

РЫНОК АКЦИЙ РФ

СТРАТЕГИЯ

ТИШЕ ЕДЕШЬ — ДАЛЬШЕ БУДЕШЬ

После мощного ралли рынок акций с началом осени ушел в узкий боковик. Дальнейшему росту препятствуют, в частности, ужесточение монетарных условий и пауза в выплате дивидендов. В результате обновления прогнозов целевое значение индекса МосБиржи на конец года достигло 3500 пунктов (+11% к прежней оценке), что предполагает рост всего на 14%, несмотря на случившуюся девальвацию рубля и хорошую отчетность эмитентов за 1П23. После недавнего отката рынка мы сокращаем долю наличных в «Модельном портфеле» до 25%, но по-прежнему стараемся минимизировать риски ввиду вероятной дальнейшей коррекции на фоне высоких процентных ставок, а также из-за нехватки краткосрочных катализаторов роста. Однако даже при осторожном подходе стоимость портфеля увеличилась с начала года на 63%, и мы на 14,1 п. п. обогнали в росте индекс.

Катализаторы: возобновление выплаты дивидендов; редомициляция; рост цен на сырье; хорошая отчетность; выкуп акций у «недружественных» инвесторов.

Риски: новые санкции; геополитика; глобальная рецессия; рост доходностей рублевых облигаций.

Высокие ставки ограничивают потенциал, цель по iMOEX на конец 2023 г. — 3500 пунктов. Актуализируя оценки анализируемых компаний, мы учитываем новые прогнозы по курсу USD/RUB (85 на 2023 г. и 86 на 2024 г. вместо 75 и 72) и представленные в августе по большей части сильные результаты за 1П23. Однако из-за повышения безрисковой ставки с 10% до 11,5%, отражающего рост доходности 10-летних ОФЗ, оценки увеличились не так значительно, как можно было бы ожидать. В итоге целевое значение iMOEX на конец года увеличилось на 11%, что предполагает рост всего лишь на 14%. По расчетам СПБМТСБ, средневзвешенный коэффициент P/E 2023П по эмитентам, чьи акции включены в iMOEX, составляет 5,2, в целом на уровне 2017–2019 гг., хотя намного более высокие сегодняшние доходности ОФЗ (11,9% против 7,5–8%) придают справедливые значения мультипликаторов. При прочих равных целевое значение индекса увеличится еще на 6% (до 3700 пунктов), если исходить из USD/RUB 100, и примерно так же уменьшится (3300 пунктов) при USD/RUB 75.

Промежуточные дивиденды не окажут сильной поддержки. С начала года выплачено 3 трлн руб., объявлено и до конца года должно быть еще выплачено менее 300 млрд руб. дивидендов, т. е. всего 10% от годовой суммы. Следующая внушительная порция, которая может быть реинвестирована в рынок, поступит не ранее января (0,9 трлн руб.), когда ожидается выплата ЛУКОЙЛа и Роснефти. Хотя с джонину эмитентов еще могут возобновить выплаты, вряд ли, по нашему мнению, на это можно рассчитывать в 2023 г. Средневзвешенная дивидендная доходность на год вперед по компаниям из индекса МосБиржи составляет, исходя из наших оценок, 9,8% и может достигнуть 10,4%, если все эмитенты не отступят от своих дивидендных политик (обе величины ниже доходности ОФЗ).

В 4К23 драйверами могут стать редомициляция и выкуп акций. Вступивший в силу в начале сентября новый закон создает механизм для принудительной редомициляции российских по сути компаний, которые зарегистрированы в «недружественных» юрисдикциях. Высокой считаем вероятность применения закона к таким эмитентам, как Yandex, Ozon, EVRAZ, X5 Retail Group, TCS Group, Etalon Group, где видим и повышенные риски формирования навеса бумаг на МосБирже в 1П24 (зависит от регулирования торгов). Тем не менее, «переезд», скорее всего, сделает возможной выплату дивидендов и создаст ценность для акционеров-резидентов. Другой потенциальный катализатор — выкуп акций у «недружественных» нерезидентов с дисконтом к котировкам МосБиржи, как уже объявили Магнит и ЛУКОЙЛ. Примеру могут, на наш взгляд, последовать Татнефть, МТС, Ростелеком, ГК Норникель, ФосАгро и производители стали.

Потенциал роста нашего портфеля — 26% до конца года. Мы оптимизировали «Модельный портфель», следуя рекомендациям аналитиков, и уменьшили долю наличности с 30% до 25%, учитывая недавний откат рынка. Исключаем «префы» Мечела, а также бумаги НЛМК (уменьшилась вероятность выплаты дивидендов); добавляем НОВАТЭК, МТС, ТМК и ЭН+ ГРУП, по чьим бумагам наш рейтинг — «Покупать». Доходность портфеля с начала года — 63% (стр. 2–3).

ДОХОДНОСТЬ* «МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ» В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ



* С учетом дивидендов.

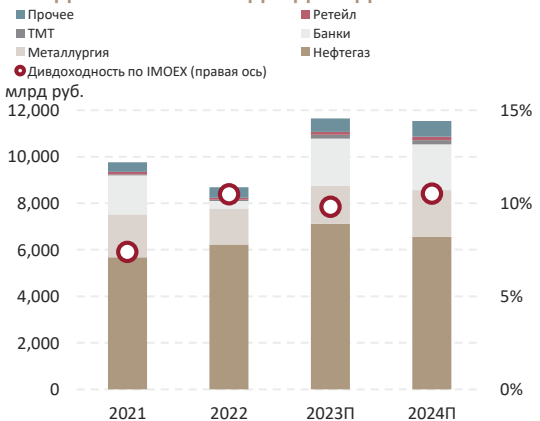
Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

КОЭФИЦИЕНТ P/E РЫНКА АКЦИЙ РФ В СРАВНЕНИИ С ДОХОДНОСТЬЮ ОФЗ



Источник: ИБ Синара

ПРИБЫЛЬ КОМПАНИЙ, ЧЬИ АКЦИИ ФОРМИРУЮТ ИНДЕКС МОСБИРЖИ, ПРОТИВ СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ ДИВИДЕНДНОСТИ



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Аналитический департамент

«МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ»: СТРУКТУРА И ОБОСНОВАНИЕ

Расчетная доходность портфеля до конца 2023 г. сейчас составляет 26%. Он включает в себя бумаги 16 компаний с оптимальным, с нашей точки зрения, соотношением риска и доходности. Мы включаем только акции с рейтингом «Покупать», присваивая им большие весовые коэффициенты, чем в индексе МосБиржи. С начала года стоимость портфеля увеличилась на 63%, и он обогнал индекс МосБиржи в росте на 14,1 п. п. Ниже приводим обоснование по каждой из бумаг из списка наших фаворитов.

ЛУКОЙЛ возобновил публикацию отчетности по МСФО, исходя из которой расчетная доходность акций по дивидендам за 1П23 достигает 8%, тогда как аннуализированная доходность FCF составляет 17%. Выросшие рублевые цены на сырую нефть и увеличивающаяся маржа нефтепереработки дают основания рассчитывать на улучшение показателей рентабельности в 2П23 в сравнении с 1П23. Выкуп акций у нерезидентов с дисконтом не менее 50%, если состоится, может увеличить потенциал роста акций еще на 10%.

Сбербанк, удерживая за собой безоговорочное лидерство на отечественном финансовом рынке, стабильно показывает высокую доходность на капитал, в 2010–2022 гг. составлявшую в среднем 19%. По итогам 2023 г. мы, учитывая солидный рост бизнеса и созданные в прошлом году резервы, ожидаем ROE в 23,7%. Кроме того, в краткосрочной перспективе банк должен извлечь выгоду из повышения ключевой ставки. С увеличением прибыльности дивиденды за 2023 г. могут вырасти до 33 руб/акцию, что соответствует доходности в 13%.

Благодаря масштабному проекту «Восток Ойл» (100 млн т/г на плато) **Роснефть** обещает самый мощный рост добычи. Как ожидается, первый танкер с нефтью с проекта покинет собственный нефтяной терминал уже в 2024 г. Роснефть входит в число лидеров по доле премиального экспорта сырой нефти (54%), при этом ценовой дисконт ESPO к Brent намного меньше, чем в случае Urals.

ОК РУСАЛ разочаровала финансовыми результатами за 1П23 (рентабельность по EBITDA составила всего 5%), но мы ожидаем существенного восстановления прибыли в 2П23, чему способствует девальвация рубля. Кроме того, цены на алюминий, по нашему мнению, вырастут в 2024 г. до \$2500/т, так как половина мирового производства убыточна при сегодняшних спот-ценах.

Магнит остается вторым по обороту игроком в сегменте массовой продуктовой розницы, лучше всего адаптировавшейся к сегодняшним условиям и спросу. Ретейлер завершил выкуп акций у нерезидентов, в результате чего ценность для остальных инвесторов должна увеличиться. Потенциал роста в бумаге, которая торгуется с EV/EBITDA 2023П на уровне 3,3, составляет 16%.

Оглавление

Тише едешь — дальше будешь.....	1
«Модельный портфель»: структура и обоснование	2
Рынок вряд ли сильно подрастет на промежуточных дивидендах.....	4
Выкуп бумаг у «недружественных» нерезидентов увеличивает стоимость для акционеров-резидентов	5
Отчеты в основном хорошие, но и цены выросли...	5
База для принудительной редомициляции вступила в силу, перечня ЭЗО пока нет	6
Макроэкономические тенденции.....	7
Пересмотр безрисковой ставки в свете роста доходностей	9
Нефтяные компании	10
Газовые компании.....	11
Финансовые компании	12
Компании цветной металлургии	13
Производители стали и угля.....	14
Золотодобывающие компании	15
Производители удобрений	16
Технологические компании.....	17
Телекоммуникационные компании	18
Компании розничной торговли.....	19
Компании электроэнергетики	20
Транспортные компании	21
Строительные компании	22

«МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ» ИБ СИНАРА

Бумага	Рейтинг	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Текущая цена, руб.	Рыночная капитализация, \$ млрд	Степень риска	Дивидендная доходность (12 месяцев)	P/E		EV/EBITDA (* – P/BV)		Чистый долг / EBITDA		Вес в портфеле	
								2023П	2024П	2023П	2024П	2023П	Презний	Новый	
Сбербанк	Покупать	300	18%	255	56,8	●●○○	13%	3,7	3,6	0,9*	0,8*	н/п	15%	15%	
ЛУКОЙЛ	Покупать	7 100	10%	6 433	46,0	●●○○	18%	3,8	3,7	1,8	1,8	-0,6	15%	15%	
Магнит	Покупать	6 600	20%	5 500	5,8	●●●○	0%	10,5	9,3	3,8	3,1	0,6	7%	6%	
Роснефть	Покупать	640	20%	532	58,2	●●○○	12%	4,2	3,5	3,4	3,0	1,5	5%	5%	
НОВАТЭК	Покупать	1 850	13%	1 634	51,2	●●○○	6%	8,5	7,0	12,6	10,5	-0,4	0%	5%	
Сургутнефтегаз (ao)	Покупать	38	31%	29	10,7	●●●○	3%	0,6	1,4	н/п	н/п	н/п	4%	4%	
Северсталь	Покупать	1 615	24%	1 307	11,3	●●○○	13%	5,2	5,0	3,5	3,2	-0,6	3%	4%	
ОК РУСАЛ	Покупать	58	42%	41	6,4	●●○○	0%	5,6	4,3	4,5	3,1	4,7	5%	3%	
Yandex	Покупать	3 500	44%	2 427	8,3	●●●○	0%	23,6	17,2	7,8	5,9	-0,6	3%	3%	
Полюс	Покупать	14 500	27%	11 378	16,0	●●○○	6%	8,2	7,4	5,8	5,0	2,2	3%	3%	
Московская Биржа	Покупать	220	28%	172	4,0	●○○○	7%	6,7	6,6	5,1	4,9	0,0	2%	2%	
АФК Система	Покупать	28	63%	17	1,7	●●○○	0%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2%	2%	
Распадская	Покупать	570	68%	339	2,3	●●●○	0%	4,1	3,6	2,7	2,2	-0,4	2%	2%	
МТС	Покупать	340	26%	271	5,6	●○○○	13%	10,4	10,9	4,3	4,2	1,9	0%	2%	
ТМК	Покупать	403	77%	228	2,3	●●○○	19%	2,9	3,0	2,7	2,9	1,3	0%	2%	
EN+	Покупать	920	85%	497	2,6	●●○○	0%	3,3	2,5	8,3	6,5	4,5	0%	2%	
НЛМК	Покупать	255	27%	201	12,4	●●○○	14%	6,6	5,5	4,5	3,9	0,3	2%	0%	
Мечел (ap)	Покупать	350	57%	223	1,2	●●○○	33%	2,8	1,4	1,0	0,8	0,0	2%	0%	
Денежная позиция													30%	25%	
Средневзвешенное значение (инвестированная часть)			26%				9%	5,7	5,1	3,4	2,9				

Источник: ИБ Синара

Для акций **НОВАТЭКа** благоприятными факторами должны стать рост цен на нефть и корпоративные новости (например, о начале работы проекта «Арктик СПГ 2», что указало бы на способность реализовывать СПГ-проекты, обходясь без оборудования из ЕС или США). Окончательные инвестиционные решения по двум следующим проектам — «Мурманский СПГ» и «Обский СПГ» — НОВАТЭК примет, скорее всего, в 2024 г. Новая целевая цена учитывает сделку по покупке доли в проекте «Сахалин-2», добавившую по 130 руб. на акцию.

Yandex, ведущая в России технологическая компания, имеет все возможности остаться поисковым движком номер один. Она продолжает бурно развиваться, увеличив по итогам 2К23 выручку на 55% г/г, а мощный поток доходов от рекламы указывает на приличную фундаментальную ценность. Исключительно важными для миноритарных акционеров нам видятся условия предстоящей реорганизации, однако риски уменьшения стоимости считаем ограниченными.

Полюс завершил выкуп 30% собственных акций, которые может использовать в сделках слияний и поглощений. Компания может и аннулировать эти акции, если в среднесрочной перспективе не найдет для них лучшего применения. Рекущий коэффициент EV/EBITDA 2024П в 5,1 представляется невысоким, на руку Полюсу играют и стабильность цен на золото, и обесценение рубля. Кроме того, ожидаем возобновления выплаты дивидендов.

Благоприятные для **Распадской** в плане прибыли факторы — рост за последние полгода цен на коксующийся уголь на 25% (поспособствовал устойчивый спрос Китая в связке с ограниченным предложением со стороны Австралии), а также ослабление рубля. Отметим привлекательный коэффициент EV/EBITDA 2023П (2,7) и чистую денежную позицию (~30 млрд руб.). Ожидаем, что, когда Evraz перерегистрируется в Российской Федерации, Распадская возобновит выплату щедрых дивидендов.

Северсталь уже возобновила публикацию отчетности по МСФО и, скорее всего, возобновит в этом году и выплату дивидендов, размер которых мы оцениваем в 173 руб. на акцию (доходность — 13%). Компания занимает прочные позиции на отечественном рынке, а значит, стабильный внутренний спрос играет ей на руку. Низкий сейчас коэффициент EV/EBITDA 2023П (3,5) может увеличиться на фоне роста мирового потребления стали и улучшения ситуации в экономике КНР в 4К23–1К24.

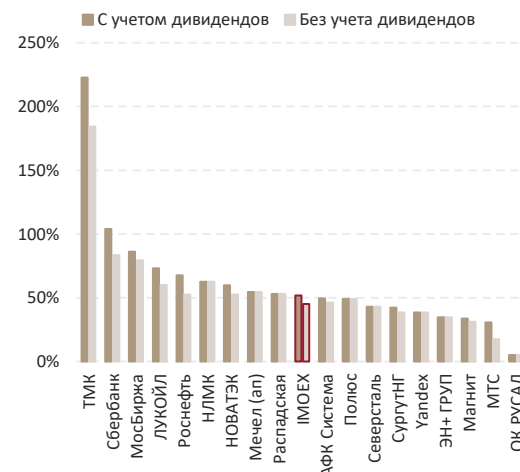
Обыкновенные акции **Сургутнефтегаза** сложно не включить в число фаворитов, если помнить о колоссальном запасе наличности, который на конец прошлого года достигал \$63 млрд даже после пертурбаций на финансовом рынке. Все казатраты покрывались, скорее всего, за счет прошлых годовых доходов от финансовых операций в размере свыше 160 млрд руб., что открывает перед компанией два пути: или продолжать накапливать наличность и депозиты, причем более высокими темпами, или наконец уже увеличить коэффициент дивидендных выплат.

Результаты **ТМК** за 1П23 по МСФО преподнесли участникам рынка большой сюрприз со знаком плюс, при этом восстановление прибыли еще не нашло, по нашему мнению, отражения в котировках. Мы полагаем, что ТМК продолжит выплачивать дивиденды в объеме 50% своей чистой прибыли по МСФО, что обеспечит инвесторам доходность в 15–16%. Привлекательные коэффициенты EV/EBITDA 2023П и P/E 2023П на уровнях 2,8 и 3,1 соответственно предполагают дисконты ТМК в 20–40% к оценкам российских производителей стали.

Опытный игрок на рынке M&A, **АФК Система** может в условиях трансформации найти интересные возможности, причем по весьма привлекательным ценам. Бумаги холдинга торгуются с 57%-ным дисконтом к сумме его составляющих, а потенциал роста до нашей целевой цены, рассчитанной по справедливой стоимости портфеля активов с применением 25%-ного дисконта за холдинговую структуру, достигает 72%. В среднесрочной перспективе катализатором роста может стать вывод какой-либо из «дочек» на биржу.

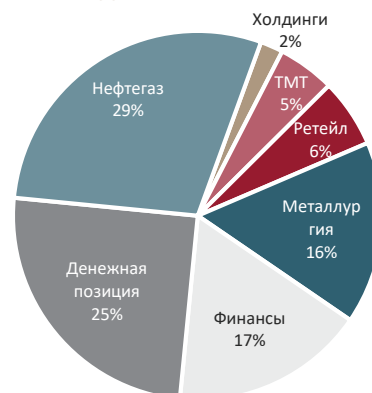
Рынок оценивает **ЭН+ ГРУП** дешевле суммы составляющих металлургического (ОК РУСАЛ) и энергетического сегментов. Ожидаем от компании сильных результатов за 2П23, в том числе за счет роста в металлургическом сегменте, чьи доходы увеличиваются за счет ослабления рубля. Катализатор переоценки акций видим в публикации отчетности.

СОВОКУПНАЯ ДОХОДНОСТЬ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: ИБ Синара, Московская Биржа

СТРУКТУРА МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ



Источники: ИБ Синара, Московская Биржа

Население все активнее вовлекается в биржевую торговлю (во многом из-за ограниченной доступности других финансовых активов), что положительно отражается на доходах **Московской Биржи**. Другие благоприятные факторы — высокие ставки и волатильность. По нашим расчетам, чистая прибыль за 2023 г. на 60% превысит прошлогодний рекордный показатель.

Крупнейшая в стране база абонентов мобильной связи и очень сильный бренд позволяют **МТС** не только генерировать хорошие денежные потоки в ключевых направлениях деятельности, но и активно развивать финтех и свою экосистему в целом. МТС — основной источник денег для материнской АФК Система, а значит, может считаться надежной «дивидендной историей». Потенциал роста до нашей целевой цены (340 руб. за акцию) — 22%.

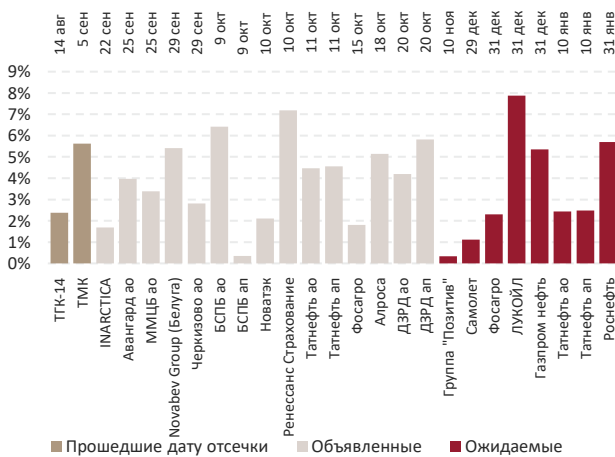
РЫНОК ВРЯД ЛИ СИЛЬНО ПОДРАСТЕТ НА ПРОМЕЖУТОЧНЫХ ДИВИДЕНДАХ

С дюжину эмитентов уже заявили, что их советы директоров рекомендовали выплатить промежуточные дивиденды. Мы еще не услышали конкретных цифр от ряда крупных компаний, таких как Роснефть или ЛУКОЙЛ, но до конца года общими усилиями все, кто решил выплатить, перечислят акционерам менее 300 млрд руб. Следовательно, та часть, которую инвесторы вложат обратно в акции (~80 млрд руб.), вряд ли станет серьезной движущей силой рынка, особенно на фоне увеличившихся за последние пару месяцев объемов торгов (по последней информации МосБиржи, среднесуточный оборот августа достиг 142 млрд руб., вплотную приблизившись к значениям, которые фиксировались до начала военных действий). В этом году компании уже выплатили в виде дивидендов более 3 трлн руб., а значит, остаток эквивалентен всего 10% ожидаемой по итогам всего года суммы.

Если учесть, что представители черной металлургии и розничной торговли, как и ряд эмитентов из других отраслей, пока не возобновляют выплаты, средняя дивидендная доходность по всему российскому рынку акций после последнего ралли остается на уровне 9,8%, намного ниже кривой доходности ОФЗ. Если бы все крупные эмитенты в 2024 г. вернулись к практике выплаты, этот показатель стал бы двузначным, что могло бы привести к переоценке рынка.

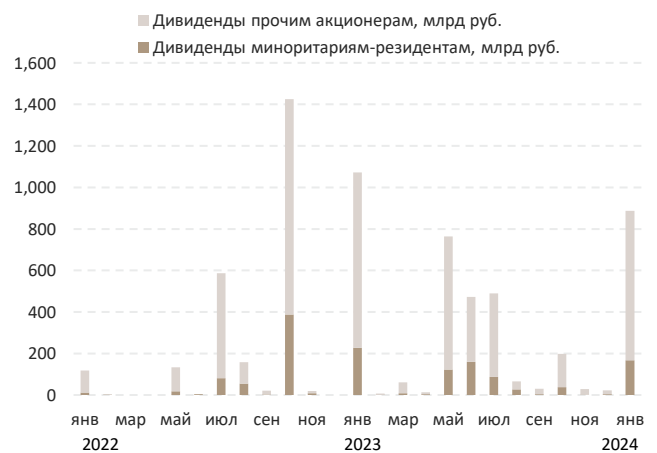
В этом году российские эмитенты уже выплатили более 3 трлн руб. дивидендов, а значит, до конца года осталось выплатить всего 10% от прогнозируемой на весь год суммы

ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ДИВИДЕНДЫ: ДОХОДНОСТЬ И ОТСЕЧКИ



Источник: ИБ Синара

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫПЛАТ ПО МЕСЯЦАМ, МЛРД РУБ.



Источник: ИБ Синара (допуская фактическую выплату через две недели после составления списка лиц для выплаты)

ВЫКУП БУМАГ У «НЕДРУЖЕСТВЕННЫХ» НЕРЕЗИДЕНТОВ УВЕЛИЧИВАЕТ СТОИМОСТЬ ДЛЯ АКЦИОНЕРОВ-РЕЗИДЕНТОВ

Компании РФ уже инициировали процесс выкупа своих акций у нерезидентов из «недружественных» юрисдикций с 50%-ным дисконтом к биржевым ценам, предписанным нормативными правовыми актами. Хотя участие в программах добровольное, множество «недружественных» миноритариев откликнулось на предложение Магнита: ретейлер уже заявил, что завершил приобретение 21% своих выпущенных и находившихся в обращении акций (из максимально разрешенных 30%). Не так давно о намерении выкупить до 25% своих акций заявил также ЛУКОЙЛ, который сейчас ожидает соответствующего разрешения президента.

По нашему мнению, такие операции способствуют созданию стоимости для акционеров-резидентов, так как выкуп проводится ниже справедливой цены. Наиболее вероятным мы считаем объявление о выкупе миноритариев такими эмитентами, как Татнефть, МТС, Ростелеком, ФосАгро, ГМК Норильский никель и представители черной металлургии. В случае Роснефти такое предложение может последовать от лица Роснефтегаза, ее основного акционера, и тогда миноритарии-резиденты самой Роснефти никак не выиграют. В случае банков и МосБиржи вероятность выкупа невелика, если учесть требования к капиталу и ограниченные по сравнению с экспортерами запасы наличности вне РФ.

ОТЧЕТЫ В ОСНОВНОМ ХОРОШИЕ, НО И ЦЕНЫ ВЫРОСЛИ

В последнюю неделю августа мы стали свидетелями «парада отчетов» за 1П23. Согласно установленным требованиям, эмитенты обязаны отчитаться в срок до 60 дней с момента завершения отчетного периода, и почти половина из них дождалась до самого последнего дня, рассчитывая, по-видимому, что в ответ на соответствующее обращение бизнеса через РСПП власти продлят свое разрешение не раскрывать сведения.

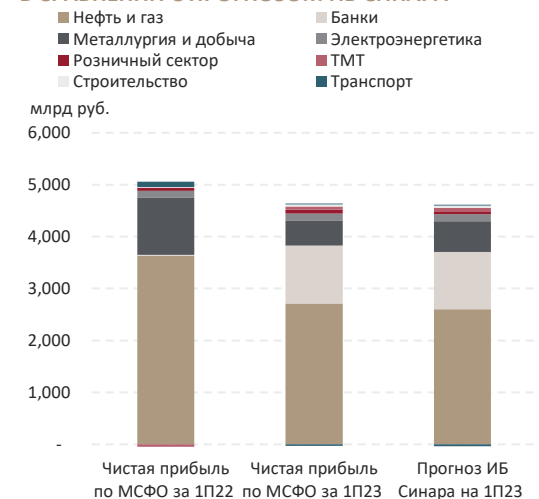
Из крупных эмитентов с российской пропиской не отчитались только Россети, НЛМК и Сургутнефтегаз, которым грозит лишь небольшой штраф и понижение в категории листинга на Московской Бирже.

Результаты, если смотреть на крупнейшие компании, в большинстве случаев немного превысили наши оценки, но у ряда эмитентов прибыль оказалась ниже прогнозов, и больше всего в этом отношении уступили ГМК Норильский никель, Группа ЛСР, Акрон и Мечел.

По итогам 1П23 суммарная прибыль всех эмитентов, чьи акции включены в базу расчета индекса МосБиржи, уменьшилась на 8% относительно 1П22. Сказался эффект высокой базы в нефтегазовом секторе, что отчасти удалось компенсировать резким ростом прибыли банков. Хотя сильно подорожавшая в рублях нефть закладывает базу высоких нефтегазовых прибылей на 2П23, результаты уже отражены в рыночной капитализации эмитентов РФ.

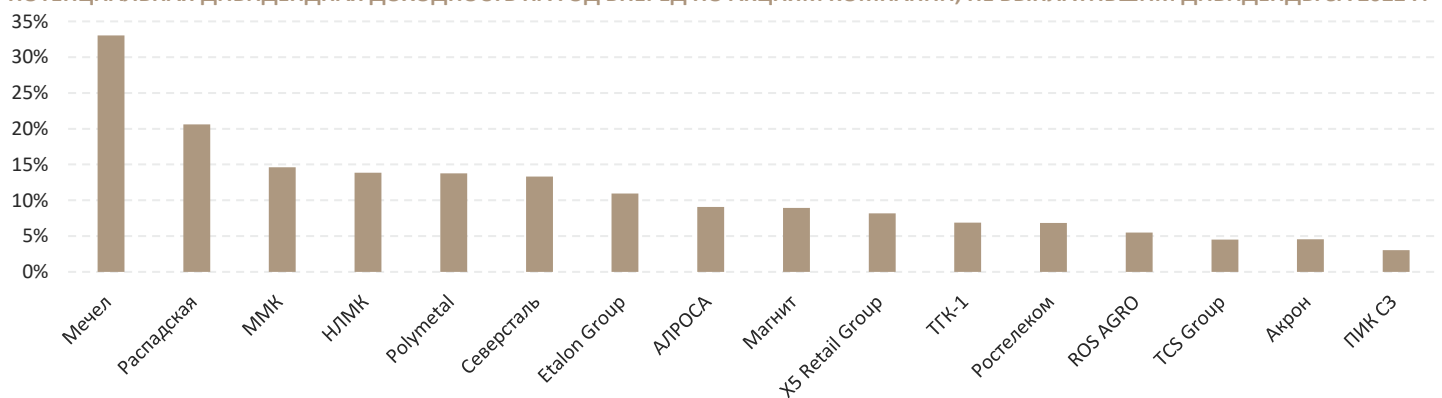
Помимо Магнита и ЛУКОЙЛа, выкуп проведут, предположим с высокой долей вероятности, Татнефть, МТС, Ростелеком, ГМК Норильский никель, ФосАгро и представители черной металлургии

ПРИБЫЛЬ КОМПАНИЙ, ЧЬИ АКЦИИ ФОРМИРУЮТ ИНДЕКС МОСБИРЖИ, В СРАВНЕНИИ С ПРОГНОЗОМ ИБ СИНАРА



Источники: данные компаний, ИБ Синара

ПОТЕНЦИАЛЬНАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ НА ГОД ВПЕРЕД ПО АКЦИЯМ КОМПАНИЙ, НЕ ВЫПЛАТИВШИМ ДИВИДЕНДЫ ЗА 2022 Г.



Источник: ИБ Синара

БАЗА ДЛЯ ПРИНУДИТЕЛЬНОЙ РЕДОМИЦИЛЯЦИИ ВСТУПИЛА В СИЛУ, ПЕРЕЧНЯ ЭЗО ПОКА НЕТ

В. Путин 4 августа подписал закон, разрешающий российским бенефициарам экономически значимых организаций (ЭЗО), где доля холдинговых компаний из «недружественных» юрисдикций превышает 50%, получать акции ЭЗО в прямое владение по решению суда, обходя иностранные структуры. Закон вступил в силу в начале сентября, хотя правительство пока не опубликовало окончательный перечень ЭЗО.

Предусмотренный новым законом иск в суд могут подавать: (1) федеральный орган исполнительной власти РФ, (2) акционеры ЭЗО вне зависимости от доли участия в акционерном капитале, (3) единоличные органы управления ЭЗО или члены совета директоров ЭЗО, (4) российские бенефициарные владельцы иностранной холдинговой компании, чья доля превышает 50%, или 30%, если они имеют возможность влиять на решения высшего органа управления, или 20%, если в отношении них или самого ЭЗО применяются западные санкции.

Главными кандидатами на редомициляцию по этой схеме нам видятся Yandex, Ozon, Evraz, X5 Retail Group, TCS Group, Etalon Group. Критерии отнесения к ЭЗО, сформулированные в новом законе, включают минимальную выручку, размер активов, сумму уплаченных налогов или штат. Наш анализ показывает, что перечисленные выше компании (возможно, еще ROS AGRO и Fix Price) попадут под действие закона, если одно из поименованных в нем лиц подаст иск в арбитражный суд. Все они владеют более чем 50%-ными долями в российских ЭЗО, при этом доля конечных российских бенефициаров уже в их капитале позволяет инициировать передачу прав. Другие компании, которые теоретически могли бы попасть под действие закона, такие как VK, MDMG и UMC, уже приняли решение о редомициляции в Россию в «обычном» порядке, тогда как акционеры Globaltrans местом новой регистрации выбрали Абу-Даби.

Хотя долгосрочные последствия нововведений обещают быть позитивными для резидентов, так как открывают возможность для возобновления выплаты дивидендов и проведения создающего акционерную стоимость выкупа акций, а также уменьшают риски в области корпоративного управления, на горизонте в полгода мы видим риски убытков, которые миноритарии, приобретавшие бумаги на МосБирже, могут понести из-за формирования навеса. Для акционеров – нерезидентов из «недружественных» юрисдикций оптимальный вариант — продажа этих активов в Euroclear при ожидаемом спросе со стороны резидентов РФ.

Главными кандидатами на принудительную редомициляцию считаем Yandex, Ozon, Evraz, X5 Retail Group, TCS Group и Etalon Group

Кирилл Таченников
Директор аналитического департамента

ИНОСТРАННЫЕ ХОЛДИНГОВЫЕ КОМПАНИИ, ВЛАДЕЮЩИЕ РОССИЙСКИМИ ЭЗО

Компания	Критерий отнесения к ЭЗО	Доля ИХК в российских активах	Доля основных бенефициаров в ИХК	Акции (с учетом ДР) в свободном обращении	Санкции, в т. ч. в отношении бенефициаров
TCS Group	Численность сотрудников, выручка, налоги, активы; системно значимый банк	Тинькофф Банк (100%), Тинькофф Страхование, Т-Финанс, Феникс	35% (В. Потанин)	65%	Тинькофф Банк: США (SDN), Великобритания, ЕС; В. Потанин: США (SDN)
Globaltrans	Размер, критическая инфраструктура	АО «Новая перевозочная компания» (100%), АО «БалтТрансСервис» (100%), прочие ДО	43%	57%	
Etalon Group	Выручка, активы	АО ГК Эталон (100%), АО Эталон Финанс (100%), АО Эталон ЛенСпецСМУ (100%), специализированные и региональные застройщики (~100%)	48,8% (АФК Система)	35,20%	не применялись
EVRAZ		Распадская (91%), НТМК (100%), ЗСМК (100%), Качканарский ГОК (100%)	66,36%	33,64%	Evraz и г-да Абрамович, Абрамов, Фролов (основные акционеры): ЕС, Великобритания
Yandex	ИТ-инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	Множество юрлиц (близко к 100%)	51% (права голоса)	88%	А. Волож: ЕС
Ozon Holdings	ИТ-инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «Интернет Решения» (100%)	не менее 32% (АФК Система)	40%	
VK Company	ИТ- инфраструктура, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «Компания ВК», множество юрлиц (близко к 100%)	57,3% (права голоса)	53%	Гендиректор: США (SDN)
MDMG	Рабочие места в ИТ-секторе, численность персонала	ООО «МД Групп» (100%)	68%	14%	
X5 Retail Group	Внедрение технологий для общественно значимых сервисов, выручка	ООО «Корпоративный центр икс 5» (~100%)	59%	41%	М. Фридман: ЕС, Великобритания
ROS AGRO	Размер, высокооплачиваемые рабочие места	ООО «Группа компаний Русагро» (100%)	57%	35%	В. Мошкович (49%): ЕС, Великобритания, Швейцария
Fix Price	Размер, рабочие места в ИТ-секторе	ООО «БЭСТ ПРАЙС» (100%)	71%	27%	

Источник: ИБ Синара

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ

Экономика РФ в очередной раз превзошла ожидания рынка, прибавив более 2% по итогам 7М23. Наиболее бурный рост наблюдался в обрабатывающих производствах, оптовой и розничной торговле, строительстве. В условиях повышенной волатильности рубля и всплеска кредитования Банк России был вынужден резко поднять ключевую ставку. Основываясь на обновленных макроэкономических прогнозах Центробанка, мы полагаем, повышательное давление на кривую доходности ОФЗ сохранится.

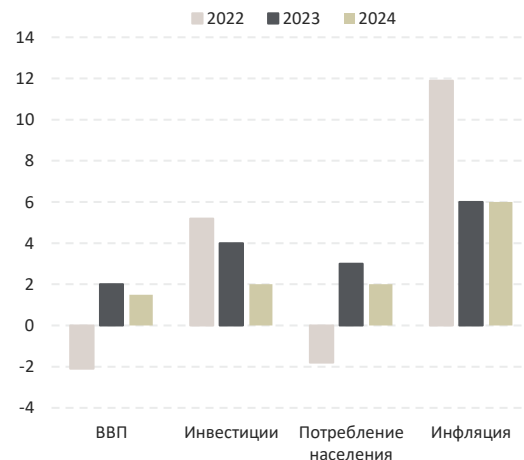
Наш прогноз по ВВП на 2023 г. — рост более чем на 2%. В июле экономика, по оценке Минэкономразвития, прибавила 5,0% г/г (за 7М23 — 2,1% г/г), но притормозила, как мы и предполагали, с июньских +5,7% из-за ослабления эффекта низкой базы. В сравнении с предыдущим месяцем рост опять оказался высоким, в том числе благодаря внутреннему потреблению, обрабатывающей промышленности и кредитованию. Квартальные данные Росстата говорят и о высокой инвестиционной активности (+12,6% г/г в 2К23).

Рубль становится менее зависимым от номинальных значений экспорта: ему не хватает поддержки экспортеров. По данным Банка России, номинальный экспорт, составивший в августе около \$35 млрд, остается весьма значительным. Однако валютная структура претерпела большие изменения: рублевая доля в расчетах по экспорту из России увеличилась до 42%, а значит, российские экспортеры сейчас получают как никогда много рублей. Поскольку все больше сделок заключается в российской валюте, курс рубля все меньше зависит от экспортных потоков. По нашим расчетам, в 1П23 чистые продажи иностранной валюты экспортерами составляли 55% по отношению к экспорту нефти и газа, а по отношению ко всему экспорту — лишь 24%, чего явно недостаточно для усиления рубля.

В 2023 г. средний курс USD/RUB составит, по нашей оценке, 85, на конец года прогнозируем 85–90. Таким образом, в 4К23 мы ожидаем ревальвации рубля, в том числе за счет увеличения экспорта (притока валюты) и снижения импорта (уменьшения спроса на валюту). Первому способствуют: подорожание нефти, сокращение дисконта Urals к Brent, а также неформальные договоренности с экспортерами об увеличении продаж валютных доходов. Второму — падение номинального импорта ретейлеров из-за уже случившейся девальвации рубля.

Инвесторам следует подготовиться к двузначным ставкам в 2024 г. В июле – сентябре Банк России повысил ключевую ставку в общей сложности на 550 б. п., подняв ее до 13%. Он отмечает, что банки и рынок ОФЗ до сих не поверили в длительный цикл ужесточения монетарной политики. Вместе с тем растущее кредитование создает риски перегрева экономики, поэтому повышение ставки было необходимым. Нынешний цикл ужесточения ДКП отличается от прошлых: в условиях значительных инфляционных рисков ЦБ РФ готов длительное время поддерживать ставку на повышенном уровне. Инвертированная кривая ОФЗ нужна, по его мнению, для сдерживания роста кредитования. Решение Банка России по ключевой ставке позволит быстрее сформироваться монетарным условиям, необходимым для сбалансирования кредитования и инфляции.

КЛЮЧЕВЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ, % Г/Г



Источники: Росстат, Банк России, ИБ Синара

Наши новые прогнозы на этот год:

- **средний курс USD/RUB — 85 (прежний — 75)**
- **инфляция в декабре — 6,5% (6%)**
- **ставка Банка России в декабре — 14% (8%)**
- **ВВП — +2,3% (+1,0%)**

Сергей Коньгин
Главный экономист

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2021	2022	2023		2024		2025	
	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
ВВП России, % г/г	4,7	-2,1	1,0	2,3	1,0	1,5	1,5	1,7
ИПЦ, % г/г (на конец года)	8,4	11,9	6,0	6,5	6,0	5,5	4,5	4,5
Ставка Банка России, % (на конец года)	8,5	7,5	8,0	14,0	7,0	9,0	7,0	8,0
Курс USD/RUB (средний за год)	74	68	75	85,0	72	85,6	74	86,9
Brent, \$/барр.	70,0	101,0	90,0	85,0	95,0	95,0	85,0	85,0
Urals, \$/барр.	69,0	78,0	67,0	65,0	80,0	85,0	75,0	80,0
Природный газ (спот на TTF), \$/тыс. м3	547,0	1 402,0	700,0	500,0	700,0	500,0	600,0	500,0
Газ (контракты Газпрома на поставки в дальнее зарубежье), \$/тыс. м3	315	888	580	441	522	409	467	407
Палладий, \$/тр. унц.	2 395,0	2 110,0	1 450,0	1 375,0	1 500,0	1 250,0	1 550,0	1 275,0
Платина, \$/тр. унц.	1 090,0	964,0	1 000,0	985,0	1 000,0	1 000,0	1 050,0	1 050,0
Золото, \$/тр. унц.	1 799,0	1 802,0	1 900,0	1 925,0	1 800,0	1 850,0	1 750,0	1 800,0
Никель, \$/т	18 450	26 187	23 500	22 250	22 000	22 000	20 000	20 000
Медь, \$/т	9 320,0	8 830,0	8 500,0	8 500,0	9 000,0	9 000,0	9 250,0	9 250,0
Алюминий, \$/т	2 475,0	2 707,0	2 450,0	2 300,0	2 500,0	2 500,0	2 600,0	2 600,0
Коксующийся уголь (FOB Австралия), \$/т	225,0	361,0	250,0	275,0	210,0	250,0	200,0	225,0
Железная руда (CFR Китай), \$/т	163	122	120	115	100	100	105	105
Сталь (г/к прокат), \$/т	875,0	718,0	650,0	625,0	650,0	650,0	700,0	700,0
Карбамид (FOB порты Балтики), \$/т	483,0	569,0	300,0	300,0	300,0	300,0	310,0	310,0
ДАФ (FOB порты Балтики), \$/т	650,0	864,0	550,0	550,0	500,0	500,0	520,0	520,0

Источник: ИБ Синара

ПЕРЕСМОТР БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ В СВЕТЕ РОСТА ДОХОДНОСТЕЙ

Доходности длинных ОФЗ в ЗК23 продолжили рост на фоне увеличения проинфляционных рисков и связанного с ним ужесточения ДКП. Доходность 10-летних ОФЗ достигла 12% годовых и после некоторой коррекции закрепились немного ниже этой отметки. Мы повышаем безрисковую ставку, которую используем для оценки российских компаний, с 10% до 11,5%, что несколько сокращает потенциал роста индекса в нашей модели.

Риторика центрального банка привела к росту ставок. Ослабление рубля, падение которого ускорилось в июне и продолжилось в августе, уменьшило интерес инвесторов к рынку госдолга, следствием чего стал рост доходностей в этом сегменте. Для снижения проинфляционных рисков ЦБ РФ в августе созвал внеочередное заседание совета директоров, на котором было принято решение повысить ставку сразу на 350 б. п. до 12% годовых, что стало неожиданностью для участников рынка. Несмотря на принятые меры, доходности продолжили расти, чему в значительной степени способствовала риторика представителей ЦБ РФ о возможном дальнейшем повышении ключевой ставки; в результате доходность десятилетних бумаг к середине сентября превысила 11,5% годовых.

Банк России продолжает повышать ставку. На заседании 15 сентября регулятор повысил ключевую ставку еще на 100 б. п. до 13% годовых, заявив, что инфляционное давление в российской экономике остается высоким на фоне переноса ослабления рубля в цены и повышенных инфляционных ожиданий. ЦБ РФ ожидает, что в свете проводимой ДКП годовая инфляция в 2024 г. вернется к 4% и будет находиться вблизи этого уровня. Важным сигналом стало значимое повышение траектории ключевой ставки на 2024 г., а также заявление, что возвращение инфляции к цели и удержание ее на этом уровне потребуют продолжительного поддержания высоких ставок.

Доходности почти достигли максимумов, но в ближайшее время не снизятся. Котировки ОФЗ практически не отреагировали на недавнее решение ЦБ РФ по ставке, а значит, для большинства участников оно не стало неожиданностью и уже было заложено в котировках длинных бумаг. С одной стороны, мы пока не можем сказать, что у инвесторов есть заметный интерес к долгосрочным ОФЗ, кроме того, на данном участке кривой сохраняется навес со стороны Минфина России, что также не способствует снижению доходностей. С другой стороны, они, похоже, достигли локальных максимумов и в абсолютном выражении выглядят довольно привлекательно — особенно есть учесть, что текущая реальная ставка находится на довольно высоком уровне (при умеренной инфляции, которая за последние 12 месяцев составила 5,5%, а к концу года, по прогнозам Центробанка, достигнет 6–7% и опустится до 4% в 2024 г.).

Повышаем безрисковую ставку до 11,5%. Мы используем доходность десятилетних ОФЗ как ориентир для определения рублевой безрисковой ставки, которая учитывается при оценке справедливой стоимости капитала публичных российских компаний. Поскольку мы больше не ожидаем снижения доходности в ближайшей перспективе, мы увеличиваем безрисковую ставку с 10% до 11,5%. Использование в финансовых прогнозах более высокой ставки дисконтирования сокращает потенциал роста индекса МосБиржи в нашей модели.

ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ОФЗ НА САМЫХ ВЫСОКИХ УРОВНЯХ С АПРЕЛЯ 2022 Г.



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Александр Афонин
Старший аналитик

Кирилл Таченников
Директор аналитического департамента

НЕФТЯНЫЕ КОМПАНИИ

Резко выросшая с июля рублевая цена на нефть подтолкнула вверх котировки нефтяных компаний, но уже частично, как минимум, отражена в них. Однако ввиду ожидаемого усиления рубля цена Urals, достигшая 8000 руб/барр. вряд ли, по нашему мнению, останется надолго на этом уровне. На внутреннем рынке нефтепродуктов оптовые цены забрались уже выше предельных значений, при которых НПЗ получают выплаты по демпферу, поэтому на дальнейший рост цен на топливо мы уже не рассчитываем. В такой ситуации участникам рынка следует быть очень избирательными в выборе объектов инвестиций, обращая, например, внимание на «истории роста» (Роснефть), высокую доходность FCF и дивидендную доходность (ЛУКОЙЛ), переоценку после публикации отчетности за 1П23, первой с 2021 г. (Транснефть).

Катализаторы: возврат к демпфирующим выплатам в полном объеме; выплата более высоких дивидендов за 1П23; слабый рубль; выкуп акций.

Риски: отсутствие демпфирующих выплат; повышение налогов.

Цена на Urals вряд ли может быть лучше. Под воздействием ревальвации рубля цена на Urals в 4К23 снизится, как мы ожидаем, до 7500 руб/барр., а в 2024 г. — до 7300 руб. В условиях дефицита на мировом нефтяном рынке мы уменьшили прогнозируемый дисконт Urals к North Sea Dated на 2024 г. с \$15 до \$10 в расчете на баррель. Благодаря перенаправленным потокам и перенастроенной торговой инфраструктуре цена Urals как будто и не заметила, как проскочила «потолок» в \$60/барр. и забралась уже выше \$80/барр., тогда как дисконт уменьшился с \$34 в начале 2023 г. до менее \$12.

НПЗ выгоднее устанавливать цены ближе к верхним демпферным лимитам. Оптовые цены на бензин и дизтопливо, заложенные в наш базовый сценарий, еще позволят получать демпфирующие выплаты. Сохранить этот источник доходов — наиболее выгодный для отрасли вариант, хотя в августе зазор до предельных значений по бензину составлял всего 0,1%, по дизтопливу — 0,5%. Худший же сценарий — объявление в начале октября о нулевых выплатах по топливному демпферу за сентябрь. В наиболее уязвимом положении тогда окажутся компании, которые продают больше нефтепродуктов на внутреннем рынке: Газпром нефть, Татнефть, Башнефть. Если первые две на весь 2024 г. лишатся демпфирующих выплат из бюджета, они могут недосчитаться более чем 25% на уровне EBITDA.

Хорошие новости для Транснефти — добыча ЖУВ по итогам 2023 г. упадет не более чем на 4% г/г. Наши оценки объемов добычи остаются прежними: 515 млн т в 2023 г. (-3,8% г/г) и 507 млн т в 2024 г. Прогнозируемое на 2П23 уменьшение производства на 4,2% относительно 1П23 связано с односторонним сокращением добычи на 0,5 мбс с марта и последующим снижением экспорта сырой нефти на 0,5 мбс в августе и на 0,3 мбс на период с сентября по декабрь. Наш прогноз на 2023 г. ниже самой свежей оценки правительства в 527 млн т (-1,5% г/г).

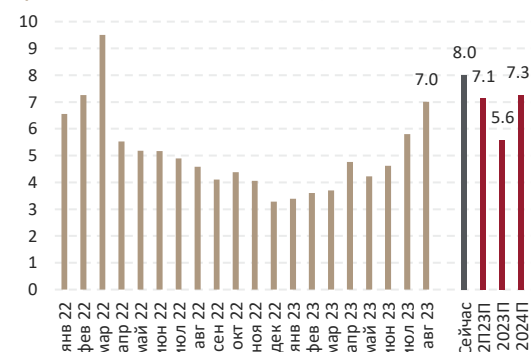
Наши фавориты — Роснефть, ЛУКОЙЛ и Транснефть. Роснефть нам нравится за прогнозируемую двузначную дивидендную доходность и за приближающийся ввод в эксплуатацию масштабного проекта «Восток Ойл» (ожидается в 2024 или 2025 г.). Результаты ЛУКОЙЛа за 1П23 подтвердили высокую доходность FCF. Кроме того, стоимость компании может увеличиться еще на 10%, если она реализует план выкупить у нерезидентов 25% своих акций с дисконтом не менее 50%. Мы также видим потенциал в низкорискованных акциях Транснефти, на 13% превзошедшей среднерыночную оценку по EBITDA за 1П23.

ПРОГНОЗЫ ПО ЦЕНАМ НА НЕФТЬ И ГАЗ

	2023	2024	2025	2026
Новый				
Нефть Brent, \$/барр.	85	95	85	75
Нефть Urals, \$/барр.	65	85	80	70
Газ на TTF, \$/тыс. м3	500	500	500	300
Курс USD/RUB	85	86	87	88
Прежний				
Нефть Brent, \$/барр.	90	95	85	75
Нефть Urals, \$/барр.	67	80	75	70
Газ на TTF, \$/тыс. м3	700	700	600	300
Курс USD/RUB	75	74	74	77

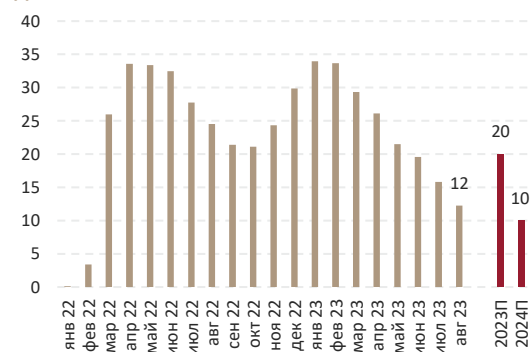
Источник: ИБ Синара

ЦЕНА НА НЕФТЬ URALS, ТЫС. РУБ/БАРР.



Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ДИСКОНТ URALS K NORTH SEA DATED, \$/БАРР.



Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

Кирилл Бахтин, к. э. н., CFA
Старший аналитик

Василий Мордовцев
Аналитик

ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

ЕС ставил целью заполнить ПХГ на 90% до 1 ноября, но благодаря экономии и теплой погоде в последний отопительный сезон достиг ее много раньше — уже к середине августа. Даже забастовка на австралийских СПГ-предприятиях, затронувшая 5% мирового производства, не вернула цены на ТТФ на уровни выше \$500/тыс. м3. В этой связи мы понижаем прогноз по котировкам ТТФ на 2023–2024 гг. с \$700 до \$500 за тысячу кубов. С другой стороны, девальвация рубля — позитивный для Газпрома и НОВАТЭКа фактор с точки зрения их финансовых результатов. На данный момент мы предпочитаем НОВАТЭК, так как Газпром больше подвержен долгосрочным рискам.

Катализаторы: запуск проекта «Арктик СПГ 2» (НОВАТЭК); приобретение доли в проекте «Сахалин-2» (НОВАТЭК).

Риски: затягивание строительства газового хаба в Турции и газопровода «Сила Сибири-2» (Газпром).

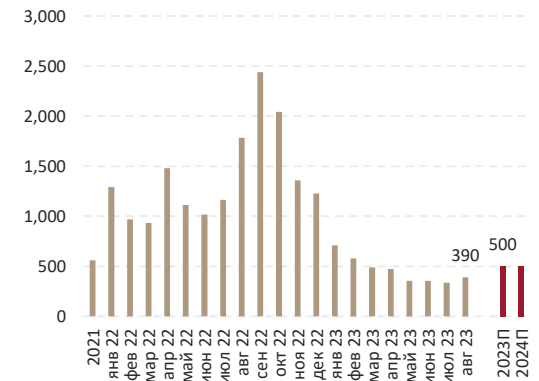
Главные факторы неопределенности — погода и спрос на газ со стороны промышленности Европы. Именно они помогли странам Евросоюза, наряду с перенаправлением СПГ из Китая, уменьшить негативные последствия падения поставок газпромовского газа в последние два года. На Китай, где импорт явно и стремительно растет в этом году (+23% г/г в августе), больше надежды нет. Мы сейчас прогнозируем среднюю цену на ТТФ в 2П23 на уровне \$500/тыс. м3, без изменения к 1П23. В июле и августе она составляла в среднем \$360, однако начиная с сентября ожидаем традиционного сезонного роста спроса и цен.

Отношение чистого долга Газпрома к EBITDA мы видим ниже 2,5 и ожидаем выплаты 50%. В дивидендной политике указано, что если долговая нагрузка превышает 2,5, то совет директоров вправе предложить выплатить дивиденды в размере ниже целевого. В 2П23 мы не предвидим существенного оттока наличности, так как РСФ в 1П23 уже оказался отрицательным (-507 млрд руб.). В нашем базовом сценарии отношение чистого долга к EBITDA на конец 2023 г. составит 2,1, а дивиденды за год — 19 руб. на акцию, что предполагает весьма солидную дивидендную доходность в 11%. Обратим внимание, что на конец 1П23 скорректированный чистый долг равнялся 4,9 трлн руб., а значит, чтобы выйти на целевой уровень, необходимо заработать EBITDA не менее чем 1,96 трлн руб., при этом уже за 1П23 Газпром записал себе EBITDA в 1,2 трлн руб.

Запуск «Арктик СПГ 2» и сделка по проекту «Сахалин-2» должны подтолкнуть вверх котировки НОВАТЭКа. Завершение строительства первой линии проекта «Арктик СПГ 2» в 4К23 и начало коммерческих отгрузок СПГ с середины января 2024 г. докажут способность компании реализовывать СПГ-проекты, обходясь без запрещенного к поставкам в РФ оборудования из ЕС и США. В следующем году НОВАТЭК рассчитывает принять окончательные инвестиционные решения по еще двум проектам («Обский СПГ» и «Мурманский СПГ» годовой мощностью 6 и 20 млн т соответственно), где уже должны использоваться его собственные технологии. По нашей консервативной оценке, покупка доли (27,5%) в проекте «Сахалин-2» добавит к целевой цене по акциям НОВАТЭКа еще по 130 руб.

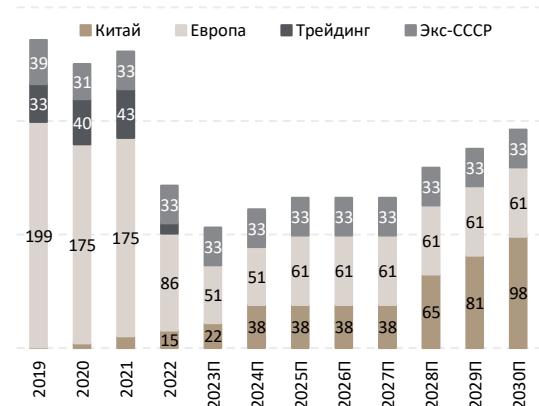
Отдаем предпочтение НОВАТЭКу, учитывая соблюдение им дивидендной политики и прогресс в реализации СПГ-проектов. Наш фаворит в газовом сегменте — НОВАТЭК, где отмечаем прозрачную и последовательную практику выплаты дивидендов (не менее 50% от скорректированной чистой прибыли) и успехи в реализации СПГ-проектов. По бумагам Газпрома оставляем рейтинг «Держать», хотя и ожидаем двузначной дивидендной доходности за 2023 г. при, увы, отрицательных свободных денежных потоках в 2023–2024 гг. Кроме того, важными для движения котировок факторами станет реализация новых проектов, таких как газовый хаб в Турции и «Сила Сибири-2».

ЦЕНА НА ПРИРОДНЫЙ ГАЗ НА ТТФ, \$/ТЫС. М3



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

ГАЗПРОМ: ОБЪЕМ РЕАЛИЗАЦИИ ГАЗА ЗА РУБЕЖ, МЛРД М3



Источники: данные компании, ИБ Синара

Кирилл Бахтин, к. э. н., CFA
Старший аналитик

Василий Мордовцев
Аналитик

ФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ

Первая половина года выдалась суперуспешной для сектора, понесшего колоссальные убытки в 2022 г. Активизация экономики, увеличение частного потребления, а также довольно мягкие подходы к регулированию — все это вылилось в рекордные прибыли. Однако сейчас, когда ЦБ РФ ужесточает и монетарную политику, и макропруденциальные требования, потенциал роста у банков выглядит ограниченным. В сложившихся условиях отдаем предпочтение Московской Бирже, учитывая и ограниченную доступность инвестиционных инструментов для россиян, и сильно выросшие ставки.

Катализаторы: повышение финансовой прозрачности.

Риски: ухудшение геополитической обстановки; неблагоприятные изменения в регулировании; вопросы в сфере корпоративного управления; новые санкции.

Банки получили рекордные прибыли в 1П23. На руку им, безусловно, сыграло улучшение экономической ситуации. Увеличив портфель кредитов с начала года на 7,6%, они показывают ROE в районе 30%. Помогли и широкая чистая процентная маржа, и мощный приток транзакционных доходов, и выручка от валютных операций, и резкое уменьшение отчислений в резервы. Доходность на капитал всех банков, которые мы анализируем, превысила 25%.

Ужесточение условий ограничит рост. Стремительное наращивание кредитов вынудило регулятора пойти на серьезное ужесточение монетарной политики и макропруденциальных требований. Это должно ограничить рост прибыли в 2024 г., хотя в ближайшее время окажет позитивное в большинстве случаев влияние на ЧПМ. Мы убеждены, что сильные игроки имеют все возможности, чтобы увеличить свои рыночные доли в привлекательных направлениях.

Мы внесли корректировки в прогнозы. Учитывая сильные результаты за 2К23, мы повысили прогноз по прибыли Сбербанка на 2023 г. до 1,5 трлн руб. (+9%), но оценки на 2024–2025 гг. остались почти прежними. TCS Group за счет бурного прироста клиентской базы (тремякратного за три года) удалось в 1П23 увеличить портфель кредитов на 29% и восстановить прибыль. При этом нет признаков закрежденности клиентов — наоборот, качество базы остается высоким. Наш прогноз по чистой прибыли за 2023 г. повышается на 25% до 77 млрд руб., за 2024 г. — без изменений. Несмотря на повышение ближайших прогнозов по прибыли, целевые цены (300 руб. и 4000 руб. за одну акцию соответственно) остаются прежними ввиду увеличения и стоимости собственного капитала до 19,0% (Сбербанк) и 19,7% (TCS Group).

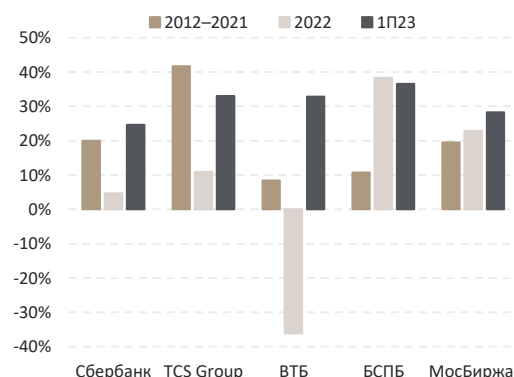
Фаворит — Московская Биржа. Мы полагаем, что ее акции покажут динамику лучше рынка (целевая цена на конец года — 220 руб.). Сильная ее сторона — диверсификация доходов, что указывает на относительно низкие риски. По последним данным, торговые объемы превысили значения до 2022 г., а по комиссионным доходам биржа едва не обновила рекорд в 2К23. По-прежнему большие рублевые остатки на клиентских счетах обеспечивают ей хорошие процентные доходы, которые в 2К23 оказались более чем вдвое выше уровней 2018–2021 гг. Наконец, биржа — прямой бенефициар суммарного с конца июля повышения ключевой ставки на 550 б. п. С учетом всех факторов мы ожидаем в 2023 г. роста чистой прибыли на 60% г/г и очередного рекорда по этой статье, а также по размеру дивидендов, даже если компания выплатит всего 50% прибыли (после 85–90% за 2017–2020 гг.).

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

млрд руб.	2023			2024		
	Новый	Прежний	Изменение	Новый	Прежний	Изменение
TCS Group						
Чистый процентный доход	217	190	14%	265	226	17%
Доходы	346	304	14%	404	354	14%
Операционные расходы	-187	-166	12%	-212	-176	21%
Отчисления в резервы	-51	-56	-10%	-66	-55	20%
Чистая прибыль	77	62	25%	96	96	0%
Сбербанк						
Чистый процентный доход	2 415	2 275	6%	2 470	2 506	-1%
Доходы	3 241	3 081	5%	3 397	3 433	-1%
Отчисления в резервы	-402	-402	0%	-522	-557	-6%
Чистая прибыль	1 489	1 366	9%	1 508	1 509	0%

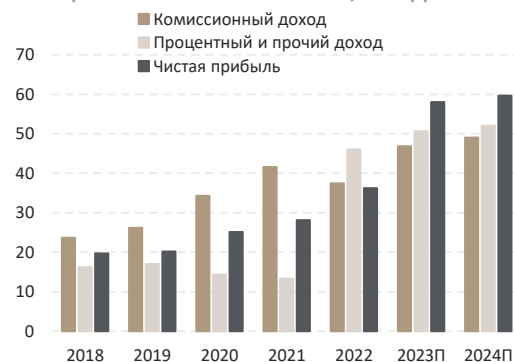
Источник: ИБ Синара

ВЫСОКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ ROE В 1П23 У ВСЕХ АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЙ СЕКТОРА



Источники: данные компаний, ИБ Синара

ПОЛОЖЕНИЕ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ ПОЗВОЛИТ ЕЙ ЕЩЕ УЛУЧШИТЬ РЕЗУЛЬТАТЫ, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Ольга Найдёнова
Старший аналитик

КОМПАНИИ ЦВЕТНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ

Траектория китайской экономики остается тем фактором, от которого зависят все прогнозы по базовым металлам. По итогам 9М23 восстановительный рост в КНР оказался слабее, чем ожидалось, из-за чего подешевели большинство металлов и других видов сырья. В 4К23 в центре внимания останутся масштабы и сроки реализации новых мер, принимаемых властями КНР для стимулирования экономики, тогда как потребление сырья во всем остальном мире вряд ли сильно вырастет, так как процентные ставки продолжают повышаться. Мы со сдержанным оптимизмом смотрим на перспективы Китая в 4К23–1К24 и ожидаем восстановления цен на базовые металлы еще в 4К23, хотя рассчитывать на устойчивый рост не приходится. Из сырьевых товаров на 2023–2024 гг. отдаем предпочтение алюминию, цены на который в 4К23–1К24 вырастут, как мы полагаем, до \$2300–2400/т, так как более 50% мирового производства алюминия убыточно при текущих ценах. По соотношению рисков и потенциальной доходности наиболее привлекательными нам представляются бумаги ОК РУСАЛ с целевой ценой в 58 руб. за акцию. По акциям ГКМ Норникель рейтинг прежний — «Держать», но целевая цена повышается с 17 000 до 17 300 руб. ввиду ухудшения прогноза по курсу российской валюты.

Катализаторы: более слабый, чем прогнозируем, рубль (спот-курс USD/RUB 95); регулярные выплаты дивидендов; расширение мер стимулирования в Китае и рост потребления металлов на этом фоне.

Риски: более сильный, чем ожидается, рубль; вялый рост экономики Китая в 4К23–1К24; ограничения на экспорт базовых металлов из РФ.

Корректировки в прогнозах цен на сырье. Мы заложили в модели более низкие цены на базовые металлы в 2023 г. (кроме меди), с тем чтобы отразить ослабление спроса в мировом масштабе и невпечатляющий рост экономики КНР в 9М23. На 2023 г. мы прогнозируем среднюю цену на алюминий на уровне \$2300/т (вместо прежних \$2400), на никель — \$22 500/т (\$23 500). В случае меди прогноз не изменился — \$8500/т, по палладию снизили его с \$1450 до \$1375 за унцию.

ГМК Норильский никель: в центре внимания новая дивидендная политика. Компания не выплатила дивиденды за 2022 г., что стало первым более чем за десятилетие случаем, когда она не объявила дивиденды. Несмотря на падение EBITDA на 30% г/г (отчетность за 1П23 по МСФО), Норникель сгенерировал FCF в объеме порядка \$1,3 млрд, урезав капзатраты и высвободив часть оборотного капитала. Мы не ожидаем в этом году выплаты промежуточных дивидендов, поскольку основные акционеры (ХК Интеррос и ОК РУСАЛ) еще не согласовали формулу. До конца года компания, как мы предполагаем, внесет изменения в дивидендную политику, вместо EBITDA увязав выплату с FCF (75%). В таком случае акционеры смогут получить дивиденды за 2023 г. при доходности в ~7%, которую сейчас, когда доходности ОФЗ доходят до 12%, не назовешь высокой.

ОК РУСАЛ: восстановление прибыли в 2П23–2024 за счет ослабления рубля. Рентабельность по EBITDA в 2П22–1П23 держалась на рекордно низких уровнях в 3–5%, но в 2П23 ожидаем заметного восстановления прибыли благодаря ослаблению рубля до спотовых уровней USD/RUB 95–96 (прибыль ОК РУСАЛ очень чувствительна к изменениям курса валют). Производственные денежные затраты в 1П23 составили \$2297/т (+13% г/г) и должны нормализоваться в 2П23. Кроме того, ожидаем в 2024 г. повышения средней цены алюминия до \$2400–2500/т, так как половина мирового производства остается убыточной.

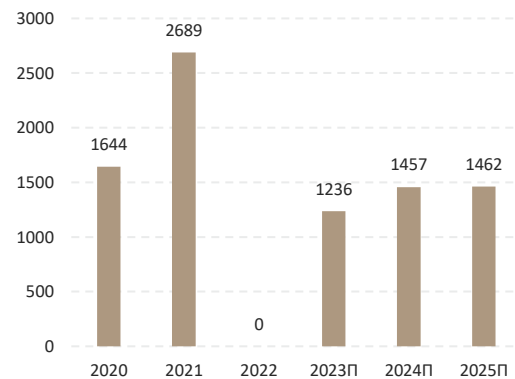
ОК РУСАЛ — все еще предпочтительная ставка в секторе. Новые целевые цены предполагают разный потенциал роста: существенный (42%) в случае ОК РУСАЛ и ограниченный (10%) по акциям ГКМ Норникель. Акции первой торгуются с привлекательными коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2024П соответственно в 3,2 и 4,4, то есть с дисконтами к оценкам второй (4,5 и 6,3).

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: данные компаний, Yahoo Finance, ИБ Синара

ЩЕДРЫЙ ПОТОК ДИВИДЕНДОВ ОТ ГКМ НОРНИКЕЛЬ ИССЯК В 2021 Г., РУБ/АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ И УГЛЯ

Мы по-прежнему считаем привлекательными бумаги угольных компаний и представителей черной металлургии, принимая во внимание хороший спрос на их продукцию внутри России и расширение мер стимулирования в Китае. С начала года котировки в секторе взлетели уже на 50–60% на ожиданиях дивидендов и ослаблении рубля. Вместе с тем ценовой бенчмарк экспорта г/к проката достиг пика в апреле (\$770/т) и с того момента снизился на 25% до текущих спот-уровней в \$565/т. Главная причина — замедление роста в Китае. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе производители стали возобновят выплату дивидендов, а средняя доходность по дивидендам за 2023 г. составит 13–15%. Учитывая изменение прогноза по курсу рубля, мы повысили целевые цены по бумагам НЛМК, Северстали и ММК на 13–15%. По бумагам Распадской и Мечела цены повышены на 15% до 570 руб. и 350 руб. за акцию соответственно ввиду улучшения прогноза по ценам на коксующийся уголь и с учетом валютного курса.

Катализаторы: более высокий, чем ожидается, курс USD/RUB; возобновление в этом году выплаты дивидендов; ежеквартальное раскрытие результатов по МСФО.

Риски: более сильный, чем ожидается, рубль; новые ограничения в торговле; отказ от выплаты дивидендов в этом году; регулирование внутренних цен.

Ключевой вопрос — возобновление выплаты дивидендов. Представители черной металлургии в 2022 г. прекратили выплачивать дивиденды с тем, чтобы минимизировать риски дополнительных налогов и санкций. На наш взгляд, они за последние полтора года накопили уже достаточно денежных средств, чтобы обратить их в дивиденды при низких уровнях долга. Дивидендная доходность за 2023 г. составит, по нашим расчетам, 13–15%, что должно способствовать дальнейшему росту котировок в секторе.

Наш новый фаворит — Северсталь. Она сменила в этом качестве НЛМК, возобновив недавно публикацию отчетности по МСФО, превзойдя прогнозы по прибыли и показав солидную денежную позицию. Отметим, что только НЛМК из всех компаний сектора принял решение не публиковать результаты по МСФО, и пока нет ясности относительно сроков, когда раскрытие возобновится. Северсталь же в отчетности за 1П23 показала рентабельность по EBITDA на уровне 35% и FCF в ~60 млрд руб. (+1% г/г). Важный факт: отношение чистого долга к EBITDA ушло в минусовые значения (-0,8), так как наличные на балансе достигли 300 млрд руб. Допускаем, что Северсталь станет первой из компаний черной металлургии, кто возобновит выплату дивидендов, размер которых за 2023 г. мы оцениваем в 173 руб/акцию при доходности в 13%. Росту котировок также могут способствовать ослабление рубля и восстановление мировых цен на сталь.

Изменения в ценовых допущениях. Мы немного понизили прогноз экспортной цены на г/к прокат на этот год (с \$650 до \$625/т) и на ЖРС (с \$120 до \$115/т), чтобы отразить более слабый спрос со стороны Китая. По цене на коксующийся уголь прогноз повышается с \$250 до \$275 за тонну. Из-за все еще ограниченного предложения и роста спроса рынок, предполагаем, останется весьма «узким» в 4К23–1П24, а цены в этот период не опустятся ниже \$250.

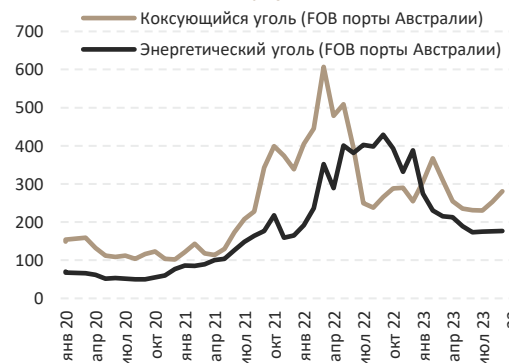
По-прежнему привлекательные оценки угольных компаний. Австралийский бенчмарк твердого коксующегося угля сейчас находится на уровне \$280/т и из-за ограничений предложения из Австралии должен остаться на повышенных уровнях в 4К23–1П23. Благоприятная ценовая конъюнктура и слабый рубль должны помочь как Распадской, так и Мечелу увеличить прибыль по итогам текущего года. Бумаги обеих угольных компаний остаются привлекательными по коэффициентам EV/EBITDA 2023П (Распадская — 2,7, Мечел — 3,2), и мы все так же придерживаемся оптимистичного взгляда на них. Распадская, скорее всего, возобновит выплату дивидендов, когда состоится принудительной «переезд» Evraz plc. (владелец 91% акций Распадской) из Великобритании в Россию, но вряд ли до конца нынешнего года. Размер дивидендов по привилегированным акциям Мечела зависит от чистой прибыли по МСФО (возможны убытки от курсовых разниц) и позиции по этому вопросу г-на Зюзина, контролирующего основную часть капитала.

ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ С АПРЕЛЯ СНИЗИЛАСЬ НА 25%, \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЕСЯ УГЛИ ВОССТАНАВЛИВАЮТСЯ, \$/Т



Источники: «Металл Эксперт», ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ

Мы повысили целевые цены по акциям компаний **Полюс** и **Polymetal** на 3–5% до 14 500 руб. и 800 руб. за акцию соответственно при рейтингах «Покупать» в обоих случаях. Основная причина — повышение прогнозов цены на золото и ослабление рубля. Полагаем, обе компании в 2023 г. вернутся к практике выплаты дивидендов. В следующие кварталы ожидаем увидеть коррекцию в золоте к \$1850/унцию ввиду укрепления доллара и роста ставок. Учитывая уровень денежных затрат и ожидаемое наращивание производства, отдаем предпочтение **Полюсу** (потенциал роста достигает 28%). Вероятная продажа российских активов вряд ли приведет к размытию долей миноритариев в капитале **Polymetal** и может, на наш взгляд, подвинуть компанию к выкупу бумаг, торгующихся на МосБирже. По акциям **Селигдара** остаемся пока при нейтральном мнении (новая целевая цена — 75 руб.): оценки выглядят справедливыми, если взять для сравнения **Полюс** и **Polymetal**.

Катализаторы: USD/RUB в районе 95; возобновление выплаты дивидендов; макроэкономическая среда, благоприятствующая росту цен на золото.

Риски: новые ограничения на экспорт золота из РФ; отсутствие дивидендных выплат; более сильный, чем ожидается, рубль.

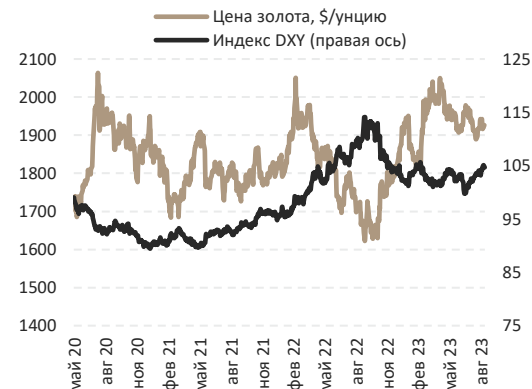
Повышение прогноза по золоту на 2023 г. до \$1925/унцию. На фоне больших закупок, производимых центральными банками, инвестиции в золото достигли максимальной за 11 лет доли в совокупном объеме инвестиций участников рынка. По прежним меркам сумма вложений в золото выглядит значительной, поэтому можно предположить, что структурное усиление спроса со стороны центробанков (они опасаются санкций и стремятся диверсифицировать свои вложения, сокращая долю гособязательств стран «Большой семерки») — это позитивный для цен на золото фактор. Однако данные Всемирного совета по золоту (World Gold Council) за 2K23 уже говорят о нормализации закупки золота центральными банками. Это может привести к восстановлению в прежних параметрах корреляции между ценами на золото и доходностью КО США: повышение реальной доходности десятилетних облигаций на 1 п. п. приводило к падению цен на \$150–200, но в 2022–2023 гг. это правило не работало.

Полюс: возобновление выплаты дивидендов и рост производства в 2023 г. Объявив программу выкупа, компания недавно приобрела 30% собственных акций, которые может использовать в сделках слияний и поглощений. Полюс может и аннулировать их, если в среднесрочной перспективе не определится с конкретными целями. Вкупе с выросшими ценами на золото и ослабевшим рублем это позволит Полюсу возобновить выплату дивидендов (их размер за 2023 г. оцениваем в 644 руб. на акцию при доходности в 6%). По нашему мнению, компания сейчас недооценивается рынком по EV/EBITDA 2024П (5,1). Мы подтверждаем по акциям Полюса рейтинг «Покупать» с целевой ценой в 14 500 руб. за штуку (потенциал роста — 28%).

Polymetal: вероятная продажа активов в РФ и дивиденды. Новоиспеченная казахстанская компания Polymetal объявила о своих планах продать попавшие под санкции российские активы, что позволит ей в конце года возобновить выплату дивидендов. Продажа может состояться в течение 6–9 месяцев, и мы не предполагаем большой дисконт к справедливой оценке, так как продавцом выступит компания из «дружественного» Казахстана. Мы бы оценили сделку в \$1,5–2,3 млрд (с учетом чистого долга в \$2,4 млрд), что стало бы позитивным развитием ситуации для миноритариев на AIX и МосБирже. Сейчас бумаги на первой площадке торгуются с EV/EBITDA 2023П на уровне 3,6, на второй — 3,0. Мы считаем их привлекательными, целевая цена на МосБирже — 800 руб. за акцию, на AIX — \$8,4.

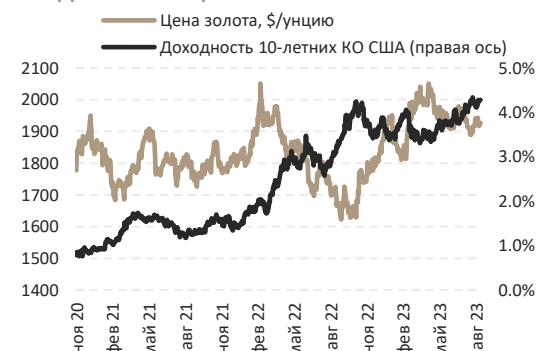
Селигдар: включение акций в расчет индекса МосБиржи и рост производства уже отражены в цене акций. Повышая целевую цену с 58 до 72 руб. за акцию (потенциал снижения — 9%), мы сохраняем рейтинг «Держать». В последнее время в бумагах Селигдара случилось ралли на включении их в базу расчета индексов Московской Биржи, однако рост котировок компании не удалось подкрепить сильными результатами за 1П23 (она показала чистый убыток в 7,3 млрд руб.). Ввиду относительно высокой долговой нагрузки компания приняла решение не выплачивать дивиденды за 2022 г., и вряд ли выплатит по итогам 2023 г. из-за увеличения капзатрат и слабых финансовых результатов. Отметим, что акции торгуются с EV/EBITDA 2023П на уровне 6,1, с ощутимой премией к оценкам компаний Полюс и Polymetal.

УСИЛЕНИЕ ДОЛЛАРА МОЖЕТ УДАРИТЬ ПО ЗОЛОТУ



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

РОСТ ДОХОДНОСТИ КО США ТАКЖЕ ПРИДАВЛИВАЕТ ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО



Источники: Yahoo Finance, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

Цены на удобрения в 2023 г. остаются под давлением: с начала года спотовые экспортные цены на карбамид снизились на 25% до \$320/т, а цена на ДАФ — на 20% до \$520/т (FOB порты Балтийского моря). Существенная коррекция обусловлена в первую очередь нормализацией спот-цен на газ (ТТФ), которые опустились до \$300–400/тыс. м3, и возобновлением работы производств в ЕС. Соответственно, мы ожидаем, что прибыль и FCF ФосАгро и Акрона в 2023 г. заметно — на 20–30% — снизятся в годовом сопоставлении. Прогнозируя стабилизацию цен на удобрения на нынешних уровнях, мы считаем оценки производителей удобрений достаточно высокими, особенно в случае Акрона. Оставляем рейтинг «Держать» по бумагам ФосАгро (при новой целевой цене в 7600 руб/акцию) и «Продавать» — по акциям Акрона (17 000 руб.).

Катализаторы: снижение прогнозов до USD/RUB 95; регулярные дивидендные выплаты (100% FCF); повышенная спот-цена на газ в Европе.

Риски: низкая цена на газ в Европе; дальнейшая коррекция цен на удобрения; ослабление спроса на них в сценарии глобальной рецессии.

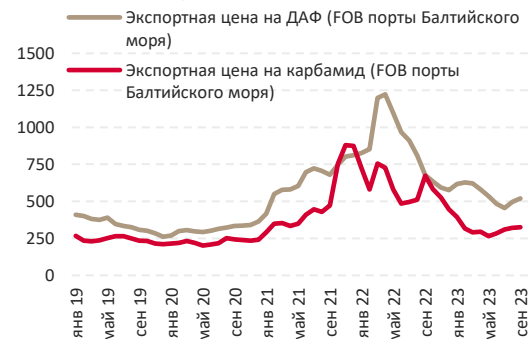
Цены на удобрения стабилизируются после длительной коррекции. Цены, снижающиеся в течение последних 15–18 месяцев, должны нормализоваться на текущих спот-уровнях. Рынки азотных и фосфорных удобрений выказывают первые признаки восстановления, пока не очень уверенного, спроса. В 2К23 рынкам фосфорсодержащих удобрений поддержку оказала Индия, закупавшая ДАФ и АФК в больших объемах, а также сезонные потребности Бразилии в МАФ. Рынки азотных удобрений в тот же период стабилизировались, частично в связи с сокращением экспорта, а также сезонным ростом спроса в Азии и Латинской Америке. Мы прогнозируем, что новые мощности по производству ДАФ и МАФ обеспечат в этом году профицит на мировых рынках. На 2023–2024 гг. ожидаем среднюю цену на карбамид на уровне \$300/т (-46% г/г). Прогноз средней цены ДАФ на этот год остается без изменений (\$550/т), в следующем прогнозируем коррекцию до \$500/т.

ФосАгро: дивидендный поток снизится в 2П23–2024. Компания — ключевая «дивидендная история» среди анализируемых нами эмитентов сектора. По итогам 2022 г. ФосАгро выплатила дивиденды в размере 1173 руб. на акцию с высокой доходностью 16%. За 2023 и 2024 гг. мы ожидаем существенно более низких дивидендов, в 748 руб. и 627 руб. на акцию с доходностью в 9–10%, что может в какой-то мере разочаровать розничных инвесторов, особенно в свете текущей доходности ОФЗ на уровне более 12%. В то же время прибыль ФосАгро должно поддержать более масштабное, чем ожидалось, обесценение рубля: крупнейший экспортер удобрений поставляет за рубеж ~75% своей продукции.

Акрон: пока без дивидендов и с высокими оценками. В последний раз Акрон выплачивал дивиденды за 9М21 и перспективы вернуться к тем практикам на сегодня остаются крайне неопределенными как из-за санкций в отношении основного акционера (В. Кантора), так и по причине ограничений на движение капитала, введенных властями РФ в качестве контрсанкций (главный акционер не является резидентом РФ). Мы приветствуем решение компании раскрыть результаты за 1П23 по МСФО — они оказались несколько хуже наших оценок, продемонстрировав снижение прибыли на 50–60% г/г. Объем производства при этом вырос на 6% г/г до 4,3 млн т, чистый долг уменьшился на 19% г/г до 32 млрд руб., а его отношение к EBITDA на конец периода составило 0,3.

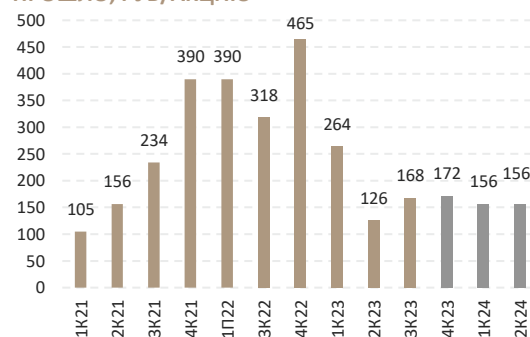
Целевые цены незначительно повышены при неизменных рейтингах. В связи с обновлением прогноза валютного курса немного увеличились наши оценки в части EBITDA и FCF ФосАгро и Акрона на 2023–2024 гг. Новая целевая цена по акциям ФосАгро составляет 7600 руб., и мы сохраняем рейтинг «Держать». Компания, как полагаем, продолжит ежеквартально выплачивать дивиденды, направляя на них 100% FCF. ФосАгро оценивается по P/E и EV/EBITDA 2023П в 8,8 и 6,9 соответственно (считаем эти значения справедливыми). Премия по бумагам Акрона к акциям ФосАгро — 15–20%; мы повышаем целевую цену акции с 16 500 руб. до 17 000 руб. и оставляем рейтинг «Продавать», учитывая потенциал снижения в 10%.

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ НОРМАЛИЗОВАЛИСЬ ПОСЛЕ КОРРЕКЦИИ, \$/Т



Источники: Argus, ИБ Синара

ФОСАГРО: ВРЕМЯ ЩЕДРЫХ ДИВИДЕНДОВ ПРОШЛО, РУБ/АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ КОМПАНИИ

Российский технологический сектор в текущих операционных условиях показывает достаточно сильные результаты, зачастую благодаря уходу глобальных игроков, росту цифровизации и новых направлений бизнеса, таких как электронная торговля или фудтех. Вместе с тем котировки акций многих «техов» сильно выросли с начала года (в диапазоне 38–112%), что, полагаем, оставляет ограниченный потенциал для роста, в особенности в свете недавнего повышения ключевой ставки, в целом неблагоприятного для справедливой стоимости «компаний роста». Мы по-прежнему положительно относимся к бумагам Yandex и Positive Technologies, но понижаем рейтинги по Ozon и Cian. Многие компании сектора зарегистрированы за рубежом, и ключевым инвестиционным фактором станет редомициляция, которая в некоторых случаях может приводить к приостановке торгов, как в случае с VK.

Катализаторы: увеличение доли рекламного рынка; большая специализация; замена решений глобальных игроков.

Риски: рост расходов на персонал; зарубежная регистрация большинства компаний; реструктуризация Yandex.

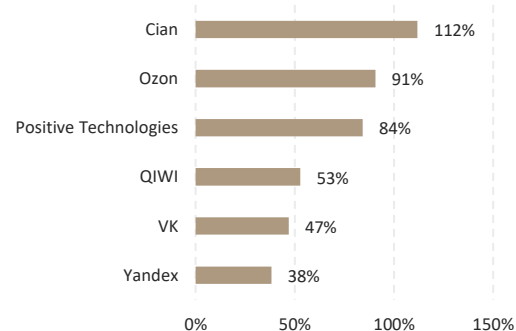
Yandex: все еще неясны условия реструктуризации. Yandex должен остаться крупнейшим игроком на рынках онлайн-рекламы и совместного использования транспортных средств (райд-шеринга). Финансовые показатели компании за последние несколько кварталов превосходили наши прогнозы и ожидания рынка, подтверждая наш позитивный взгляд на фундаментальный потенциал роста. Тем не менее, условия реструктуризации по-прежнему непонятны; более того, неясно, пройдет ли она по схеме, о которой ранее сообщалось в СМИ, или же с использованием иных правовых схем (некоторые источники сообщали об отказе отдельных претендентов от участия в покупке российских активов Yandex). Для миноритариев из РФ решающим фактором станет сохранение присутствия в российском (наиболее прибыльном) бизнесе, возможно, путем конвертации их бумаг в акции вновь образованной зарегистрированной в РФ компании. На данном этапе нельзя полностью исключить риски размытия стоимости, но мы отмечаем, что условия реструктуризации подлежат одобрению миноритариев в рамках отдельного собрания акционеров.

Cian: справедливо оцененный лидер цифрового рынка недвижимости. Компания управляет ведущей платформой онлайн-объявлений на рынке недвижимости РФ. Мы считаем, что у бизнеса Cian значительный потенциал роста благодаря восстановлению рынка недвижимости в долгосрочной перспективе, распространению цифровых услуг, увеличению присутствия в регионах и росту монетизации. Отмечаем и гибкость и низкую капиталоемкость бизнес-модели компании, что делает Cian менее уязвимым к волатильности рынка недвижимости по сравнению с застройщиками. Вместе с тем полагаем, что компания сейчас справедливо оценена инвесторами.

Ozon: быстро растет, но переоценен рынком. Мы считаем, что у компании есть все шансы остаться одним из двух ведущих игроков на растущем российском рынке e-commerce в долгосрочной перспективе. В 2K23 Ozon вновь продемонстрировал впечатляющий рост GMV и второй раз за год повысил прогноз по росту данного показателя на 2023 г. (до как минимум 80%). Вместе с тем данные по рентабельности разочаровывают и ставят под вопрос способность компании стабильно и оперативно улучшать юнит-экономику, соответствуя текущим высоким оценкам. Бумаги Ozon увеличились в стоимости с начала года на 91% и, по нашему мнению, переоценены (торгуются по цене выше нашей целевой в 2 400/акцию), поэтому мы понижаем рейтинг по ним до «Продавать». Мы также отмечаем риск, связанный с потребностью Ozon во внешнем финансировании, необходимом для поддержания высоких темпов роста, поскольку компания по-прежнему генерирует по большей части отрицательные свободные денежные потоки.

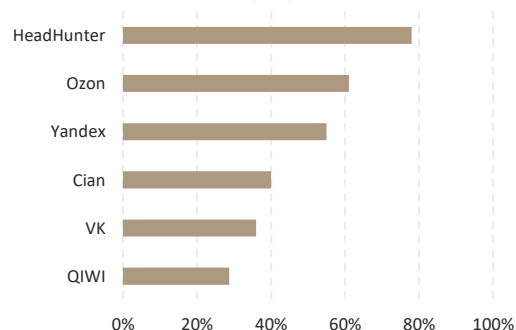
Positive Technologies — единственная возможность инвестировать в сектор кибербезопасности на фондовом рынке РФ. Рост бизнеса предопределяется усиливающейся заинтересованностью российских компаний в защите своей инфраструктуры, увеличением рыночной доли отечественных вендоров, как и необходимостью перехода на отечественные же решения.

ДИНАМИКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ С НАЧАЛА ГОДА



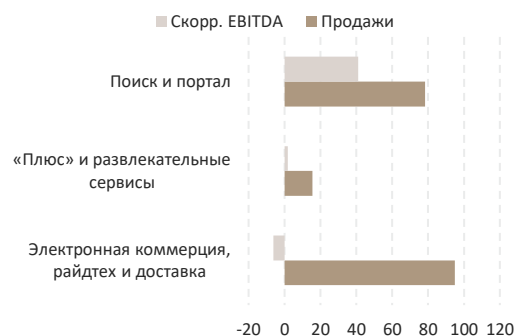
Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

РОСТ ВЫРУЧКИ В 2K23 (Г/Г)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

YANDEX: КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО СЕГМЕНТАМ В 2K23, МЛРД РУБ.



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Мы повышаем рейтинги по акциям МТС, а также по привилегированным акциям Ростелекома до «Покупать»: первая компания раскрыла хорошие результаты за 2K23, вторая может выплатить дивиденды за 2022 г. — в СМИ сообщается о возможном согласовании правительством соответствующей директивы. Инвестиции в сектор телекоммуникаций РФ характеризуются в целом низкими рисками. Рост доходов ограничен в традиционных направлениях бизнеса, но есть возможности наращивания выручки в новых сегментах. Рентабельность остается довольно высокой, что поддерживает свободные денежные потоки и позволяет выплачивать дивиденды. Считаем бумаги МТС недооцененными, а обыкновенные акции Ростелекома — справедливо оцененными, видим потенциал роста в его привилегированных акциях.

Катализаторы: объявление дивидендов; рост тарифов.

Риски: недоступность оборудования; урезание инвестиций в новые технологии.

Медленный рост выручки в традиционных направлениях. Повышение тарифов — основной источник роста традиционной выручки сектора: рынок основных услуг уже насыщен. Вместе с тем увеличение тарифов ограничено как реалиями рынка, так и антимонопольным регулированием, поэтому в лучшем случае оно лишь покрывает инфляцию. Продажи устройств по-прежнему снижаются, но по большому счету это нейтральный фактор для EBITDA. С другой стороны, открываются возможности в новых сегментах, таких как экосистемы, цифровые, в том числе облачные, сервисы и проч. Сложности с оборудованием остаются актуальными и могут замедлять развертывание сетей, включая создание инфраструктуры 5G, но, на наш взгляд, преодолимы и сильно не повлияют на способность операторов генерировать денежные потоки в долгосрочной перспективе.

МТС: развивает новые источники роста. Компания в целом в этом году показывала неплохие финансовые результаты. Так, в 2K23 рост выручки (составившей 140 млрд руб.) ускорился до 15% г/г против 6% г/г в 1K23, OIBDA увеличилась на 23% г/г до 67 млрд руб., что означает солидную рентабельность по OIBDA в 43,4%. МТС стремительно увеличивает выручку новых бизнес-сегментов: медиа и развлечений, рекламных и финансовых технологий, облачных решений. Рост доходов от услуг связи скромнен, но это направление — по-прежнему ключевой для МТС источник выручки и прибыли. Мы все так же видим в компании одну из наиболее надежных «дивидендных историй» на российском рынке акций в свете значительных денежных потоков и потребностей в выплатах ключевого акционера — АФК Система. Отметим, однако, что в следующий раз МТС поделится дивидендами не раньше середины 2024 г.

Ростелеком: выплата дивидендов в этом году все еще возможна. Ведущий игрок на рынках проводного интернета и дата-центров, также входящий, через дочернее предприятие T2 РТК Холдинг (Tele2), в «большую четверку» мобильных операторов страны, Ростелеком — головной исполнитель по многим государственным программам цифровизации. Выручка за 2K23 выросла на 14% г/г до 165 млрд руб., OIBDA осталась почти неизменной в годовом сопоставлении при рентабельности по OIBDA в 38,4%. В связи с развитием новых бизнес-направлений рентабельность в 2K23 снизилась. Недавно в СМИ сообщалось, что правительство вскоре согласует директиву о выплате дивидендов Ростелекомом за 2022 г. В этом случае выплаты на обыкновенную и привилегированную акцию могут составить 4,5–5,0 руб.

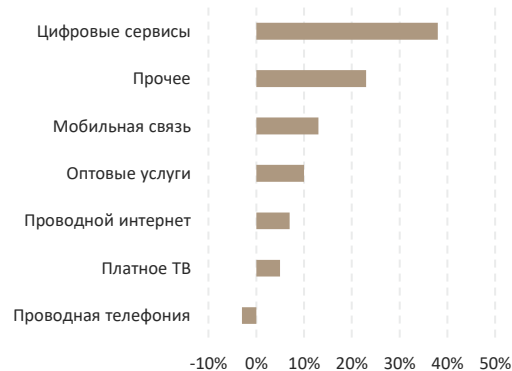
VEON: вскоре покинет российский рынок. Компания сворачивает деятельность в РФ, сделка по продаже ПАО «ВымпелКом» группе топ-менеджеров общества должна завершиться в середине октября. Недавно были объявлены корректировки условий продажи: за ПАО «Вымпелком» в основном заплатят облигациями общества, экономические же условия сделки не поменялись. Полагаем, что продажа российского бизнеса — стратегически обоснованный шаг, который позволит существенно уменьшить долговую нагрузку. Низкие на данный момент рыночные оценки открывают спекулятивные возможности, но мы ожидаем по-прежнему высокой волатильности в бумагах VEON.

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ МТС В РОССИИ В 2K23



Источники: данные компании, ИБ Синара

ВЫРУЧКА РОСТЕЛЕКОМА ПО СЕГМЕНТАМ В 2K23 (Г/Г)



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

КОМПАНИИ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Крупнейшие продовольственные ретейлеры, предлагающие товары массового спроса, остаются лидерами в розничной торговле, будучи лучше адаптированы к текущим рыночным и макроэкономическим условиям. Мы предпочитаем Магнит остальным компаниям сектора, в особенности в свете создания дополнительной стоимости для акционеров благодаря выкупу акций. X5 Retail Group продолжает опережать рынок, но мы считаем компанию справедливо оцененной и понижаем рейтинг до «Держать». Кроме того, мы снижаем рейтинг Ленты до «Продавать»: результаты по-прежнему не впечатляют, а основной для компании сегмент гипермаркетов остается под давлением. Мы нейтрально смотрим на акции М.видео, обремененной сравнительно высокой долговой нагрузкой и конкурирующей с игроками, которые присутствуют только в онлайне.

Катализаторы: консолидация рынка; смещение предпочтений покупателей в пользу дискаунтеров и «магазинов у дома»; возможное продолжение выкупа акций Магнитом.

Риски: возможное прекращение роста рентабельности; слабый спрос со стороны потребителей.

Восстановление маржи у более сильных игроков. Динамика выручки российских компаний, работающих в сегменте продуктовой розницы, в 2К23 не носила единого характера. В целом доходы оказались выше у «магазинов у дома» и дискаунтеров, а не у гипер- и супермаркетов. Рентабельность по EBITDA выросла у Магнита и X5 Retail Group, что отражает некоторое улучшение спроса и ведущие позиции на рынке. Последний фактор позволяет этим компаниям расти быстрее конкурентов без чрезмерной активности в области скидок и распродаж для привлечения покупателей.

Магнит: выкуп акций повышает ценность. Магнит завершил выкуп акции у некоторых нерезидентов с большой скидкой как к рыночной, так и справедливой стоимости, что создает ценность для остальных акционеров. Заявки на выкуп подали владельцы примерно 21% капитала компании, но Магнит может попытаться выкупить еще часть акций в рамках разрешенных регулятором 30%. Все еще открытым остается ряд вопросов корпоративного управления — их урегулирование позволит компании вскоре возобновить выплату дивидендов. Отмечаем, что баланс Магнита останется сильным даже по завершении выкупа (ЧД / EBITDA за 12 месяцев оцениваем в 1,0–1,1).

X5 Retail Group: сильные фундаментальные показатели отражены в цене. Компания в последнее время демонстрирует лучшие операционные показатели среди других представителей продуктовой розницы. Так, в 2К23 выручка X5 выросла на 19% г/г, достигнув 772 млрд руб., и в этом отношении компания смотрелась лучше Магнита (+7,5% г/г), Ленты (скромные +2%) и O'KEY Group (лишь +0,4%). X5 продолжает стремительно развивать формат жестких дискаунтеров «Чижик», чья выручка и торговая площадь увеличились в 2К23 в четыре и пять раз соответственно в годовом сопоставлении. Вместе с тем акции компании существенно выросли в цене (за последний месяц — примерно на 8%), и мы считаем их справедливо оцененными. X5, скорее всего, подпадает под требования недавно принятого закона о ЭЗО, то есть ей предстоит редомицилироваться. Если так и произойдет, соответствующие новости станут основным фактором для динамики котировок.

У остальных компаний сектора меньше возможностей. Более высоки риски для бизнеса Ленты, который развивается медленнее и с меньшей рентабельностью, чем у двух лидеров сектора. Компания в большей мере представлена в сегменте гипермаркетов, что неоптимально в текущих рыночных условиях. С осторожностью мы относимся и к бумагам М.видео (операционный актив — группа «М.Видео — Эльдorado»), которая больше других розничных компаний чувствительна к волатильности валютных курсов и процентных ставок в связи со сравнительно высокой долговой нагрузкой. Кроме того, с М.видео конкурируют чистые интернет-игроки. Вместе с тем полагаем, что компания во многом адаптировала бизнес-модель к новым операционным условиям (в плане логистики и цепочек поставок) и может извлечь выгоду из традиционного роста спроса во второй половине года.

ДИНАМИКА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ



Источник: Росстат

ДИНАМИКА ВЫРУЧКИ НЕКОТОРЫХ РОЗНИЧНЫХ СЕТЕЙ В 2К23 (Г/Г)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

КОМПАНИИ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ

Мы повышаем рейтинг по акциям РусГидро до уровня «Покупать» с целевой ценой 1 руб/акцию, поскольку учли в модели постепенную либерализацию дальневосточного рынка электроэнергии — ожидаем, что это произойдет в 2024–2026 гг. Сохраняем рейтинг «Продавать» по акциям Мосэнерго, ТГК-1, ОГК-2 и Юнипро, «Держать» — по бумагам Интер РАО. Мы отзываем на пересмотр рейтинг и целевую цену по акциям Россетей до возобновления публикации консолидированной отчетности. Прогнозируем увеличение потребления электроэнергии умеренным темпом в связи с умеренным же, как ожидается, ростом ВВП. С учетом уточненных макропрогнозов повышаем в моделях безрисковую ставку до 11,5%. На ближайшую перспективу дивидендная доходность по ликвидным акциям составляет лишь 5–9%.

Катализаторы: дальнейшая консолидация в секторе распределения; сделки M&A; рост цен и тарифов на электроэнергию; либерализация дальневосточного рынка; повышение прозрачности.

Риски: снижение потребления электроэнергии; масштабные инвестиционные программы; участие в далеко не самых прибыльных государственных проектах; ужесточение регулирования; санкции.

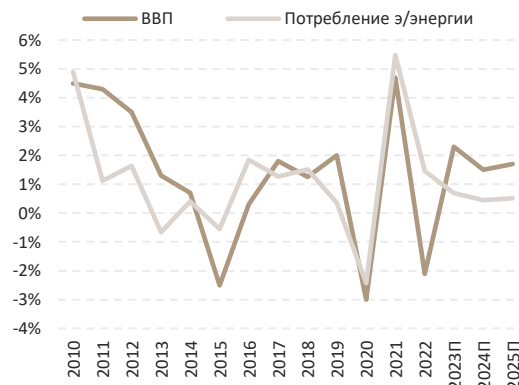
Увеличение потребления э/энергии ограничено умеренными темпами роста экономики. Потребление э/энергии в целом в европейской части России и в Сибири выросло за 8М23 на 1% г/г, отдельно в Сибири — на 2,6% г/г. На Дальнем Востоке потребление росло сравнительно быстро — на 2,9% г/г, включая изолированные энергорайоны. В целом по РФ за 8М23 э/энергией стали больше пользоваться на 1,2% г/г. Исходя из исторических данных, отношение роста потребления э/энергии к росту ВВП (который мы прогнозируем в среднем в 1,8% за 2023–2025 гг.) составляет 0,3. Потребление в Сибири и на Дальнем Востоке быстро увеличивается, отражая сдвиг торговых потоков с запада на восток и увеличение спроса со стороны энергоемких производств.

Ценовая конъюнктура отражает повышение цен на газ на внутреннем рынке и изменение баланса выработки э/энергии. Резкое 8,5%-ное повышение цены на газ в декабре 2022 г. все еще сказывается на ценах на электроэнергию, которые за 8М23 выросли на 10% г/г, и мы ожидаем дальнейшего увеличения до конца года. В Сибири в 2П23 рост выработки энергии на ГЭС ускорился, достигнув 20% г/г в июле — августе против снижения на 11% г/г в 1П23. Соответственно, цены на электроэнергию в Сибири после сильного увеличения в 1П23 на 22% г/г показали снижение на 8% г/г уже в июле — августе. В средне- и долгосрочной перспективе мы ожидаем роста цен на электроэнергию в соответствии с планами индексации цен на газ в европейской части России и с уровнем ИПЦ в Сибири и на Дальнем Востоке.

