11 октября 2021 г.

Велес Капитал
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Русская Аквакультура

Цель: 455 руб. / «Продавать»

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Артем Михайлин
AMykhailin@veles-capital.ru

Дорогое удовольствие

Продолжающееся улучшение финансовых результатов Русской Аквакультуры и долгосрочный потенциал наращивания добычи способствовали значительному увеличению капитализации холдинга. За последний год капитализация увеличилась почти в 3 раза относительно минимумов октября 2020 г. По мультипликаторам оценка Русской Аквакультуры приблизилась к крупнейшим производителям из Норвегии, даже несмотря на существенный страновой дисконт. На наш взгляд, в текущей цене акций уже полностью заложен тот потенциал роста бизнеса, о котором мы ранее писали. Мы обновили оценку и подняли целевую цену с учетом изменений в рыночной конъюнктуре до 438 руб. за бумагу. Тем не менее в данный момент акции Русской Аквакультуры выглядят перегретыми, и мы рекомендуем их «Продавать». По мере реализации стратегии холдинга, обновления планов и изменения рыночных условий наша рекомендация может снова претерпеть изменения.

Последние результаты и заявления менеджмента Русской Аквакультуры позволяют нам быть уверенными в наших прежних прогнозах роста реализации компании в текущем году. Одновременно благоприятная ценовая конъюнктура позволила нам поднять прогноз по выручке и EBITDA. Согласно нашим оценкам, Русская Аквакультура в этом году реализует порядка 27 тыс. т ПСГ, включая 25,6 тыс. т лосося и морской форели. Значительный рост реализации отражает инвестиции компании и увеличение биомассы, достигнутое в прошлом году. Биомасса в воде по итогам года, по нашим расчетам, составит 28,6 тыс. т, что сопоставимо с показателем конца 2020 г. Средняя цена реализации, согласно нашей обновленной оценке, снизится на 1% г/г, до 526 руб. за кг., вследствие ряда факторов, включая сокращение премии к цене импортеров. Выручка в таком случае вырастет на 72,1% г/г, до 14,3 млрд руб. Показатель операционный EBIT на кг, мы оцениваем в этом году на уровне 1,8 евро, а рентабельность EBITDA в 36,5%. Русская Аквакультура остается одним из самых эффективных производителей в мире. Снижение рентабельности относительно уровня предыдущего года в том числе связано с увеличением стоимости корма и сокращением спреда между ценой корма и ценой реализации продукции. Капитальные затраты, на наш взгляд, вырастут в 2021 г. с 1,84 до 2,73 млрд руб. на фоне инвестиций компании в приобретение новых барж и оборудования для ферм. Мы ожидаем, что холдинг выплатит в виде дивидендов почти 18 руб. на акцию, что при текущей цене дает доходность порядка 3%.

Наш долгосрочный прогноз не претерпел заметных изменений и построен в соответствии со стратегией холдинга до 2025 г. В перспективе ближайших 5 лет мы ожидаем от компании роста реализации в 2,3 раза относительно уровня 2020 г. — до 35 тыс. т. ПСГ. Восстановление мировых цен после наиболее острого периода пандемии и внутренней премии к цене импортеров, на наш взгляд, позволит компании увеличивать средний чек с CAGR 2021-2025 гг. около 3% при стабильном валютном курсе. Выручка в таком случае будет расти среднегодовым темпом 21,4% и достигнет суммы 22 млрд руб. в 2025 г. Мы полагаем, что рентабельность будет постепенно улучшаться, в том числе на фоне ценовой динамики продукции и корма. EBIT на кг в наших расчетах увеличивается с 1,8 евро в 2021 г. до 2,4 евро по итогам 2025 г. CAPEX в ближайшие 5 лет в среднем составит 2,65 млрд руб. в год, и его доля в процентах от выручки будет постепенно сокращаться. Благодаря планомерному росту денежного потока Русская Аквакультура сможет увеличить дивидендные выплаты с 1,5 млрд руб. в этом году до порядка 1,9 млрд руб. в 2025 г. Дивидендная доходность при текущей цене будет тогда находиться в диапазоне 3-4%.

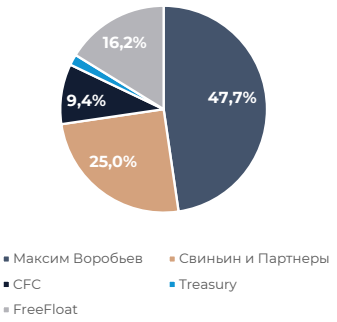
Динамика индексов и акций Русской Аквакультуры

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация об акциях компании

AQUA	455
Тикер на МосБирже	**Справедливая цена, руб.**
570	*-20,2%*
Текущая цена, руб.	Потенциал
221/603	Продавать
Мин/макс цена, 12м	Рекомендация

Структура акционерного капитала (на 30.06.2021)



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Операционные результаты компании за 9М 2021 г.

Операционные показатели	9М 2020	9М 2021	+/-
Вылов рыбы, тыс. тонн (ПСГ)	**10,1**	**18,0**	*78,2%*
Мурманск	9,5	17,0	*78,9%*
Карелия	0,6	1,0	*66,7%*
Объем продаж, тыс тонн	**10,3**	**18,0**	*74,8%*
Мурманск	9,6	17,0	*77,1%*
Карелия	0,7	1,1	*57,1%*
Выручка, млн руб.	**5 616**	**9 684**	*72,4%*
Мурманск	5 368	9 138	*70,2%*
Карелия	248	546	*120,2%*

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее

Мы оценивали акции Русской Аквакультуры при помощи 5-летней DCF-модели с WACC 13,4% и ставкой терминального роста 2%. По мультипликатору EV/S 2021 г. Русская Аквакультура значительно опережает медиану сравнимых компаний с показателем 4x против 1,9x. Медианный показатель по EV/S отчасти занижен коэффициентами компаний из Чили с низкой эффективностью бизнеса, но даже у крупнейших норвежских производителей медианный показатель составляет 3x. По EV/EBITDA 2021 г. дисконт Русской Аквакультуры к медиане составляет порядка 45%, но компания уже торгуется достаточно близко к самому дешевому из крупнейших производителей Норвегии - Leroy Seafood, и в моменте опережала его. Стоит, однако, отметить, что Leroy получает некоторый дисконт за наличие достаточно купного бизнеса по вылову рыбы в дикой природе. Компании, занимающиеся только производством аквакультуры и демонстрирующие высокую операционную эффективность, торгуются заметно дороже. Начиная с 2022 г. Русская Аквакультура оказывается дороже медианы аналогов по EV/EBITDA. Если сравнивать рынки России и Норвегии, то норвежские компании в 2020 г. стоили по EV/EBITDA в 1,6 раза дороже отечественных. Наиболее значительный дисконт у Русской Аквакультуры сохраняется по мультипликатору P/E 2021 г., где российский производитель более чем в 2 раза отстает от аналогов.

Все покупают лосося

Глобальный рынок аквакультурного лосося продолжает достаточно активно восстанавливаться и 2К стал весьма удачным для производителей. Объем поставок по итогам прошедшего периода вырос на 1,1% г/г, до 564,7 тыс. т, а емкость рынка при этом увеличилась сразу на 8,9% г/г, до 591,2 тыс. т. За 12 мес., закончившихся в июне, поставки возросли на 8,1% г/г, а спрос более чем на 10% г/г. Основная часть разницы между спросом и предложением была удовлетворена за счет запасов замороженной рыбы из Чили, как уже было ранее. Подобная динамика во многом связана с оживлением сегмента HoReCa на крупных потребительских рынках Европы, США и Бразилии при по-прежнему сильном спросе в рознице. Россия также отметилась среди рынков, где значительно выросли спрос и объемы поставок. Ожидается, что по итогам 3К предложение атлантического лосося сократится на 4% г/г, но все равно увеличится на 5-6% относительно показателя 2020 г.

На фоне благоприятной динамики спроса и предложения средняя цена на атлантический лосось в мире во 2К выросла на 17% г/г, до 6,3 евро за кг. В 3К средняя цена, по данным FishPool Index, оставалась на 18% выше показателя прошлого года и составляла 5,4 евро за кг. Наблюдаются естественные сезонные колебания цен. Средний показатель за год по итогу 39 недель держится на уровне 5,66 евро за кг., что на 8,8% выше показателя прошлого года. При этом форвардные цены остаются высокими, и на 4К среднее значение составляет более 6 евро за кг, даже несмотря на ожидаемое давление предложения в этот период. На 2022 г. форвардная цена держится на впечатляющем уровне 6,24 евро за кг. Мы полагаем, что средняя цена в этом году может продолжить расти и вряд ли существенно снизится, поэтому подняли наш прогноз на год с 5,6 евро до 5,65 евро за кг. На следующий год оценка, заложенная в нашей модели, была скорректирована с 5,7 до 5,8 евро за кг. Судя по комментариям крупнейших компаний, у производителей сохраняются позитивные ожидания относительно динамики рынка на фоне продолжающегося процесса вакцинации и открытия крупнейших экономик.

Российский рынок лососевых, по данным Русской Аквакультуры, в 1П 2021 г. вырос на 50% г/г, до 78,3 тыс. т ПСГ. Причины подобного роста отчасти могут быть схожи с общемировыми и заключаются в отложенном спросе и восстановлении гостинично-ресторанного бизнеса. В 3К сильные показатели сохраняются, что дает повод ожидать в этом году объем рынка порядка 140-160 тыс. т ПСГ, в то время как предыдущая наша оценка была всего 105 тыс. т. Такой размер рынка является рекордным с 2014 г. и значительно превосходит результат допандемийного 2019 г. В поставках серьезный приток дополнительных объемов в этом году идет со стороны отечественных производителей Русской Аквакультуры и Русского Лосося. Мы ранее полагали, что импорт останется на уровне прошлого года, а за счет роста производства в России будет наблюдаться крупный навес предложения. Этот фактор должен был оказать значительное давление

Финансовые и операционные результаты холдинга за 1П 2021 г.

Операционные показатели, тонн	1П 2020	1П 2021	+/-
Реализация	9 600	13 000	*35,4%*
Биомасса на конец периода	9 331	22 238	*138,3%*
Финансовые показатели, млн руб.	**1П 2020**	**1П 2021**	**+/-**
Выручка	**5 255**	**6 718**	*27,8%*
Лосось	3 104	4 214	*35,8%*
Форель	2 127	2 403	*13,0%*
Красная икра	19	66	*241,4%*
Прочее	5	36	*671,8%*
Валовая прибыль до переоценки	**2 287**	**2 627**	*14,9%*
Рентабельность валовой прибыли	*43,5%*	*39,1%*	*-4,4 п.п.*
Скор. EBITDA	**2 297**	**2 428**	*5,7%*
Рентабельность скор. EBITDA	*43,7%*	*36,1%*	*-7,6 п.п.*
Операционный EBIT	**2 057**	**2 040**	*-0,8%*
Рентабельность операц. EBIT	*39,1%*	*30,4%*	*-8,8 п.п.*
Чистая прибыль	**-402**	**1 961**	-
Рентабельность чистой прибыли	*-7,6%*	*29,2%*	*36,8 п.п.*

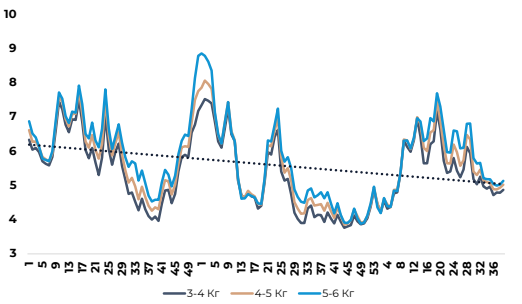
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Прогноз финансовых результатов за 2021 г.

	Велес	Компания
Реализация, тыс. т (ПСГ)	27,0	25,7-28,5
Биомасса на конец года, тыс. т	28,6	26,8-29,6
Выручка, млрд руб.	14,3	13-14,3
Скор. EBITDA, млрд руб.	5,2	4,8-5,3
Рентабельность скор. EBITDA	*36,5%*	*37,0%*
Чистая прибыль, млрд руб.	4,4	3,7-4,1
Чистый долг, млрд руб.	7,0	6,4-7,1

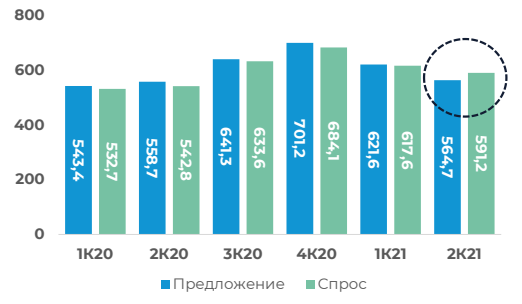
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Динамика глобальных цен на атлантического лосося в 2019-2021 гг. по неделям, евро/кг



Источник: NASDAQ; оценка: Велес Капитал

Предложение и спрос на глобальном рынке атлантического лосося, тыс. т ПСГ



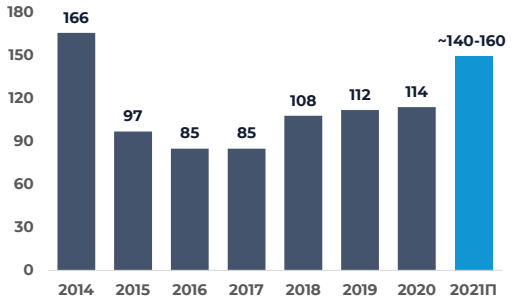
Источник: Kontali; оценка: Велес Капитал

на цену, но сейчас можно сказать, что данный сценарий вряд ли реализуется. Рынок в этом году, на наш взгляд, способен поглотить как увеличение импорта, так и дополнительные объемы внутреннего производства. Отечественным производителям это дает возможность реализовать все выращенные объемы по более выгодным ценам. На наш взгляд, пока рано говорить о том, что рынок перманентно вернулся на столь высокий уровень спроса, и в следующие годы мы ожидаем более сдержанной динамики.

Наш ориентир по объемам реализации Русской Аквакультуры остается прежним — на уровне 27 тыс. т, что почти на 75% превышает показатель прошлого года. Русский Лосось также восстанавливает объемы реализации. В прошлом году компания, судя по всему, реализовала всего 1 тыс. тонн, но провела зарыбление 3,7 млн мальков. Согласно планам, в дальнейшем Русский Лосось будет ежегодно зарыбливать 4 млн мальков, что потенциально позволит реализовывать не менее 7-8 тыс. т ежегодно с учетом цикла. За первую половину этого года Русский Лосось уже мог продать около 6 тыс. т. Всего у производителя в распоряжении 10 лицензий на участки в Баренцевом море, где, по их оценкам, можно выращивать порядка 30 тыс. т рыбы ежегодно. На наш взгляд, такая оценка может быть несколько завышена с учетом биологических рисков и относительно близкого расположения участков.

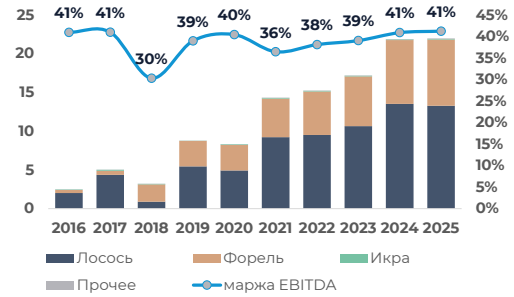
По итогам 9М 2021 г. средняя цена реализации Русской Аквакультуры снизилась на 3,2% г/г, включая снижение на 4,9% г/г для лосося и морской форели. За год, по нашей оценке, средний чек реализации снизится на 1% г/г и на 2,4% г/г для морской форели и лосося. Влияние оказывают сразу несколько разнонаправленных факторов: 1) более высокие глобальные цены позитивно влияют на импортный паритет; 2) высокий внутренний спрос не ограничивает цену в силу отсутствия значительного навеса предложения; 3) усиление конкуренции на рынке ведет к сокращению премии Русской Аквакультуры относительно предыдущих лет. Ранее мы ожидали, что премия к цене импортеров в этом году составит около 25 руб. за кг, но пересмотрели нашу оценку и теперь ожидаем ее на уровне 45 руб. за кг. По морской форели мы, как и раньше, ожидаем премию к атлантическому лососю порядка 70 руб. за кг.

Динамика объема российского рынка атлантического лосося и морской форели, тыс. т ПСГ



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Динамика и структура выручки Русской Аквакультуры, а также рентабельность скор. EBITDA, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Сравнение предыдущего и нового прогнозов финансовых результатов за 2021 г.

	2021П (Пред.)	2021П (Нов.)	+/-
Реализация, тыс. т (ПСГ)	27,0	27,0	*0,0%*
Средний чек, руб.	502,2	525,7	*4,7%*
Выручка, млрд руб.	13,7	14,3	*4,4%*
Скор. EBITDA, млрд руб.	4,9	5,2	*6,1%*
Рентабельность скор. EBITDA	35,9%	36,5%	*0,6 п.п.*
Операц. EBIT на кг, евро	1,6	1,8	*8,0%*
Чистая прибыль, млрд руб.	4,3	4,4	*2,3%*

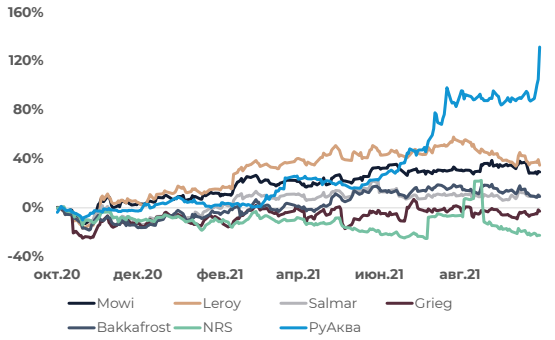
Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Сравнительные мультипликаторы Русской Аквакультуры и компаний аналогов, капитализация и EV в млн долл., EBIT/kg в евро

Для компаний из Чили выручка и EBITDA даны исходя из показателей за 2020 г. Прогнозы для будущих периодов отсутствуют, так как аналитики не покрывают данные компании. На фоне пандемии производители из Чили, по большей части, продемонстрировали негативную или близкую к нулю EBITDA в 2020 г. Мы отмечаем, что в первой половине года результаты большинства из них заметно улучшились. Значения мультипликатора EV/EBITDA у Blumar и Empresas AquaChile исключены из базы расчетов среднего и медианы.

Компания	Страна	MC	EV	EV/S			EV/EBITDA			P/E			EBIT/Kg
				2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	1П 2021
Русская Аквакультура	**Россия**	**696**	**789**	**4,0**	**3,7**	**3,3**	**10,9**	**9,8**	**8,5**	**11,4**	**9,3**	**7,7**	**1,8**
Mowi	Норвегия	13 301	15 297	3,2	2,9	2,9	14,0	10,7	10,7	26,3	17,4	17,5	1,1
Leroy Seafood	Норвегия	4 979	5 723	2,2	2,0	1,9	11,8	8,7	8,7	20,2	13,4	13,6	0,8
Salmar	Норвегия	7 812	8 556	5,0	4,7	4,3	16,9	13,0	12,6	25,8	18,2	17,7	1,8
Grieg Seafood	Норвегия	1 070	1 584	2,8	2,3	2,0	14,8	7,7	6,8	34,4	9,7	8,2	0,9
Bakkafrost	Дания	4 976	5 326	5,8	5,2	4,9	17,5	13,5	12,8	30,8	22,1	20,8	1,4
Norway Royal Salmon	Норвегия	877	1 188	1,6	1,4	1,4	16,8	8,5	7,5	21,6	10,4	9,7	0,8
Austevoll Seafood	Норвегия	2 416	4 448	1,5	1,4	1,4	7,5	6,0	6,4	14,2	9,0	10,0	-
NTS	Норвегия	1 385	2 057	3,7	1,6	1,5	11,8	6,2	5,5	23,1	10,1	8,5	-
Atlantic Sapphire	Норвегия	361	328	12,4	4,6	1,9	neg	neg	5,9	neg	neg	40,1	-
New Zealand King Salmon	Н. Зеландия	139	168	1,4	1,2	1,1	21,1	9,6	7,5	95,5	20,7	13,6	-
Multiexport Foods	Чили	472	712	1,4	-	-	neg	-	-	-	-	-	-
Camanchaca	Чили	200	454	0,8	-	-	23,9	-	-	-	-	-	-
Empresas AquaChile	Чили	1 216	1 301	1,1	-	-	100,1	-	-	-	-	-	-
Blumar	Чили	390	653	1,4	-	-	251,0	-	-	-	-	-	-
Медиана				**1,9**	**2,2**	**1,9**	**15,8**	**8,7**	**7,5**	**25,8**	**13,4**	**13,6**	
Среднее				**3,2**	**2,7**	**2,3**	**15,6**	**9,3**	**8,4**	**32,4**	**14,6**	**16,0**	
Дисконт к медиане				**-52%**	**-42%**	**-42%**	**45%**	**-11%**	**-12%**	**127%**	**45%**	**77%**	

Динамика котировок крупнейших мировых производителей атлантического лосося и Русской Аквакультуры за последний год, в местных валютах



Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Финансовая модель Русской Аквакультуры

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Выручка	**8 336**	**14 346**	**15 262**	**17 230**
Себестоимость продаж	(4 997)	(8 794)	(9 368)	(10 584)
Валовая прибыль до переоценки	**3 339**	**5 552**	**5 894**	**6 647**
Прибыль/убыток от переоценки б.а. (Net)	468	689	1 333	1 727
Валовая прибыль после переоценки	**3 795**	**6 241**	**7 227**	**8 374**
Прочие операционные расходы/доходы	(450)	(1 286)	(1 259)	(1 281)
Скор. EBITDA	**3 375**	**5 234**	**5 822**	**6 733**
Амортизация и корректировки	(499)	(969)	(1 188)	(1 368)
Скор. EBIT	**2 876**	**4 266**	**4 635**	**5 365**
Операционная прибыль	**3 344**	**4 955**	**5 968**	**7 092**
Прочие доходы/расходы	(195)	(485)	(480)	(480)
Прибыль до налогообложения	**3 149**	**4 470**	**5 488**	**6 613**
Налог на прибыль	(36)	(37)	(46)	(55)
Чистая прибыль	**3 113**	**4 433**	**5 443**	**6 558**

Баланс, млн RUB	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Внеоборотные активы	**7 261**	**9 446**	**11 074**	**12 532**
Основные средства и НМА	6 811	8 968	10 576	12 017
Прочие внеоборотные активы	450	477	498	514
Оборотные активы	**12 553**	**15 417**	**17 688**	**21 208**
Оборотные активы	11 458	13 076	14 883	18 124
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	467	467	467	467
Денежные средства и эквиваленты	628	1 874	2 338	2 617
Итого активы	**19 813**	**24 862**	**28 762**	**33 739**
Средства акционеров	**11 726**	**14 509**	**18 352**	**23 209**
Акционерный капитал	11 726	14 509	18 352	23 209
Доля миноритариев	0	0	0	0
Долгосрочные обязательства	**1 732**	**3 732**	**3 732**	**3 732**
Долгосрочные кредиты и займы	1 548	3 548	3 548	3 548
Прочие долгосрочные обязательства	184	184	184	184
Краткосрочные обязательства	**6 355**	**6 621**	**6 678**	**6 798**
Краткосрочные кредиты и займы	5 174	5 174	5 174	5 174
Оборотные обязательства	603	869	926	1 046
Прочие КО	578	578	578	578
Итого обязательства и средства акционеров	**19 813**	**24 862**	**28 762**	**33 739**

