

РЕВИЗИЯ ПОРТФЕЛЯ В ОЖИДАНИИ ПРИТОКА ДЕНЕГ

Несмотря на лучшие, чем ожидалось, макроэкономические данные и ралли в рублевых облигациях, российские акции, в течение месяцев терявшие в стоимости, все еще оцениваются рынком как «проблемные активы». Мы пересмотрели оценки крупнейших эмитентов с учетом более крепкого по сравнению с прежними прогнозами рубля и более низких процентных ставок, в результате чего целевое значение индекса МосБиржи на годичном горизонте возросло до 3100 пунктов, на 23% выше сегодняшнего уровня. Кроме того, мы оптимизировали структуру модельного портфеля акций для максимального увеличения совокупного ожидаемого дохода (~55% с учетом дивидендов на том же годичном горизонте) без повышения рисков.

Катализаторы: промежуточные дивиденды; приток денег с текущих счетов и средств от продажи иностранных активов и валюты; понижение ставки ЦБ РФ; деэскалация в геополитике.

Риски: санкции; распродажа «расконвертированных» акций; падение цен на сырьевые товары; курс USD/RUB ниже 60.

Внесли изменения с учетом обновленных макроэкономических прогнозов и последних новостей в корпоративной сфере. Мы теперь прогнозируем более низкий средний курс USD/RUB на 2022 г. и 2023 г. (71,5 и 75 вместо прежних 75 и 77,5 соответственно), что отразилось на оценках финансовых показателей экспортеров. Однако негативный эффект курса компенсировался понижением прогноза ИПЦ (14% и 10% вместо 18% и 12%) и безрисковой ставки (9% вместо 10,5%) на основе свежей статистики и доходностей ОФЗ. В итоге целевое значение индекса МосБиржи на 12 месяцев вперед выросло с 3000 до 3100 пунктов.

Краткосрочные катализаторы могут придать импульс долгожданному восстановительному ралли на рынке акций. После затянувшегося на месяцы снижения рынок акций может ближе к 4К22 получить наконец дополнительную поддержку. Уже несколько эмитентов объявили промежуточные дивиденды в дополнение к выплаченным с марта 1,3 трлн руб., и мы рассчитываем на рост числа плательщиков. Другой позитивный фактор — постепенный переток в акции российских компаний средств физлиц с банковских счетов на фоне снижения процентных ставок (на конец июля средства на рублевых счетах физлиц достигали \$15 млрд), а также из ценных бумаг иностранных эмитентов (на конец 1К22 объем инвестиций только в акции США составлял ~\$10 млрд) ввиду повышения регуляторных и валютных рисков.

Внимание инвесторов может сместиться от ориентированных на внутренний рынок компаний к экспортерам. В июне – августе секторы, ориентированные на внутренний рынок (розница, банки, энергетики, телекомы, ИТ, девелоперы), показывали динамику лучше индекса, и их бумаги подорожали на 14,8%, тогда как акции экспортеров прибавили в цене 7,4%. Объяснение этому можно найти в динамике ВВП, которая оказалась лучше ожиданий, дорогом рубле, уменьшении ставок и низких рыночных оценках. Мы предполагаем, что экспортеры, занимающие 2/3 в индексе МосБиржи, вернут себе внимание инвесторов в 4К22 ввиду прогнозируемого ослабления рубля, выплаты промежуточных дивидендов и притока на рынок средств розничных инвесторов.

Расчетная совокупная доходность модельного портфеля акций ~55%, с начала года динамика лучше индекса МосБиржи на 430 б. п. Мы пересмотрели структуру своего модельного портфеля акций, учитывая наши новые оценки и динамику акций за последнее время. Так, мы сократили вес акций Газпрома с 15% до 10% (наравне с весом в индексе), так как дополнительные налоги и сокращение поставок в ЕС ограничивают, по нашему мнению, потенциал роста. Руководствуясь расчетами риска и потенциальной доходности, мы заменили акции Распадской, Татнефти (привилегированные), Детского мира, ОГК-2 и Магнита, которые за три последних месяца показали динамику лучше рынка в целом, на бумаги компаний Polymetal, НОВАТЭК, МТС, TCS Group и Интер РАО.

МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ

Название	Рейтинг	Справедливая цена, руб.	Потенциал роста	Текущая цена, руб.	Рыночная капитализация, \$ млрд	Дивидендная доходность (12 месяцев)	P/E		EV/EBITDA		Чистый долг/ EBITDA 2022П	Вес в портфеле
							2022П	2023П	2022П	2023П		
Газпром	Держать	207	-17%	250	97,4	29%	1,7	2,1	1,6	1,8	0,4	10%
ЛУКОЙЛ	Покупать	6 050	30%	4 658	53,1	45%	2,4	3,2	1,6	2,0	-0,1	15%
Норникель	Покупать	22 500	32%	17 000	30,5	8%	3,2	3,8	2,9	3,2	0,9	10%
Роснефть	Покупать	450	17%	385	67,1	14%	4,0	4,4	2,4	2,9	1,6	10%
НЛМК	Покупать	190	51%	126	8,8	12%	2,8	3,6	2,5	3,0	0,8	7%
РУСАЛ	Покупать	85	71%	50	8,8	5%	2,2	2,5	1,0	1,0	1,7	7%
НОВАТЭК	Покупать	1 350	13%	1 197	59,8	9%	5,7	6,3	10,7	12,4	-0,2	7%
Транснефть (ап)	Покупать	203 000	95%	103 900	12,4	11%	4,7	4,2	2,5	2,4	0,8	5%
Yandex	Покупать	3 600	67%	2 155	12,8	0%	n/m	n/m	16,7	10,4	-0,1	5%
Polymetal	Покупать	650	53%	425	2,3	0%	3,3	3,4	2,8	3,0	1,8	5%
Интер РАО	Покупать	5,43	64%	3,3	4,0	6%	2,8	3,1	0,5	0,5	Отриц.	4%
МТС	Покупать	370	52%	243	5,7	11%	6,3	7,0	3,4	3,3	1,7	5%
Мечел	Покупать	260	96%	133	0,9	0%	0,6	0,8	1,9	2,3	1,5	4%
TCS Group	Покупать	3 600	31%	2 754	9,0	0%	14,9	9,6	n/a	n/a	n/a	3%
ПИК	Покупать	1 100	43%	767	8,8	0%	6,5	5,8	6,8	6,0	1,0	3%
Средневзвешенное:			39%			14%	3,5	3,7	3,5	3,5	0,7	

Источник: ИБ Синара

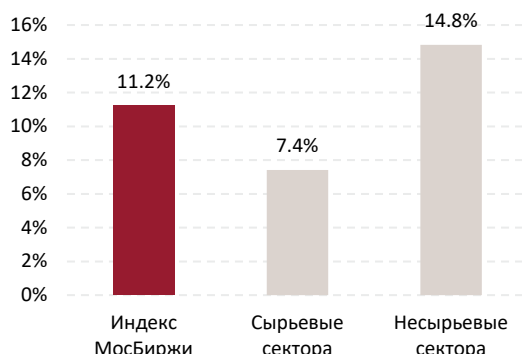
СРАВНЕНИЕ ДИНАМИКИ «МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ» И ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Примечание. Цены в рублях, с учетом выплаты дивидендов.

Источники: Московская биржа, ИБ Синара

ДИНАМИКА СЕКТОРОВ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ С 1 ИЮНЯ 2022 Г. ПО 31 АВГУСТА 2022 Г.



Примечание. Доходность включает выплаченные дивиденды.

Источники: Московская биржа, ИБ Синара

Аналитический департамент
Sinara_research@sinara-finance.ru

В НАДЕЖДЕ НА ДИВИДЕНДЫ, ОПАСАЯСЬ «НАВЕСА»

Риски «навеса» пока умеренные, несмотря на смягчение ограничений

По данным Мосбиржи, среднесуточный объем торгов российскими акциями упал в 2К22 на 62% г/г, так как значительная часть ликвидности остается заблокированной в форме либо депозитарных расписок, либо принадлежащих нерезидентам локальных акций. Хотя после небольшой паузы процесс конвертации расписок западными депозитариями возобновился в июле, когда НРД принял решение не взимать комиссию за такие операции, но теперь продажа в Москве полученных за расписки акций сдерживается главным образом правилами, которые устанавливает Банк России.

Нерезиденты из «дружественных» стран с 12 сентября смогут начать торговые операции с российскими акциями (на срочном рынке такая возможность им была предоставлена уже с 8 августа, на рынке облигаций — с 15 августа), но их влияние на местный рынок, вероятно, останется почти незаметным. По нашим расчетам, основанным на публичной информации, в 2К22 «дружественные» нерезиденты контролировали акции на ~\$900 млн (в среднем 0,2% акционерного капитала), что эквивалентно среднесуточному обороту акций на Мосбирже, помноженному на 2,3. Кроме того, большинство фондов из таких юрисдикций до сих пор не располагают инфраструктурой, необходимой для торговли российскими активами в обход западных посредников.

Инвесторам из «недружественных» стран принадлежит куда большая доля в капитале, стоимостью как минимум \$50 млрд (или 11% с учетом расписок) в 2К22. С апреля существенную часть этих активов игроки передали или продали контролируемым [российскими лицами] иностранным компаниям (КИК), которым, как и «дружественным» нерезидентам, было предоставлено право осуществления операций купли-продажи с акциями компаний, кроме относящихся к стратегическим, во исполнение указа президента от 5 августа. На деле эта категория участников рынка по большей части остается малоактивной ввиду обязанности брокера проверять «недружественных» нерезидентов на предмет их соответствия требованиям к КИК и отсутствия полной ясности со списком стратегических предприятий.

Если, однако, учесть продолжающийся процесс конвертации расписок, который стимулируют и Банк России, и сами эмитенты (в августе заявки на автоматическую конвертацию подали все публичные компании), риски формирования «навеса» акций могут резко возрасти, особенно в акциях ЛУКОЙЛа, Магнита, Сбербанка, Газпрома, НОВАТЭКа и Татнефти, где «недружественным» нерезидентам принадлежали максимальные доли. При этом такие формально иностранные компании, как Yandex, Polymetal или TCS Group, также пользовавшиеся спросом у нерезидентов, лучше, как видится, защищены от давления, по крайней мере до тех пор, пока не заработает «мост» между Euroclear и НРД.

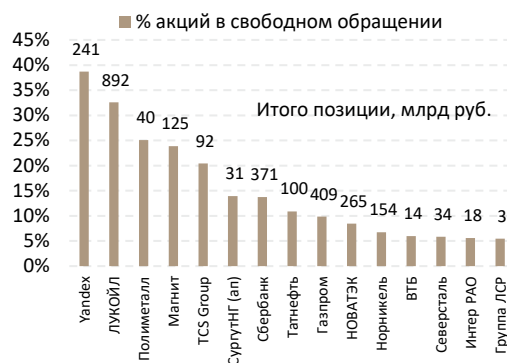
Промежуточные дивиденды могут сыграть роль катализатора

В конце августа совет директоров Газпрома вновь удивил рынок, рекомендовав выплату дивидендов за 1П22. Помимо этого, 25 компаний выплатили итоговые дивиденды за прошлый год на общую сумму 1,3 трлн руб. (~\$23 млрд). Хотя промежуточные дивиденды выплачивает, как правило, меньше компаний, как минимум 13 эмитентов могут, по нашему мнению, объявить в 2П22 или уже объявили дивиденды. Если вспомнить опасения инвесторов, связанные с возможностью и желанием компаний продолжать делиться прибылью, реакция рынка должна быть позитивной. Кроме того, недавним указом президента запрещен вывод дивидендных выплат за пределы РФ, а значит, владельцы крупных пакетов могут реинвестировать дивиденды в российские же акции.

Содержание

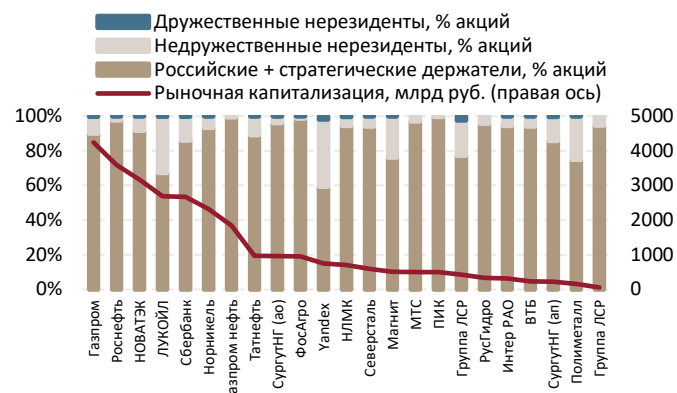
РЕВИЗИЯ ПОРТФЕЛЯ В ОЖИДАНИИ ПРИТОКА ДЕНЕГ	1
В надежде на дивиденды, опасаясь «навеса»	2
Ключевые макротренды	3
Нефтяные компании	5
Газовые компании	6
Цветная металлургия	8
Черная металлургия и угольные компании	9
Производители удобрений	10
Ретейл	11
Технологии	12
Телекоммуникации	13
Электроэнергетика	14
Транспорт	15
Девелоперы	16

ТОП-15 КОМПАНИЙ, ДОЛЯМИ В КОТОРЫХ ВЛАДЕЮТ «НЕДРУЖЕСТВЕННЫЕ» НЕРЕЗИДЕНТЫ

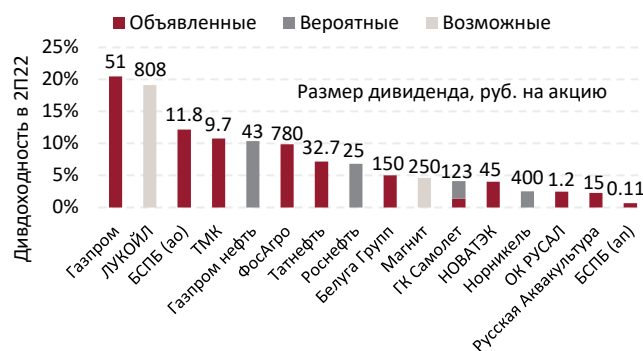


Источники: Bloomberg, ИБ Синара (на основе имеющейся информации о двух третях совокупного акционерного капитала компаний)

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРОВ (ВКЛЮЧАЯ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ДР)



ОБЪЯВЛЕННЫЕ И ОЖИДАЕМЫЕ ДИВИДЕНДЫ ДО КОНