутся выше, это может лишить нашу модель дисконтированных денежных потоков части стоимости. ТГК-1 генерирует свободный денежный поток, но из-за относительно высоких капвложений он ниже, чем мог бы быть.

Основные изменения

Прогнозы без изменений. Мы оставляем наши прогнозы без изменений. Обращаем внимание, что консенсус-прогноз немного ниже наших оценок.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд. Наша оценка основывается на дисконтировании будущих денежных потоков компании и учитывает средневзвешенную стоимость капитала 19.3%, стоимость акционерного капитала 22.1%, рост в постпрогнозный период 1%. Избыточная доходность, по нашей оценке, составляет 20%, а целевая цена на 12 месяцев — RUB 0.012 за акцию. Позитивными катализаторами могут стать снижение капзатрат, рост цен на мощность и/или тепловую энергию и возврат к выплатам дивидендов. Риски — инфляция издержек (может вызвать падение прибыли) и гипотетические проблемы в корпоративном управлении.

ТГК-1 — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	103	109	5%	107	112	4%	111	118	6%
EBITDA	25	22	12%	26	22	19%	25	24	6%
Чистая прибыль	9	8	19%	10	7	38%	10	9	9%
Рентабельность по EBITDA	24%	21%	3 п.п.	24%	20%	4 п.п.	23%	20%	3 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	9%	7%	2 п.п.	9%	7%	2 п.п.	9%	8%	1 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

ТГК-1 — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	103	103	0%	107	107	0%	111	111	0%
EBITDA	25	25	0%	26	26	0%	25	25	0%
Чистая прибыль	9	9	0%	10	10	0%	10	10	0%
Рентабельность по EBITDA	24%	24%	0 п.п.	24%	24%	0 п.п.	23%	23%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	9%	9%	0 п.п.	9%	9%	0 п.п.	9%	9%	0 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

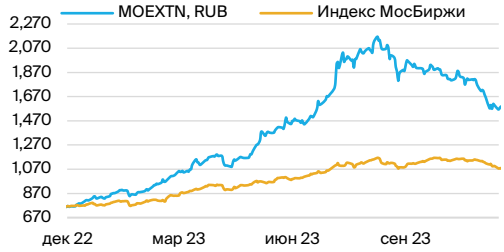
18 декабря 2023 г.

Транспорт

Позитивно смотрим на Совкомфлот, негативно — на Globaltrans и Аэрофлот

Взгляд на сектор	Нейтральный
Средний потенциал роста	24%
Фавориты	-

Динамика акций индекса транспорта МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 14 декабря
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Мы поднимаем целевую цену по бумагам Совкомфлота на 7% до RUB 160/акцию, снижаем по Globaltrans до RUB 610/ГДР и повышаем по Аэрофлоту на 8%.

Совкомфлот (позитивный взгляд) выигрывает от высоких ставок фрахта на российскую нефть и нефтепродукты. Компания номинирует свои ставки на транспортировку в долларах, поэтому относительно слабый рубль помогает рублевой прибыли (и дивидендам) в 2023 г. Статистика по ж/д грузообороту не впечатляет, но ставки аренды полувагонов остаются вполне благоприятными (чуть ниже RUB 3000/полувагон/сутки). Ставки аренды полувагонов растут с марта. После спада осенью прошлого года ставки сначала стабилизировались и отскочили. Теперь мы ожидаем, что в этом и следующем году ставки останутся примерно на текущем уровне, а в 2025 г. немного снизятся.

Аэрофлот радует нас ежемесячной операционной статистикой по полетам и пассажирам. Также компания возобновила публикацию отчетности. Хотя прибыль по этому году не ожидается, рост пассажирооборота обнадеживает. Компания смогла увеличить свои доходные ставки (стоимость среднего билета). Международные ставки в среднем выше, чем внутрироссийские.

Три транспортные компании под нашим покрытием представлены на трех разных рынках (транспортировка нефти, грузовые железнодорожные перевозки и пассажирские авиаперевозки). Степень неопределенности остается высокой, однако пока динамика на всех трех рынках стабильная или повышательная.

Для Совкомфлота ключевой фактор — будущие ставки фрахта (они зависят также от санкций). Аэрофлот может столкнуться с рядом проблем (топливо, лизинговые ставки и прочее). Что касается Globaltrans, в центре внимания инвесторов — переезд головной компании и дивиденды.

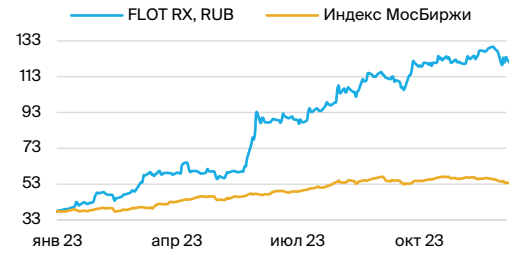
Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель '24	2023п	2024п	Цель '24
Совкомфлот	Позитивный	Нейтральный	160	150	7%	33%	11%	2.24	2.52	3.22	3.40	4.10	5.43
Globaltrans	Негативный	Негативный	610	710	-14%	6,8%	-15%	2.32	2.52	2.69	3.71	4.20	4.49
Аэрофлот	Негативный	Негативный	39	36	8%	10%	-13%	0.7	0.7	0.7	-2.0	-2.0	-2.1

*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на 13 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

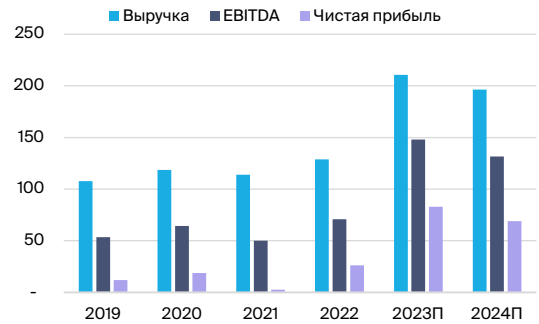
18 декабря 2023 г.

Динамика котировок Совкомфлота против индекса МосБиржи



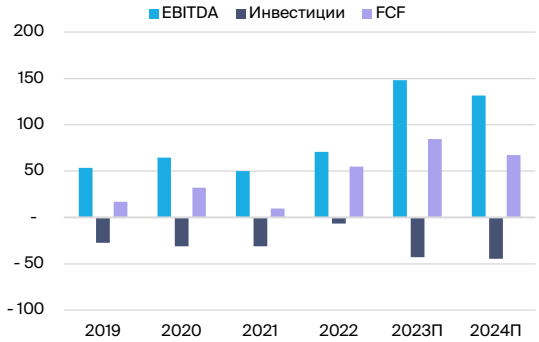
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источники: БКС Мир Инвестиций

Совкомфлот

Мы повышаем целевую цену на 12 месяцев на 7% до RUB 160 за акцию и меняем взгляд на позитивный. Совкомфлот — бенефициар текущей ситуации с санкциями против российской нефтяной отрасли и транспортировки нефти, поскольку санкции привели к росту ставок фрахта для танкеров перевозящих российскую нефть. Ставки все еще находятся на рекордных уровнях. Мы подняли наши прогнозы по ставкам на 2024-25 гг. (хотя закладываем некоторое снижение г/г по традиционному сегменту). Относительно слабый рубль поддерживает нашу рублевую оценку, поскольку ставки фрахта номинированы в долларах США. Следовательно, слабый рубль позитивен для рублевых доходов Совкомфлота (и потенциальных дивидендов). Основной риск — дальнейшая динамика ставок, так как в будущем ставки могут упасть.

Взгляд на компанию

Традиционный и индустриальный сегменты. Флот компании составляет 115 судов. Компания разделяет их на индустриальный (шельфовые проекты и танкеры для перевозки СПГ) и традиционный сегмент (транспортировка нефти и нефтепродуктов. Высокие ставки способствовали росту доходов в традиционном сегменте. Изменившаяся морская логистика транспортировки нефти (более дальние перевозки российской нефти в Индию и Китай), санкции и прочие факторы пока удерживают ставки на высоком уровне. Ставки в индустриальном сегменте более стабильные, поскольку соглашения носят долгосрочный характер и распространяются на флот танкеров ледового класса, ледокольных судов и СПГ-газовозов. Совкомфлот находится под санкциями, что с учетом особенностей бизнеса несет определенные риски.

Драйверы роста

- **Динамика ставок фрахта, прибыль и дивиденды.** Компания впервые рекомендовала промежуточные дивиденды за 9М23 в размере RUB 6.32/акц. с доходностью 5%. Совкомфлот подчеркивает приверженность выплате 50% от скорректированной чистой прибыли за год. Результаты за 3К23 в целом подтвердили наш сильный прогноз по прибыли на 2023 г (более RUB 80 млрд). Компания активно контрактует будущую выручку, но ставки не раскрывает. На 2024 г. уже законтрактовала $1.1 млрд выручки по, вероятно, относительно высоким ставкам (не приводятся). Сохранение высоких ставок в течение длительного времени может быть позитивным фактором для Совкомфлота. Санкции против российской нефтяной отрасли, вероятно, сохранятся, что может удерживать ставки на повышенном уровне еще долгое время.

Ключевые риски

- **Отмена санкций в нефтяной отрасли может привести к снижению ставок.** В прошлом мы видели гораздо более низкие ставки, поэтому изменения в геополитическом раскладе могут также снизить ставки и доходы. Однако на данном этапе эти риски носят гипотетический характер. Укрепление рубля также может способствовать снижению рублевых доходов (и дивидендов).

Основные изменения

Наши прогнозы выше консенсуса. Мы, возможно, более оптимистичны в отношении будущих ставок фрахта. Изменение наших оценок на 2024-25 гг. обусловлено поднятием прогнозов по ставкам. Самые большие изменения касаются традиционного сегмента (перевозка нефти и нефтепродуктов). Напомним, международные индексы, отслеживающие ставки в тайм-чартерном эквиваленте для соответствующих классов танкеров (типа Афрамакс), не отражают премию за «российские санкции».

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд с целевой ценой RUB 160/акц. Наша оценка основывается на подходе дисконтирования денежных потоков и учитывает WACC 20.1%, стоимость акционерного капитала 21.2%, рост в постпрогнозный период 2%. Скорректированная прибыль за 3К23 составила RUB 9/акц. или RUB 21 млрд. Бизнес компании в значительной степени представлен в долларах США, и курс рубля влияет на рублевую выручку и прибыль. Риск снижения ставок может реализоваться, если больше танкеров начнут перевозить российскую нефть/нефтепродукты. Ужесточение санкций может привести к повышению ставок (позитивно), а ослабление ограничений, напротив, негативно для доходов.

Совкомфлот — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	211	169	25%	188	143	32%	180	134	34%
EBITDA	148	128	16%	124	108	15%	115	92	24%
Чистая прибыль	84	72	17%	64	53	20%	56	39	42%
Рентабельность по EBITDA	70%	76%	6 п.п.	66%	75%	9 п.п.	64%	69%	5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	40%	42%	2 п.п.	34%	37%	3 п.п.	31%	29%	2 п.п.

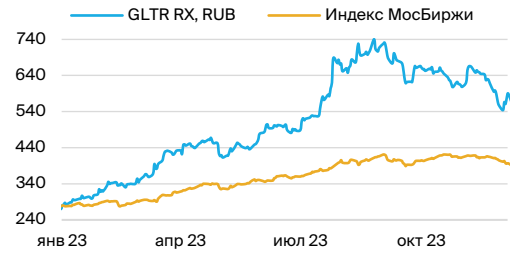
Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Совкомфлот — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	209	211	-1%	197	188	5%	204	180	14%
EBITDA	147	148	-1%	133	124	8%	140	115	22%
Чистая прибыль	82	84	-2%	70	64	10%	75	56	33%
Рентабельность по EBITDA	70%	70%	0 п.п.	68%	66%	2 п.п.	69%	64%	5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	39%	40%	1 п.п.	36%	34%	2 п.п.	37%	31%	6 п.п.

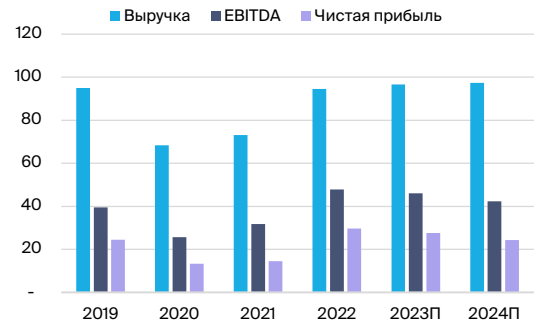
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Globaltrans против индекса МосБиржи



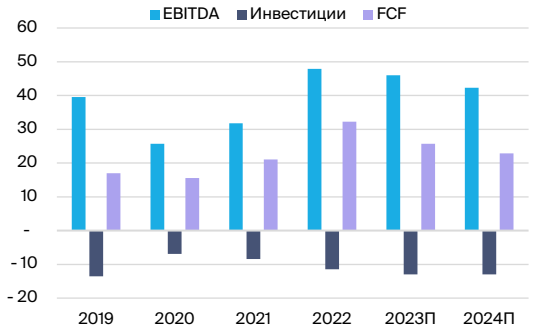
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



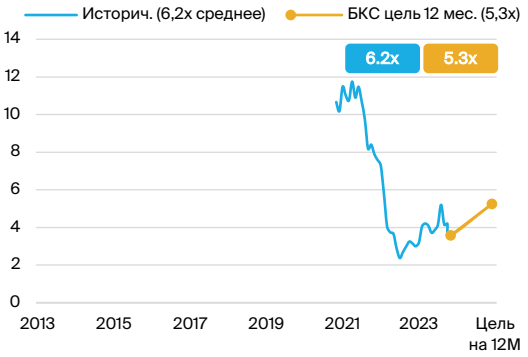
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир Инвестиций

Globaltrans

Мы снижаем целевую цену на 12 месяцев по акциям Globaltrans на 14% до RUB 610/ГДР и подтверждаем негативный взгляд. Парк компании включает полувагоны (45.7 тыс., или 69% от общего количества) и цистерны (порядка 19 тыс.). Данные РЖД фиксируют падение погрузки (-1.9%) и грузооборота (2.2%) на сети РЖД в ноябре. Индекс ставок на полувагоны опять чуть подрос +1.5% м/м до RUB 2960/полувагон/сутки в ноябре. Мы ввели 15% дисконт к чистой стоимости активов из-за роста ставки налога на дивиденды для материнской компании от российских «дочек».

Взгляд на компанию

Ставка на фундаментальные характеристики рынка ж/д перевозок. Ставки аренды на полувагоны демонстрируют рост с марта этого года — Globaltrans в теории должен чувствовать себя хорошо с точки зрения прибыли. Исторически такой диссонанс (объемы падают, ставки растут) объяснялся замедлением скорости движения вагонов по ж/д сети из-за заторов и пробок. Поскольку цены очень важны для экономики Globaltrans, пока мы фиксируем неплохую финансовую составляющую для компании.

Драйверы роста

- **Динамика грузоперевозок, ставки аренды и дивиденды.** Недавнее снижение цены акций может быть связано не с фундаментальной конъюнктурой на рынке перевозок, а с усталостью от продолжительного переезда компании в Дубай, отсутствия дивидендов уже в течение длительного времени и отсутствия четких сроков их возобновления. Мы пока аккуратны в своих оценках. Возобновление выплаты дивидендов и коммуникация от компании с планами по выплатам могут существенно поддержать котировки.

Ключевые риски

- **Ставки аренды полувагонов достаточно волатильны.** Компания намекает на большие списания вагонов в 2025-27 гг. Соответственно, Globaltrans может снизить свой положительный свободный денежный поток, если будут пропорциональные покупки вагонов, на горизонте 2025 г. или даже ранее.

Основные изменения

Прогноз чистой прибыли на 2023 г. на уровне консенсуса, оценки на 2024-25 гг. уступают. Наши отличия от консенсуса по 2024-25 гг. могут объясняться разными взглядами на дальнейшие ставки аренды (мы ждем стабильной динамики в 2024 г. и снижения в 2025 г. г/г, а рынок, вероятно, считает иначе). Сейчас мы следим за спотовыми ставками аренды на полувагоны по индексу Rail Commerce, а также смотрим на объемы грузоперевозок, согласно ежемесячным пресс-релизам РЖД.

Оценка и взгляд

Негативный взгляд с целевой ценой RUB 610 за ГДР. Оценка рассчитана по методу дисконтирования денежных потоков: средневзвешенная стоимость капитала — 20.6%, стоимость акционерного капитала — 21.7%, рост в постпрогнозный период — 2%. Несмотря на падение погрузки и грузооборота на сети РЖД в ноябре, индекс ставок на полувагоны опять чуть подрос. Фундаментально история хорошая, но прогресса с выплатой дивидендов пока нет (компания неспособна платить дивиденды из-за технических ограничений на перевод денежных средств и переезда в ОАЭ). Повышение ставок, удержание (и рост) положительного свободного денежного потока, решения с дивидендами — факторы, которые могут позитивно повлиять на оценку.

Globaltrans — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	96	86	11%	97	87	11%	96	88	9%
EBITDA	45	45	2%	42	43	1%	38	46	16%
Чистая прибыль	27	28	2%	24	27	9%	21	31	33%
Рентабельность по EBITDA	47%	52%	5 п.п.	43%	49%	6 п.п.	40%	52%	12 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	28%	32%	4 п.п.	25%	31%	6 п.п.	21%	35%	14 п.п.

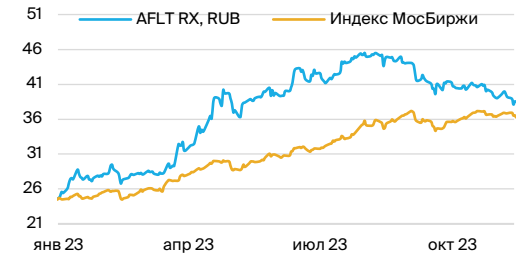
Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Globaltrans — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	97	96	0%	97	97	0%	96	96	0%
EBITDA	46	45	1%	42	42	0%	38	38	0%
Чистая прибыль	28	27	1%	24	24	0%	21	21	0%
Рентабельность по EBITDA	48%	47%	1 п.п.	43%	43%	0 п.п.	40%	40%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	29%	28%	1 п.п.	25%	25%	0 п.п.	21%	21%	0 п.п.

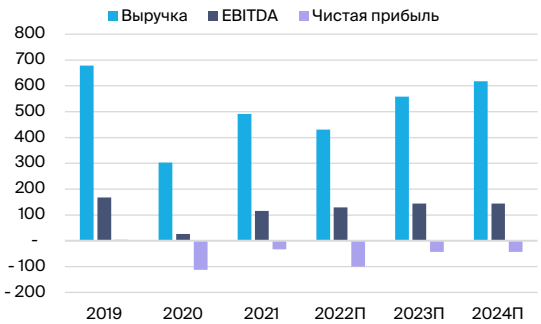
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Аэрофлота против индекса МосБиржи



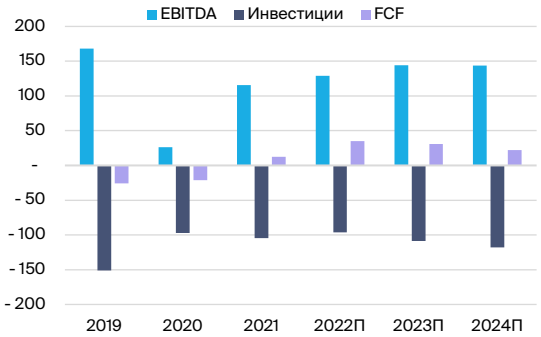
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Аэрофлот

Мы подтверждаем негативный взгляд на бумаги Аэрофлота (новая целевая цена — RUB 39/акц.). Аэрофлот опубликовал результаты за 3К23 по МСФО (для нас важны скорректированные результаты без эффекта от страхового урегулирования). Компания получила прибыль, хотя топливный демпфер в размере RUB 24.1 млрд очень помог компании в условиях роста цены на топливо. Объемы трафика и пассажирооборота восстанавливаются, что позволяет повышать доходность, но цены на топливо растут быстрее, что несет риск для прибыли.

Взгляд на компанию

Аэрофлот — национальный перевозчик. В целом компания показывает улучшение финансового состояния, но неопределенность остается выраженной. Аэрофлот, скорее всего, закончит 2023 г. с убытками, но мы будем следить за динамикой, поскольку компания может выйти на безубыточный уровень раньше наших ожиданий. Демпфер в 3К23 помог компании получить прибыль: без учета демпфера не было бы скорректированной прибыли. Аэрофлот находится под санкциями, что с учетом особенностей бизнеса несет определенные риски для компании.

Драйверы роста

- **Рост спроса = рост потока и оборота = поддержка для цен.** Доходные ставки растут: за 9М23 они выросли на 17% г/г до RUB 4.47/пкм. Это высокие уровни для Аэрофлота в историческом контексте. Способность Аэрофлота постепенно увеличивать доходность поможет вывести компанию в «плюс» с точки зрения прибыли.

Ключевые риски

- **Технические проблемы, геополитика, спрос и цены.** Аэрофлот в целом справился с серьезными внешними шоками в 2020-22 гг. Мы считаем, что основной вызов теперь — умение перекладывать растущие издержки (топливные и прочие) в конечную цену на авиабилеты. Большой нагрузкой будет постепенная интеграция и предполагаемый переход на российскую авиатехнику, поддержание существующего авиафлота и его годности.

Основные изменения

Более консервативный прогноз по прибыли на 2024-25 гг. Наши прогнозы довольно близки к консенсусу по выручке, но ниже по прибыли на 2024-25 гг. Мы считаем, что бизнес Аэрофлота восстанавливается, и прогноз становится более позитивным. Мы все еще ожидаем убыток в 2023-24 гг. (и, возможно в 2025 г.), но готовы обновить модель, если результаты окажутся более позитивными.

Оценка и взгляд

Целевая цена RUB 39/акц., негативный взгляд. Мы оцениваем Аэрофлот по методу дисконтирования денежных потоков (средневзвешенная стоимость акционерного капитала — 20.3%, стоимость акционерного капитала — 22.7%, темпы роста в постпрогнозный период — 2%). Мы считаем скорректированные результаты за 3К23 хорошими, но отмечаем ряд трудностей, в частности, относительно высокие внутренние цены на авиакеросин. При слабом рубле лизинговые платежи также могут представлять сложности для компании, хотя Аэрофлот прилагает большие усилия по переводу ряда обязательств в российскую юрисдикцию и рублевые цены.

Аэрофлот — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	558	540	3%	618	616	0%	641	659	3%
EBITDA	144	124	16%	143	135	6%	153	158	3%
Чистая прибыль	-43	-52	18%	-44	-32	39%	-37	-26	42%
Рентабельность по EBITDA	26%	23%	3 п.п.	23%	22%	1 п.п.	24%	24%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	-8%	-10%	2 п.п.	-7%	-5%	2 п.п.	-6%	-4%	2 п.п.

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Аэрофлот — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	558	543	3%	618	593	4%	641	637	1%
EBITDA	144	122	18%	143	125	15%	153	155	-1%
Чистая прибыль	-43	-110	-61%	-44	-107	-59%	-37	-83	-56%
Рентабельность по EBITDA	26%	22%	4 п.п.	23%	21%	3 п.п.	24%	24%	0 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	na	na	na	na	na	na	na	na	na

Источник: БКС Мир инвестиций

Удобрения

Взгляд на сектор	Позитивный
Средний потенциал роста	30%
Фавориты	Фосагро

Цены на фосфорные удобрения отскочили от дна, закладываем чуть более крепкий рубль

Мы обращаем внимание на несколько фундаментальных факторов. Цены на фосфорные удобрения остаются выше средних значений за несколько лет. Вместе с тем наши прогнозы по рублю несколько снизились. В 3К23 цены поднялись, поэтому основной вопрос заключается в их дальнейшем направлении. Благодаря ослаблению рубля 3К23 был в целом неплохим с точки зрения финансовых показателей. Компания вновь рекомендовала выплаты дивидендов (за 2К23 и 3К23) в размере 100% свободного денежного потока. Впрочем, введение экспортных пошлин приводит к росту обязательств и давлению на прибыль и дивиденды до конца 2024 г.

Важнейшая переменная — способность беспрепятственно экспортировать объемы, поскольку санкции, локдауны и логистические сбои могут существенно повлиять на бизнес-модель и выручку Фосагро.

В более долгосрочной перспективе ключевым фактором остается ценообразование. По историческим меркам текущие цены на фосфаты (DAP/MAP чуть выше $500/т) остаются выше многолетних средних уровней, хотя и значительно снизились с начала года. Следовательно, если цены вдруг снизятся, наши среднесрочные прогнозы могут сильно упасть, что повлияет на оценку. Новая экспортная пошлина в размере 10% действует с 1 октября 2023 г. и до конца 2024 г. (при курсе выше RUB 80/$).

Ежегодно Фосагро производит и продает около 8 млн т фосфорных и 2.5 млн т азотных удобрений, при этом большая часть объемов идет на экспорт. Локальные цены практически аналогичны экспортным, поэтому мы закладываем одну цену в нашу модель. Объемы меняются не сильно (хотя некоторые изменения есть). Следовательно, ключевая переменная — это цена. В 2021-23 гг. цены сильно менялись, двигаясь то вверх, то вниз.

Активы компании включают добывающее предприятие в Мурманской области и заводы по производству удобрений в Вологодской, Саратовской и Ленинградской областях. Компания генерирует положительный свободный денежный поток, значительная часть которого распределяется среди акционеров.

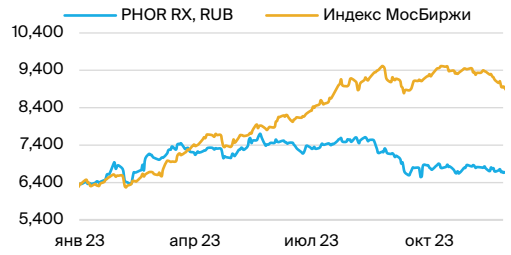
Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель '24	2023п	2024п	Цель '24
Фосагро	Позитивный	Позитивный	8600	8900	-3%	30%	12%	5.95	5.98	7.44	7.89	7.78	10.12

*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 13 декабря

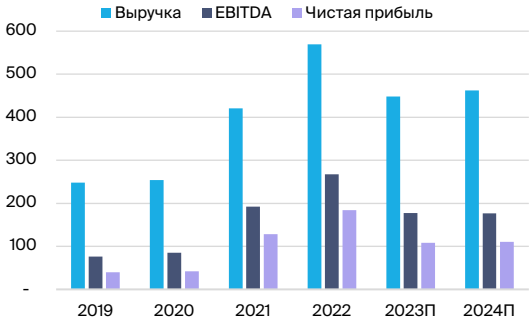
Источники: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Фосагро против индекса МосБиржи



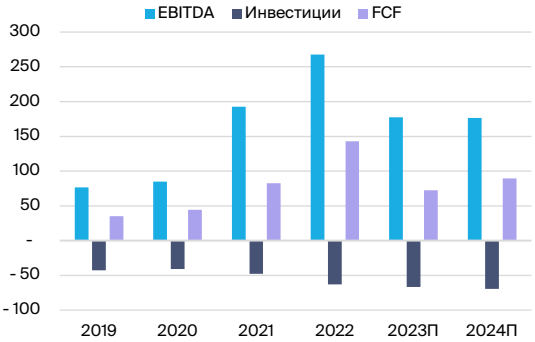
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень

Источник: БКС Мир инвестиций

Фосагро

Мы оставляем позитивный взгляд, но на 3% снижаем целевую цену на 12 месяцев до RUB 8600 за акцию против RUB 8900 ранее. Причина — более крепкий рубль в нашем прогнозе. Фосагро после введения экспортных пошлин потерял часть своей стоимости. Однако, на наш взгляд, бизнес себя чувствует нормально, компания показывает свободный денежный поток и готова им делиться с акционерами. Экспортные цены на ключевые виды фосфорных удобрений, например, на диаммоний/моноаммоний фосфат находятся выше $500/т. Учитывая значительную экспортную выручку, Фосагро также выигрывает от относительно слабого рубля, хотя дополнительное налогообложение на экспорт отнимет часть доходов.

Взгляд на компанию

Фосагро — наиболее ликвидная бумага на российском рынке удобрений. Финансовые результаты за 3К23 и возобновление выплаты дивидендов — хорошая новость для акционеров. Мы подняли наши прогнозы на 2024 г, но чуть снизили на 2025 г. (в том числе из-за валютных курсов). В открытом доступе нет индексов на российские фосфорные удобрения, поэтому мы следим за фактической выручкой Фосагро. Прогнозирование будущих цен на удобрения достаточно затруднено.

Драйверы роста

- **Ослабление рубля выгодно экспортерам.** Несмотря на введение экспортных пошлин, компания, скорее всего, продолжит платить ежеквартальные дивиденды, учитывая рекомендацию. Дивиденды за 2К23 были пропущены. Продолжение выплат возможно позволит улучшить отношение инвесторов к бумаге. Оценка Фосагро весьма чувствительна к ценам на удобрения и к курсу.
- **Рост цены на удобрения и слабый рубль — позитив для оценки.** Мы указываем в качестве риска снижение фактических цен на удобрения и теперь предполагаем, что в 2024 г. цены на DAP/MAP составят $495/т (в 2025 г. — $500/т). Если цены останутся выше наших прогнозов, то мы увидим более высокую прибыль, более высокие дивиденды и, следовательно, более высокую оценку.

Ключевые риски

- **Цена, объемы и пошлины.** Помимо ценовых рисков, напомним о гипотетических, связанных с объемами (ограничения, санкции, квоты и прочее). Экспортная пошлина как дополнительное налогообложение для экспортеров также несет риск. Негативные риски для оценки: падение цен на удобрения, укрепление рубля и рост операционных затрат. В настоящее время мы предполагаем сохранение капзатрат на прежнем уровне, однако их рост — еще один риск.

Основные изменения

Прогнозы ниже, чем у рынка на 2023 г., сопоставимы на 2024 г. и выше на 2025 г. Мы чуть ниже консенсуса на 2023 г. по EBITDA и чистой прибыли, мы близки по этим показателям в прогнозах на 2024 г, и выше — на 2025 г. Результаты за 4К23, скорее всего, будут сопоставимы с 3К23 (хотя для Фосагро также важна динамика цен на ряд материалов.

Оценка и взгляд

Позитивный взгляд. Мы оцениваем Фосагро по методу дисконтированных денежных потоков (средневзвешенная стоимость акционерного капитала — 16.3%, стоимость акционерного капитала — 17.9%, рост в постпрогнозный период — 3%). Наша модель дает целевую цену на 12 месяцев в размере RUB 8600 за акцию с учетом наших прогнозов цен на удобрения и объемов производства/экспорта. Поскольку Фосагро отправляет на экспорт большую часть своих объемов, способность осуществлять поставки за рубеж, экспортные цены и курсы валют имеют решающее значение для Фосагро и ее оценки.

Фосагро — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	448	447	0%	463	464	0%	502	512	2%
EBITDA	177	185	4%	176	177	0%	236	214	10%
Чистая прибыль	108	111	2%	110	110	0%	157	144	9%
Рентабельность по EBITDA	40%	41%	1 п.п.	38%	38%	0 п.п.	47%	42%	5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	24%	25%	1 п.п.	24%	24%	0 п.п.	31%	28%	3 п.п.

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Фосагро — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	448	443	1%	463	446	4%	502	509	-1%
EBITDA	177	177	0%	176	169	4%	236	250	-5%
Чистая прибыль	108	112	-3%	110	105	5%	157	169	-7%
Рентабельность по EBITDA	40%	40%	0 п.п.	38%	38%	0 п.п.	47%	49%	2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	24%	25%	1 п.п.	24%	24%	0 п.п.	31%	33%	2 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

18 декабря 2023 г.

Промышленность

Взгляд на сектор	Негативный
Средний потенциал роста	-10%
Фавориты	-

Медленное восстановление лесной промышленности

Большая часть продукции лесной промышленности идет за рубеж, поэтому европейские санкции больно ударили по некоторым сегментам этой отрасли. Бизнес лесозаготовки и деревообработки Segezha показывает слабые результаты. Исторически основным подразделением Segezha была бумага и упаковка, но после покупки ряда активов пиломатериалы стали также крупными по выручке и EBITDA.

Во 2П22 EBITDA лесного сегмента упала из-за роста издержек на лесозаготовку и логистику. В то же время EBITDA бизнеса бумаги и упаковки была устойчива, так как компания перестроила продажи на внутренний рынок. Менеджмент Segezha ожидает постепенного улучшения экспортных цен в будущем.

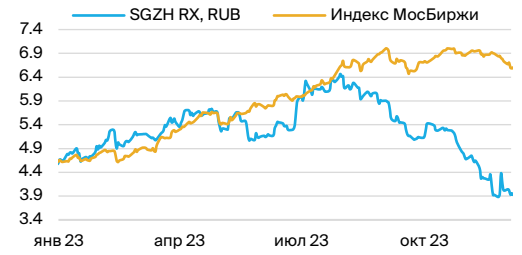
Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

	Взгляд		Цел. цена, RUB		Изм.	Пот.	Изб.	EV/EBITDA			P/E		
	Новый	Старый	Новая	Старая		роста	дох.*	2023п	2024п	Цель '24	2023п	2024п	Цель '24
Segezha	Негативный	Нейтральный	3.60	6.30	-43%	-10%	-30%	13.31	6.99	6.74	-5.38	135.61	122.05

*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 13 декабря

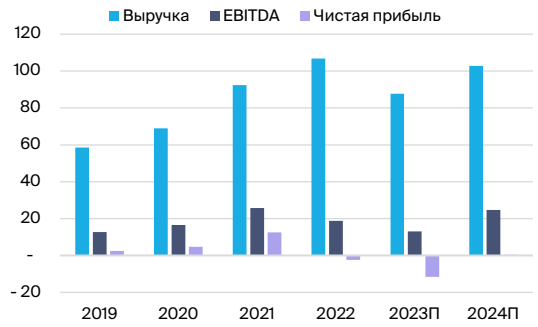
Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика котировок Segezha против индекса МосБиржи



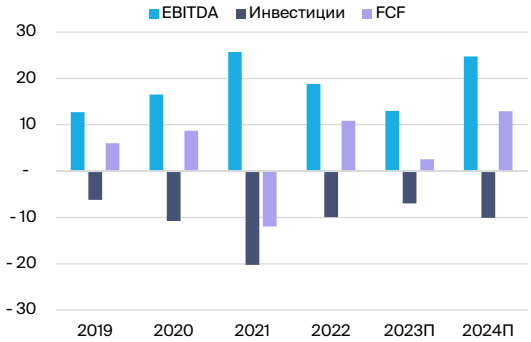
*приведено к цене акций, данные на 14 декабря
Источники: БКС Мир инвестиций

Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



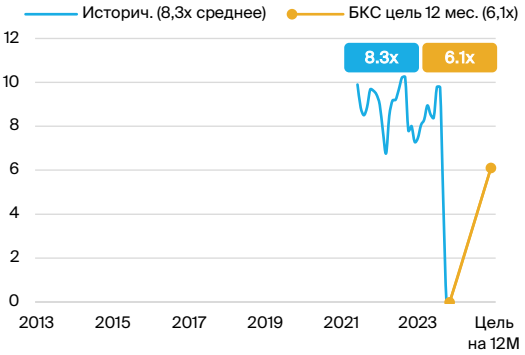
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

Segezha

У нас теперь негативный взгляд на акции Segezha (ранее — нейтральный) после коррекции котировок. Мы устанавливаем новую целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 3.6 за акцию. Компания постепенно адаптируется к новым рыночным условиям, однако падение экспортной цены в 3К23 разочаровало. Вместе с тем относительно слабый рубль дает определенную поддержку результатам. Мы по-прежнему отмечаем значительное количество трудностей (экспортные цены и объемы, издержки).

Взгляд на компанию

Перспективы на 2024 г. могут быть лучше, если цены начнут восстанавливаться. Пока основная причина слабых результатов — низкие цены на пиломатериалы, которые в 3К23 снизились в рублевом выражении на 4% к/к (в валютном выражении -11% к/к). EBITDA за 3К23 оказалась примерно на уровне 2К23 (около RUB 3 млрд). Это ниже того, что направило бы компанию на восстановление финансового результата (пока у компании убыток). Сегмент бумаги и упаковки показал неплохие результаты, но OIBDA бизнеса лесозаготовки и деревообработки остается слабой. Текущий чистый долг создает давление на финансовые показатели. Перспективы могут быть более благоприятными в случае быстрого восстановления экспортных цен. Segezha входит в группу, находящуюся под санкциями, что, на наш взгляд, несет определенные риски для бизнеса компании.

Драйверы роста

- **Рост цен на пиломатериалы при слабом курсе рубля.** В плюс для компании будет восстановление экспортных цен и объемов. Ослабление рубля, также влияет на экономику — благоприятный фактор.

Ключевые риски

- **Новые санкции или торговые ограничения, снижение цен, валютные колебания.** Усложнить бизнес компании могут новые ограничения на экспорт или закрытие экспортных рынков. Один из факторов — транспортные издержки. Для Segezha крайне важно оставаться конкурентоспособной, поэтому операционные и логистические расходы, а также ценообразование играют здесь немаловажную роль. Отдельно мы указываем на существенные процентные расходы (RUB 3.8 млрд).

Основные изменения

Крупные капвложения откладываются. Segezha перенесла на будущее ряд крупномасштабных проектов, поскольку ей нужно решать проблему долговой нагрузки.

Оценка и взгляд

Негативный взгляд. Мы оцениваем бумаги Segezha по методу дисконтирования денежных потоков. Мы закладываем средневзвешенную стоимость капитала на уровне 15.6%, стоимость основного капитала в размере 20.1% и темпы роста в постпрогнозный период — 3%. Наша целевая цена на 12 месяцев составляет RUB 3.60/акц. Различные подразделения Segezha показывают разную динамику. Сегмент бумаги и упаковки относительно устойчив, а бизнес лесозаготовки, где компания покупала активы, находится под давлением. Мы считаем, что 2024 г. должен быть лучше, чем 2023 г., однако будем следить за дальнейшим развитием событий и отчетностью компании.

Segezha — прогнозы БКС против консенсуса

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.	БКС	Конс.	Откл.
Выручка	88	104	16%	103	120	15%	116	120	3%
EBITDA	13	22	41%	25	33	24%	37	35	4%
Чистая прибыль	-12	-13	nm	0	-7	nm	10	3	245%
Рентабельность по EBITDA	15%	21%	6 п.п.	24%	27%	3 п.п.	32%	29%	3 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	-13%	-13%	0 п.п.	0%	14%	14 п.п.	8%	2%	6 п.п.

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

Segezha — изменения ключевых прогнозов

	2023п			2024п			2025п		
RUB млрд	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.	Новый	Старый	Откл.
Выручка	88	87	1%	103	103	0%	116	115	1%
EBITDA	13	18	-28%	25	31	-20%	37	42	-13%
Чистая прибыль	-12	- 8	nm	0	5	-91%	10	14	-30%
Рентабельность по EBITDA	15%	21%	6 п.п.	24%	30%	6 п.п.	32%	37%	5 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	na	na	na	0%	5%	5 п.п.	8%	12%	4 п.п.

Источник: БКС Мир инвестиций

БКС МИР ИНВЕСТИЦИЙ

Аналитический департамент

+7 (495) 785 5336

Руководитель аналитического департамента
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Руководитель группы выпуска и контента
Ольга Сибиричева
sibirichevaov@bcs.ru

Старший экономист
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru

Аналитик по рынку
Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Международные рынки акций
Денис Буйволов, CFA
buyvolovda@bcs.ru
Егор Дахтлер
dakhtlerev@bcs.ru
Айнур Дуйсембаева, CFA
duysembaevaa@bcs.ru
Анатолий Клим
klimaa@bcs.ru
Сергей Потапов
potapovso@bcs.ru

Группа выпуска
Николай Порохов
porokhovnv@bcs.ru
Елена Косовская
kosovskayaev@bcs.ru
Ольга Донцова
dontsovaoy@bcs.ru
Антон Остроухов
ostroukhovas@bcs.ru
Татьяна Курносенко
kurnosenkots@bcs.ru
Наталья Бокарева
bokarevann@bcs.ru
Мария Седова
sedovami@bcs.ru

Стратегия
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru
Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Металлургия и добыча
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru
Дмитрий Казаков
kazakovda@bcs.ru
Ахмед Алиев
alievab@bcs.ru

Макроэкономика/Валюта
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru
Анатолий Трифонов
trifonovae@bcs.ru

Международные рынки облигаций
Антон Куликов
kulikovan@bcs.ru
Виктория Деркач
derkachvv@bcs.ru

Нефть и газ
Рональд Смит
smitr@bcs.ru

ТМТ / Потребсектор
Мария Суханова
msukhanova@bcs.ru

Технический анализ
Василий Буянов
buyanovvv@bcs.ru

Финансовый сектор / Девелопмент
Елена Царева
tsarevaev@bcs.ru

Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения
Дмитрий Булгаков
bulgakovds@bcs.ru

Специалист по данным
Михаил Скорина
skorinaml@bcs.ru

Бизнес-менеджер
Анастасия Сенькина
senkinaav@bcs.ru

Продажа аналитических продуктов

+7 (495) 785 5336 (доб. 12122)

Консультационное брокерское обслуживание

+7 (495) 213 1571

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить Анкету об определении инвестиционного профиля и заключить с ООО «Компания БКС» Договор об инвестиционном консультировании в порядке, предусмотренном Регламентом оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС».

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397- 000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС» https://broker.ru/regulations. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с совершением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем материале. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR).

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но ООО «Компания БКС» не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом материале, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот материал не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни ООО «Компания БКС», ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом материале, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Методология присвоения взгляда от Дирекции инвестиционной аналитики БКС выглядит следующим образом: аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев вперед на основе анализа инвестиционной привлекательности акций, который может включать различные методологии оценки, такие как анализ мультипликаторов (P/E, EBITDA и т.д.), дисконтированных денежных потоков (DCF) или модели дисконтирования дивидендов (DDM). На основе этой целевой цены рассчитывается избыточная доходность, которая представляет собой доходность по целевой цене на 12 месяцев вперед к текущей цене акции за вычетом нашей оценки стоимости капитала акции, которая в настоящее время составляет около 20% для большинства бумаг. Избыточная доходность свыше 10% соответствует «позитивному» взгляду, менее минус 10% — «негативному», в диапазоне от -10% до +10%— «нейтральному».

Этот материал не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны ООО «Компания БКС». Дополнительную информацию можно получить в ООО «Компания БКС» по запросу.

© 2023 ООО «Компания БКС». Все права защищены