Результаты за 1П23 раскрыли все, кроме Россетей (рейтинг на пересмотре). В целом отчетность сектора стала прозрачнее: большинство генерирующих компаний представили результаты за 1П23 по МСФО, которые в целом совпали с ожиданиями. Однако сопоставимые показатели были опубликованы только за 1П22/1П23, а результаты за весь 2022 г., скорее всего, раскроют в 2024 г., когда выйдет финансовая отчетность за текущий год. Из компаний сектора только Россети не представили консолидированные результаты по МСФО. Мы взяли на пересмотр рейтинг и финансовый прогноз по этой компании, планируя возобновить анализ после публикации Россетями отчетности.

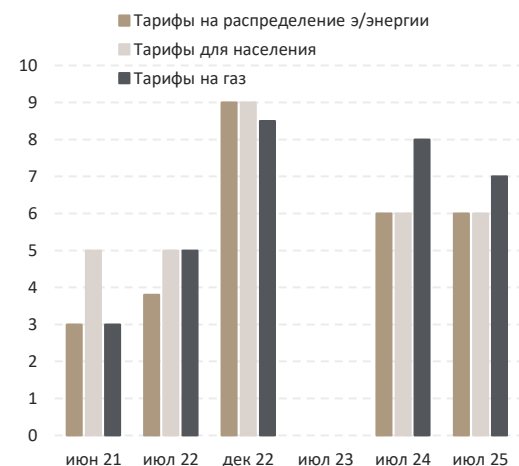
Ключевые факторы для движения котировок. Среди потенциально положительных для бумаг компаний сектора факторов отмечаем возможное перераспределение генерирующих активов Fortum и Uniper (сейчас находятся под временным управлением Росимущества). С негативной стороны выделяем риски для госкомпаний, которые могут быть вовлечены в масштабные инвестиционные проекты, что, возможно, уменьшит акционерную стоимость. Отмечаем, что ОГК-2 сейчас организует допэмиссию, и исходя из условий размещения мы можем скорректировать прогноз по акциям компании. Кроме того, как катализатор для роста стоимости бумаг РусГидро мы рассматриваем либерализацию рынка на Дальнем Востоке.

ПОТРЕБЛЕНИЕ Э/ЭНЕРГИИ ОГРАНИЧЕНО ТЕМПОМ РОСТА ВВП, Г/Г



Источники: Системный оператор, Росстат, ИБ Синара

В СЛЕДУЮЩИЙ РАЗ ТАРИФЫ ПОВЫСЯТ В ИЮЛЕ 2024 Г.



Источники: Минэкономразвития, ФТС России, ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

Георгий Горбунов
Аналитик

ТРАНСПОРТНЫЕ КОМПАНИИ

В транспортном секторе мы по-прежнему позитивно оцениваем акции Globaltrans: компания находится в хорошей финансовой форме и проводит редомициляцию, которая может создать дополнительную стоимость для акционеров. Мы повышаем рейтинг по Совкомфлоту до уровня «Покупать» в связи с превзошедшими ожиданиями результатами за 2К23 по МСФО, а также прогноз по дивидендам за 2023 г. — на 37% до 13,4 руб./акцию при дивидендной доходности в 12,7%. Сохраняем осторожность в отношении Аэрофлота: национальный перевозчик по-прежнему сильно закредитован, а слабый рубль негативно сказывается на чистой прибыли.

Катализаторы: выплата дивидендов Совкомфлотом; дальнейшие шаги Globaltrans в сторону выкупа акций или возобновления дивидендных выплат; выкуп авиапарка по привлекательным ценам.

Риски: низкая прозрачность отчетности; санкции; замедление роста экономики.

Аэрофлот: отсутствие роста перевозок до конца года и неизбежный чистый убыток в 2023 г. Авиакомпания представила неоднозначные результаты за 1П23 по МСФО. Так, при росте EBITDA на 6,8% г/г (в соответствии с нашими годовыми прогнозами), она получила большой чистый убыток (102 млрд руб.) против чистой прибыли в 73,7 млн руб. за 1П22 из-за валютной переоценки долга при слабом рубле. Аэрофлот рассчитывает в 2023 г. перевести 45 млн чел., что означает отсутствие роста перевозок в сентябре – декабре. Мы не ожидаем возобновления дивидендных выплат в краткосрочной перспективе.

Globaltrans: повышение целевой цены. Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги Globaltrans, поскольку компания представила сильные результаты за 1П23 по МСФО. Кроме того, она начала редомициляцию с Кипра в Абу-Даби. Этот шаг должен помочь листингованной холдинговой компании получить денежные средства от российских дочерних предприятий. Пока решение о возобновлении дивидендных выплат еще не найдено, но возможность обратного выкупа становится более реалистичной. Мы повышаем целевой мультипликатор EV/EBITDA с 2,5 до 3,0, что означает новую целевую цену — 863 руб. за ГДР. Мы подчеркиваем, что обычно акции торговались по EV/EBITDA на уровне 4,0–4,5.

Совкомфлот: учитываем результаты лучше ожиданий. Результаты компании за 2К23 по МСФО оказались выше наших прогнозов. Мы скорректировали курс рубля к доллару США для расчета справедливой цены в соответствии с текущими рыночными условиями и, обновив модель, увеличили целевую цену по акциям Совкомфлота с 100 руб. до 135 руб. за штуку; рейтинг повышен с «Держать» до «Покупать». Мы ожидаем, что Совкомфлот выплатит дивиденды за 2023 г. в размере 13,4 руб. на акцию с дивидендной доходностью в 12,7%.

НМТП и ДВМП: котировки на практически рекордных уровнях. Компании опубликовали отдельные результаты за 1П23 по МСФО — слабые в полугодовом сопоставлении в случае ДВМП в связи со снижением ставок фрахта на контейнерные перевозки. НМТП отчитался за 1П23 без базы сравнения за 2022 г., однако сопоставление с 1П21 указывает на впечатляющий рост показателей. Перевалка сухогрузов на Дальнем Востоке за 8М23 выросла на 5,8% г/г (благоприятно для ДВМП). Что касается НМТП, наливных грузов в портах Черного моря и Балтики за 8М23 перегрузили лишь на 1,2% больше в годовом сопоставлении, что было частично компенсировано 29%-ным ростом перевалки сухогрузов в Черноморском бассейне. Однако и НМТП, и ДВМП торгуются вблизи максимальных за всю историю торгов уровней, что может говорить о замедлении ралли.

РОСТ ПАССАЖИРОПОТОКА АВИАКОМПАНИЙ ЗАМЕДЛЯЮТ ПРОБЛЕМЫ С УВЕЛИЧЕНИЕМ ПАРКА, МЛН ЧЕЛ.



Источники: Аэрофлот, Минтранс России, Росстат, ИБ Синара

СТАВКИ АРЕНДЫ ПОЛУВАГОНОВ ВЫШЕ, ЧЕМ В ПРОШЛОМ ГОДУ



Источники: «Промышленные грузы», RailCommerce, ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

Георгий Горбунов
Аналитик

СТРОИТЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ

В связи с ужесточением условий получения льготной ипотеки и повышением ключевой ставки ЦБ РФ (и, как следствие, ставки по ипотеке без господдержки) покупатели недвижимости сконцентрируются на предложениях застройщиков, готовых субсидировать ипотечные кредиты самостоятельно. К таким компаниям относятся и ПИК СЗ, и ГК Самолет — по-прежнему наши фавориты. Мы повысили безрисковую ставку в наших моделях с 10% до 11,5% и обновили их в соответствии с финансовыми результатами за 1П23 и планами компаний по вводу жилья в эксплуатацию на 2П23. Теперь мы считаем справедливой цену акций ПИК СЗ на уровне 950 руб/шт., ГК Самолет — 4440 руб/шт., Группы ЛСР — 745 руб/шт., Etalon Group — 90 руб/шт. Сохраняем рейтинги «Покупать» по бумагам ПИК СЗ и ГК Самолет и «Держать» — по акциям Группы ЛСР и Etalon Group.

Катализаторы: запуск точечных льготных программ ипотеки; смягчение ДКП; поддержка действующих льготных программ ипотеки.

Риски: ужесточение ДКП; недостаточный рост доходов населения.

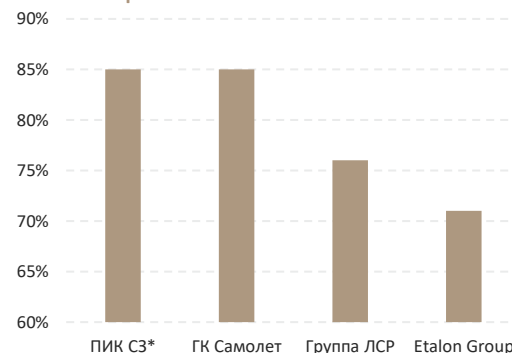
Увеличение первоначального взноса по льготным программам ипотеки не столь критично для крупных застройщиков. По данным ДОМ.РФ, 63% ипотечных займов на первичном рынке в 2К23 было взято с первоначальным взносом ниже 20%, на вторичном — ниже 44%. Рост первоначального взноса уменьшит спрос на недвижимость; по оценкам Минстроя, падение ее продаж (на обоих рынках) в текущем году может составить 20% г/г. При этом намерение Минфина уменьшить долю льготных программ в выдаче ипотеки с 80–90% до 50%, на наш взгляд, в 2П23 вряд ли реализуемо из-за сохранения высоких ставок по несубсидируемым кредитам. В то же время полагаем, что меньше всего от ужесточения условий ипотечного кредитования пострадают крупные застройщики, которые продолжают субсидировать ипотечные займы, предлагая ставки на 2–3 п. п. ниже рыночных. Это позволит им консолидировать сжимающийся рынок недвижимости.

Крупные застройщики смогут осторожно поднимать цены. Согласно «СберИндексу», средняя цена квадратного метра на вторичном рынке недвижимости выросла с начала года на 5,2%, в то время как на первичном практически не изменилась, прибавив всего 0,4%. На наш взгляд, повышение ставок по ипотеке на вторичном рынке, где около 50% сделок (на основе данных 2022 г.) проводится с использованием займов, замедлит рост цен. На первичном же сохранение льготных программ кредитования и возможность субсидирования ипотеки подтолкнут вверх стоимость квадратного метра у крупных застройщиков — примерно на 4% г/г.

ПИК СЗ — наш фаворит в секторе с рейтингом «Покупать» и целевой ценой до конца 2023 г. в 950 руб/акцию. Мы считаем, что низкие цены на жилье и активное освоение регионов приведут к увеличению продаж ПИК СЗ до 14% г/г в 2023 г., как мы и ожидали ранее, а средние темпы роста выручки (CAGR 2022–2027) составят 14%. EV/EBITDA 2024П у ПИК СЗ ниже, чем, например, у Группы ЛСР: 6,6 против 7,3, притом что темпы роста EBITDA (CAGR 2022–2027) у ПИК СЗ составляют 21% против значительно более низких 13% у Группы ЛСР. Соответственно, мы оставляем неизменным рейтинг «Покупать» по бумагам ПИК СЗ и снижаем, из-за корректировок модели DCF, целевую цену до 950 руб/акцию.

Не менее интересна нам среди строительных компаний ГК Самолет (рейтинг — «Покупать»). Компания показывает высокие и стабильные темпы роста продаж, начала реализацию квартир на вторичном рынке и успешно внедряет стратегию освоения регионов. Поглощение ГК МИЦ позволит нарастить портфель проектов в стадии строительства на 18%. Соответственно, мы сохраняем прогноз по росту выручки (CAGR 2022–2027) на уровне 43%, а целевую цену по акциям ГК Самолет снижаем до 4440 руб/шт. в связи с изменением безрисковой ставки в нашей модели.

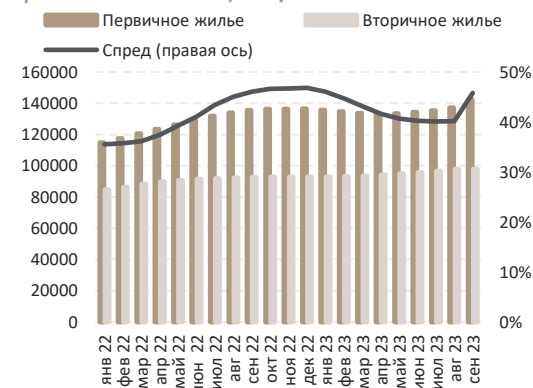
ДОЛЯ ИПОТЕЧНЫХ СДЕЛОК ПО ЗАСТРОЙЩИКАМ В 2К23



* Прогноз ИБ Синара.

Источники: данные компаний, ИБ Синара

ЦЕНЫ НА КВАРТИРЫ, РУБ/М2



Источники: «СберИндекс», ИБ Синара

Ирина Фомкина

Аналитик

ИЗМЕНЕНИЕ ПРОГНОЗОВ, ЦЕЛЕВЫХ ЦЕН И РЕЙТИНГОВ

Бумага	Рейтинг		Целевая цена, руб./акцию		ЕВТДА, млрд руб. (новый)		ЕВТДА, млрд руб. (прежний)		Чистая прибыль, млрд руб. (новый)		Чистая прибыль, млрд руб. (прежний)	
	Новый	Прежний	Новая	Прежняя	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Газпром	Держать	Держать	180	177	2 265	2 235	2 214	2 104	882	994	972	957
НОВАТЭК	Покупать	Держать	1 850	1 450	393	471	342	378	581	713	500	589
Роснефть	Покупать	Покупать	640	575	2 982	3 352	2 405	2 675	1 346	1 627	1 012	1 174
ЛУКОЙЛ	Покупать	Покупать	7 100	5 740	1 848	1 932	1 563	1 555	1 177	1 204	919	892
Газпром нефть	Держать	Держать	660	550	1 105	1 032	971	980	653	642	683	586
Сургутнефтегаз	Покупать	Покупать	38,0	35,0	686	658	652	591	1 644	719	909	342
Сургутнефтегаз (ап)	Держать	Покупать	50,0	42,0								
Татнефть	Продавать	Держать	560,0	500	372	343	427	374	352	212	303	256
Татнефть (ап)	Продавать	Держать	545,0	490								
Башнефть	Покупать	Покупать	2 200,0	2 340	243	217	213	198	142	120	116	101
Башнефть (ап)	Покупать	Покупать	1 850,0	2 000								
НКНХ	Продавать	Продавать	107,0	103	74,0	76,0	54,0	52,0	27,0	37,0	47,0	53,0
НКНХ (ап)	Продавать	Продавать	75,0	78,0								
Транснефть	Покупать	Покупать	168 000	170 000	583	600	498	506	318	294	209	201
ГМК Норникель	Держать	Держать	17 300	17 000	617	695	623	598	280	400	378	318
ОК РУСАЛ	Покупать	Покупать	58,0	61,0	108	156	110	118	112	146	114	117
НЛМК	Покупать	Покупать	255	225	285	330	271	274	181	220	174	176
Северсталь	Покупать	Покупать	1 615	1 430	263	286	221	226	211	219	142	147
ММК	Покупать	Покупать	62,0	53,0	186	210	171	172	113	127	105	106
ТМК	Покупать	Покупать	403	403	162	153	162	153	79	75	79	75
Распадская	Покупать	Покупать	570	495	73	88	85	86	56	63	59	56
Мечел	Покупать	Покупать	350	305	111	140	141	138	41	83	85	82
Мечел (ап)	Покупать	Покупать	350	305								
Полюс	Покупать	Покупать	14 500	13 500	292	335	244	247	190	208	162	169
Polymetal	Покупать	Покупать	800	780	118	135	103	106	68	78	58	57
Селигдар	Держать	Держать	75,0	58,0	19,7	26,2	24,2	23,6	6,4	8,2	15,1	16,1
АЛРОСА	Держать	Держать	80,0	72,0	170	165	125	137	92	101	82	86
ФосАгро	Держать	Держать	7 600	7 700	161	176	162	168	104	122	115	119
Акрон	Продавать	Продавать	17 000	16 500	90	95	89	91	57	66	62	65
Магнит	Покупать	Покупать	6 600	6 400	177	214	183	210	53	61	57	56
X5 Retail Group	Держать	Покупать	2 400	2 500	204	235	198	229	75	89	71	85
Лента	Продавать	Держать	690	750	21,8	30,6	33,6	37,6	-6,2	1,4	3,6	8,2
Yandex	Покупать	Покупать	3 500	3 800	96	126	98	116	34	46	28	34
МТС	Покупать	Держать	340	330	224	233	224	233	52	50	43	47
Ростелеком	Держать	Держать	78,0	82,0	273	292	263	284	59	61	51	54
Ростелеком (ап)	Покупать	Держать	78,0	82,0								
Ozon	Продавать	Держать	2 400	2 200	16,7	26,4	16,7	22,5	-23,9	-30,2	-23,3	-32,9
M.видео	Держать	Держать	200	190	18,1	24,6	19,7	24,0	9,9	3,8	9,6	5,0
VK	Продавать	Держать	640	700	19,3	27,9	18,6	26,7	2,3	9,0	1,7	8,1
ROS AGRO	Продавать	Держать	1 150	990	38,6	57,1	53,6	55,4	16,4	32,4	30,0	32,1
Cian	Держать	Покупать	810	850	2,3	3,4	2,3	3,4	1,0	1,6	1,0	1,6
Группа Позитив	Покупать	Покупать	2 600	2 800	11,5	15,7	11,5	15,7	9,9	13,6	9,9	13,6
Таттелеком	Продавать	Покупать	1,0	1,1	4,6	4,8	4,6	4,8	2,5	2,8	2,5	2,8
АФК Система	Покупать	Покупать	28,2	20,8								
Globaltrans	Покупать	Покупать	863	746	42,1	44,9	42,3	45,4	25,2	25,2	23,7	26,0
Совкомфлот	Покупать	Держать	135	100	118	104	119	110	63,5	51,0	60,5	56,1
Аэрофлот	Продавать	Продавать	33,5	33,5	117	127	117	127	-61,5	5,9	-61,5	5,9
Юнипро	Продавать	Продавать	1,6	1,8	41,8	41,2	41,6	42,1	30,9	31,0	30,8	31,7
РусГидро	Покупать	Держать	1,0	0,8	130	142	131	146	44,5	63,2	63,2	77,9
Интер РАО	Держать	Держать	4,6	4,6	136	131	131	126	83,8	79,9	80,1	75,7
Россети	На пересмотре	Продавать		0,08			358	361			107	92,2
Мосэнерго	Продавать	Продавать	2,5	2,6	45,0	38,8	44,6	38,4	18,7	14,6	18,7	14,4
ТГК-1	Продавать	Продавать	0,008	0,007	19,3	18,9	18,2	17,5	5,5	5,0	4,7	4,0
ОГК-2	Продавать	Продавать	0,55	0,60	40,6	39,0	40,6	40,6	22,1	21,7	22,6	22,0
Россети Московский регион	Покупать	Покупать	2,0	2,3	56,9	57,9	56,9	57,9	19,7	19,3	19,7	19,3
Россети Центр	Покупать	Покупать	0,72	0,79	28,3	30,4	28,3	30,4	6,6	6,9	6,6	6,9
ЭН+ ГРУП	Покупать		920		205	260			74,6	100		
Сбербанк	Покупать	Покупать	300	300					1 489	1 508	1 366	1 509
Московская Биржа	Покупать	Покупать	220	150	77,3	79,6	51,9	46,3	58,1	59,7	37,5	33,0
TCS Group	Покупать	Покупать	4 000	4 000					77,1	96,3	61,8	96,3
Банк Санкт-Петербург	Держать	Держать	290	290					41,6	32,2	41,6	32,2
ВТБ	Покупать	Покупать	0,033	0,033					424	330	424	330
Группа Ренессанс Страхование	Покупать	Покупать	125	125					10,4	8,8	10,4	8,8
ПИК СЗ	Покупать	Покупать	950	1 005	133	150	133	150	92,1	104	92,1	104
Группа ЛСР	Держать	Держать	745	765	37,3	41,2	42,9	49,2	14,8	15,8	15,1	16,3
Etalon Group	Держать	Держать	90,0	85,0	17,2	21,6	15,1	19,5	1,8	4,9	3,8	4,9
ГК Самолет	Покупать	Покупать	4 440	4 665	81,7	116,7	73,9	112,3	18,7	51,9	17,9	27,6
Сегежа Групп	Держать	Держать	5,7	6,1	14,0	20,0	15,8	23,3	-12,0	-3,1	-4,1	1,2
СОЛЛЕРС	Покупать	Покупать	1 500	1 500	8,4	10,0	6,7	8,2	4,6	5,8	3,2	4,4

Источник: ИБ Синара

АКЦИИ КОМПАНИЙ ПОД АНАЛИТИЧЕСКИМ ПОКРЫТИЕМ

	Валюта	Цена на закрытие торгов	Целевая цена	Потенц. роста	Рейтинг	Степень риска	Рын. кап. \$ млрд	EV, \$ млрд	P/E		EV/EBITDA (P/BV для банков)		Доходность FCF		ND/EBITDA на конец 2023	Див. доходность		Изменение цены с нач. года	
									2023	2024	2023	2024	2023	2024		2023	2024		12 мес.
Нефтегазовый сектор																			
Газпром	RUB	168	180	7%	Держать	●●○○○	41.4	89.1	4.5	4.0	3.8	3.8	Neg.	Neg.	2.1	11.2%	11.2%	3.3%	
Роснефть	RUB	521	640	23%	Покупать	●●○○○	57.4	105.1	4.1	3.4	3.4	3.0	19%	26%	1.5	12.3%	12.3%	43.0%	
ЛУКОЙЛ	RUB	6,394	7,100	11%	Покупать	●●○○○	46.1	35.0	3.8	3.7	1.8	1.7	20%	21%	-0.6	18.1%	18.1%	57.0%	
НОВАТЭК	RUB	1,607	1,850	15%	Покупать	●●○○○	50.8	50.8	8.4	6.8	12.4	10.4	10%	14%	-0.4	6.0%	6.0%	49.6%	
Газпром нефть	RUB	663	660	0%	Держать	●●○○○	32.7	33.2	4.8	4.9	2.9	3.1	10%	12%	0.4	10.3%	10.3%	44.2%	
Татнефть	RUB	615	560	-9%	Продавать	●●○○○	13.9	14.0	4.1	6.7	3.6	3.9	7%	6%	-0.2	12.4%	12.4%	76.3%	
Татнефть (АП)	RUB	600	545	-9%	Продавать	●●○○○	0.9	14.0	4.1	6.7	3.6	3.9	7%	6%	-0.2	12.7%	12.7%	76.0%	
Сургутнефтегаз	RUB	29.2	38.0	30%	Покупать	●●○○○	10.9	N/m	0.9	2.0	N/m	N/m	6%	19%	N/m	2.7%	2.7%	34.5%	
Сургутнефтегаз (АП)	RUB	48.5	50.0	3%	Держать	●●○○○	3.9	N/m	0.9	2.0	N/m	N/m	6%	19%	N/m	31.2%	31.2%	86.7%	
Транснефть (АП)	RUB	142,600	168,000	18%	Покупать	●●○○○	10.8	13.6	3.3	3.5	2.2	2.2	8%	19%	0.7	14.8%	14.8%	62.9%	
Башнефть	RUB	1,890	2,200	16%	Покупать	●●○○○	3.3	3.2	2.3	2.7	1.2	1.4	44%	34%	-0.1	10.6%	10.6%	100.7%	
Башнефть (АП)	RUB	1,414	1,850	31%	Покупать	●●○○○	0.4	3.2	2.3	2.7	1.2	1.4	44%	34%	-0.1	14.1%	14.1%	107.8%	
НКНХ	RUB	124.0	107.0	-14%	Продавать	●●○○○	2.3	3.5	8.1	5.9	4.5	4.4	Neg.	14%	1.4	3.0%	3.0%	47.4%	
НКНХ (АП)	RUB	83.8	75.0	-11%	Продавать	●●○○○	0.2	3.5	8.1	5.9	4.5	4.4	Neg.	14%	1.4	4.4%	4.4%	14.2%	
									<i>Медиана</i>		4.1	3.8	3.4	3.1	10%	19%			
Черная металлургия																			
Северсталь	RUB	1,286	1,615	26%	Покупать	●●○○○	11.2	9.4	5.1	4.9	3.4	3.2	13%	15%	-0.6	13.4%	13.4%	42.6%	
НЛМК	RUB	198	255	29%	Покупать	●●○○○	12.3	13.3	6.5	5.4	4.5	3.9	14%	16%	0.3	13.9%	13.9%	68.3%	
ММК	RUB	50.1	62.0	24%	Покупать	●●○○○	5.8	4.8	4.9	4.4	2.5	2.2	15%	19%	-0.5	14.8%	14.8%	52.2%	
ТМК	RUB	221.5	403.0	82%	Покупать	●●○○○	2.3	4.5	2.8	2.9	2.7	2.9	25%	29%	1.3	19.4%	16.9%	170.2%	
									<i>Медиана</i>		5.0	4.7	3.1	3.0	14%	17%			
Цветная металлургия																			
Норникель	RUB	16,326	17,300	6%	Держать	●●○○○	26.1	32.4	8.9	6.3	5.0	4.5	10%	12%	1.0	7.6%	7.6%	6.7%	
РУСАЛ	RUB	41.1	58.0	41%	Покупать	●●○○○	6.5	4.9	5.6	4.3	4.4	3.0	3%	9%	4.7	0.0%	0.0%	2.4%	
Полюс	RUB	11,288	14,500	28%	Покупать	●●○○○	16.0	17.5	8.1	7.4	5.7	5.0	8%	8%	2.2	5.7%	5.7%	47.0%	
PolyMetal	RUB	511	800	57%	Покупать	●●○○○	2.5	4.2	3.6	3.1	3.4	3.0	15%	22%	1.4	14.1%	14.1%	38.1%	
Селиндар	RUB	77.3	75.0	-3%	Держать	●●○○○	0.8	1.2	12.0	9.3	6.0	4.5	Neg.	8%	2.1	0.0%	0.0%	77.3%	
АЛРОСА	RUB	70.4	80.0	14%	Держать	●●○○○	5.4	5.3	5.6	5.1	3.0	3.1	9%	15%	0.0	9.3%	9.3%	19.3%	
									<i>Медиана</i>		8.1	6.3	5.0	4.5	9%	9%			
Производство угля																			
Мечел	RUB	200	350	75%	Покупать	●●○○○	1.2	3.7	2.8	1.4	3.2	2.6	45%	64%	2.2	0.0%	0.0%	89.5%	
Мечел (АП)	RUB	218	350	60%	Покупать	●●○○○	1.2	3.7	2.8	1.4	3.2	2.6	45%	64%	2.2	33.7%	33.7%	52.9%	
Распадская	RUB	332	570	72%	Покупать	●●○○○	2.3	2.0	4.0	3.5	2.6	2.2	21%	23%	-0.4	0.0%	0.0%	46.2%	
									<i>Медиана</i>		2.8	1.4	3.2	2.6	45%	64%			
Производство удобрений																			
ФосАгро	RUB	6,746	7,600	13%	Держать	●●○○○	9.1	11.2	8.4	7.1	6.7	6.1	11%	9%	1.3	11.1%	11.1%	5.4%	
Акрон	RUB	18,600	17,000	-9%	Продавать	●●○○○	7.1	7.4	12.0	10.3	7.9	7.5	5%	6%	0.3	0.0%	0.0%	2.1%	
									<i>Медиана</i>		10.2	8.7	7.3	6.8	8%	8%			
Финансовые услуги																			
Сбербанк	RUB	252	300	19%	Покупать	●●○○○	56.5		3.8	3.8	0.8	0.8	N/a	N/a	N/a	13.1%	13.1%	78.2%	
TCS Group	RUB	3,322	4,000	20%	Покупать	●●○○○	6.9		8.6	6.9	2.3	2.0	N/a	N/a	N/a	0.0%	0.0%	30.8%	
Банк Санкт-Петербург	RUB	294	290	-1%	Держать	●●○○○	1.5		3.4	4.4	0.8	0.7	N/a	N/a	N/a	12.6%	12.6%	194.1%	
ВТБ	RUB	0.03	0.03	31%	Покупать	●●○○○	7.0		1.6	2.9	0.6	0.4	N/a	N/a	N/a	0.0%	0.0%	51.1%	
Мосбиржа	RUB	173	220	27%	Покупать	●●○○○	4.1		6.8	6.6	0.1	0.1	N/a	N/a	N/m	7.4%	7.4%	81.9%	
Ренессанс Страхование	RUB	105	125	19%	Покупать	●●○○○	0.6		5.6	6.7	N/a	N/a	N/a	N/a	N/m	9.8%	9.8%	110.9%	
									<i>Медиана</i>		3.8	4.4	0.8	0.7	N/a	N/a			
TMT																			
Yandex	RUB	2,408	3,500	45%	Покупать	●●○○○	8.3	7.7	23.4	17.1	7.8	5.9	Neg.	Neg.	Neg.	0.0%	0.0%	32.6%	
МТС	RUB	270	340	26%	Покупать	●●○○○	5.6	10.1	10.3	10.9	4.3	4.2	8%	12%	1.9	12.7%	13.3%	14.5%	
Ростелеком	RUB	72.7	78.0	7%	Держать	●●○○○	2.5	6.8	4.1	4.0	2.4	2.2	21%	22%	1.5	6.9%	6.9%	29.9%	
Ростелеком (АП)	RUB	67.6	78.0	15%	Покупать	●●○○○	0.1	0.1	4.1	4.0	2.4	2.2	21%	22%	1.5	7.4%	7.4%	21.6%	
Таттелеком	RUB	1.2	1.0	-19%	Продавать	●●○○○	0.3	0.2	4.1	4.0	2.4	2.2	21%	22%	1.5	5.3%	5.7%	135.7%	
Ozon Holdings	RUB	2,589	2,400	-7%	Продавать	●●○○○	5.5	6.0	Neg.	Neg.	Neg.	21.8	Neg.	Neg.	Neg.	0.0%	0.0%	84.5%	
Спап	RUB	771	810	5%	Держать	●●○○○	0.6	0.5	N/m	32.6	21.2	14.2	2%	4%	-2.4	0.0%	0.0%	113.8%	
УК	RUB	665	640	-4%	Продавать	●●○○○	1.6	1.5	N/m	16.7	7.3	5.0	4%	7%	1.3	0.0%	0.0%	52.4%	
Positive Technologies	RUB	2,296	2,600	13%	Покупать	●●○○○	1.6	1.6	15.3	11.1	13.0	9.6	3%	5%	-0.1	3.7%	3.1%	82.6%	
									<i>Медиана</i>		7.2	11.0	5.8	5.0	8%	12%			
Потребительский сектор																			
X5 Retail	RUB	2,234	2,400	7%	Держать	●●○○○	6.3	7.6	8.1	6.8	3.6	3.1	10%	12%	0.6	0.0%	0.0%	48.3%	
Магнит	RUB	5,417	6,600	22%	Покупать	●●○○○	5.7	6.9	10.4	9.1	3.7	3.1	12%	17%	0.6	0.0%	0.0%	24.2%	
Лента	RUB	722	690	-4%	Продавать	●●○○○	0.9	1.5	-13.6	60.1	6.5	4.6	-2%	7%	2.6	0.0%	0.0%	4.6%	
М.видео	RUB	190.6	200.0	5%	Держать	●●○○○	0.4	0.8	3.5	9.2	4.2	3.1	16%	36%	2.3	0.0%	0.0%	18.6%	
									<i>Медиана</i>		5.8	9.1	4.0	3.1	11%	15%			
Энергетика																			
ИнтерРАО	RUB	4.23	4.55	7%	Держать	●●○○○	3.2	0.1	3.7	3.9	Neg.	Neg.	15%	13%	-2.2	4.8%	4.8%	24.5%	
Русгидро	RUB	0.84	1.00	19%	Покупать	●●○○○	3.8	7.1	8.3	5.9	5.3	4.8	Neg.	Neg.	2.4	8.8%	8.8%	10.6%	
Россети	RUB	0.11			Пересмотр	●●○○○	2.3									0.0%	0.0%	32.2%	
Россети Центр	RUB	0.55	0.72	29%	Покупать	●●○○○	0.2	0.7	3.6	3.4	2.3	2.2	11%	28%	1.5	11.0%	11.0%	73.9%	
Россети Московский регион	RUB	1.39	2.02	46%	Покупать	●●○○○	0.7	1.2	3.4	3.5	2.1	2.0	9%	4%	0.9	10.2%	10.2%	38.6%	
Мосэнерго	RUB	2.95	2.49	-15%	Продавать	●●○○○	1.2	0.6	6.3	8.1	1.3	1.5	13%	11%	-1.3	8.0%	8.0%	69.0%	
ОГК 2	RUB	0.60	0.55	-8%	Продавать	●●○○○	0.7	0.6	3.0	3.0	1.4	1.4	46%	44%	-0.2	16.7%	16.7%	8.3%	
ТГК-1	RUB	0.01	0.01	-24%	Продавать	●●○○○	0.4	0.4	7.1	7.9	1.8	1.9	8%	6%	-0.2	6.9%	6.9%	40.3%	
Юнипро	RUB	2.31	1.60	-31%	Продавать	●●○○○	1.5	0.9	4.7	4.7	2.1	2.1	21%	16%	-1.4	0.0%	0.0%	71.9%	
									<i>Медиана</i>		4.2	4.3	2.1	2.0	13%	13%			
Транспорт																			
Globaltrans	RUB	634	863	36%	Покупать	●●○○○	1.2	1.1	4.5	4.5	2.5	2.4	17%	18%	-0.1	0.0%	0.0%	134.6%	
Совкомфлот	RUB	107	135	26%	Покупать	●●○○○	2.5	2.7	3.7	4.6	2.2	2.5	37%	32%	0.2	12.5%	12.5%	183.5%	
Аэрофлот	RUB	40	33	-16%	Продавать	●●○○○	1.7	7.0	Neg.	27.1	5.7	5.3	17%	23%	4.4	0.0%	0.0%	62.8%	
СОЛЛЕРС	RUB	1,123	1,500	34%	Покупать	●●○○○	0.4	0.4	7.8	6.1	4.2	3.6	38%	15%		4.1%</			

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранцы финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированными инвесторами в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предлагающей сделать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара – Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промомед ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сежега Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Манит», ПАО «ИММКО», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАО «ОК РУСАЛ», PCLL Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУПП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Флокс», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположили: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозируемой дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на следующие до конца года количество дней стоимости собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «покупать», если не превышает, оставляется положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.