Движение денежных средств, млн руб.	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Операционная деятельность	**504**	**4 049**	**4 880**	**4 805**
Прибыль до налогообложения	3 149	4 470	5 488	6 613
Налоги и проценты	(252)	(37)	(46)	(55)
Корректировки	154	969	1 188	1 368
Изменение оборотного капитала	(2 546)	(1 352)	(1 751)	(3 121)
Инвестиционная деятельность	**(1 851)**	**(3 153)**	**(2 816)**	**(2 826)**
Приобретение внеоборотных активов	(1 832)	(2 721)	(2 742)	(2 752)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	(8)	(74)	(74)	(74)
Прочее	(11)	(359)	0	0
Финансовая деятельность	**1 810**	**350**	**(1 600)**	**(1 700)**
Изменение долга	2 545	2 000	0	0
Обратный выкуп акций	(250)	(150)	0	0
Выплата дивидендов	(429)	(1 500)	(1 600)	(1 700)
Прочее	(57)	0	0	0
Изменение денежных средств	**463**	**1 246**	**464**	**279**

WACC	
Безрисковая ставка	*7,5%*
Премия рынка за риск	*7,0%*
Риск ликвидности и корп. упр.	*0,5%*
Стоимость СК	***15,0%***
Beta	1,0
Стоимость долга	***7,1%***
Доля СК	*84%*
Доля долга	*16%*
WACC	**13,8%**

Свободный денежный поток	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)	2024 (П)
EBIT	4 266	4 635	5 365	7 446
NOPAT	**4 230**	**4 596**	**5 321**	**7 385**
Амортизация	969	1 188	1 368	1 529
Кап. затраты	2 726	2 747	2 757	2 851
Изменение ОК	1 352	1 751	3 121	1 155
Свободный денежный поток (FCFF)	**1 121**	**1 286**	**811**	**4 909**

Оценка стоимости акций, млн руб.				
Рост в ПП период	*3,0%*			
Сумма ДДП (+)	8 609			
Терминальная стоимость (+)	29 244			
Справедливая стоимость бизнеса	**37 853**			
Чистый долг (-)	6 606			
Обязательства по аренде (-)	133			
	01.01.2021	*11.10.2021*	*12mo*	
Справедливая стоимость акц. капитала	**31 115**	**34 746**	**39 958**	
Количество акций			87,9	
Справедливая стоимость акций, руб.			**455**	

Рыночные мультипликаторы, x	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
EV/Sales	3,2	3,9	3,6	3,2
EV/EBITDA	7,9	10,6	9,5	8,2
P/E	6,1	11,0	8,9	7,4
P/BV	1,7	3,4	2,7	2,1
FCF Yield	-7%	3%	4%	4%
EPS, руб.	38,8	51,9	63,7	76,8
DPS, руб.	5,1	17,6	18,7	19,9
Operational EBIT/Kg, eur	2,2	1,8	1,9	2,0

Коэффициенты	2020	2021 (П)	2022 (П)	2023 (П)
Рентабельность валовой прибыли до переоц.	*40,1%*	*38,7%*	*38,6%*	*38,6%*
Рентабельность скор. EBITDA	*40,5%*	*36,5%*	*38,1%*	*39,1%*
Рентабельность скор. EBIT	*34,5%*	*29,7%*	*30,4%*	*31,1%*
Рентабельность чистой прибыли	*37,3%*	*30,9%*	*35,7%*	*38,1%*
ROE	*32%*	*34%*	*33%*	*32%*
ROA	*20%*	*20%*	*20%*	*21%*
ROIC	*21%*	*25%*	*26%*	*26%*
Чистый долг/EBITDA, x	1,8	1,3	1,1	0,9

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты,упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно- банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2021 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

ДЕРЖАТЬ — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».

Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilenkov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

Ярослав Калугин
Трейдер
YKalugin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации, IT,
Потребительский сектор
AMykhailin@veles-capital.ru

Василий Данилов
Глобальные рынки
VDanilov@veles-capital.ru

Елена Кожухова
Рынок акций
EKozhukhova@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

www.veles-capital.ru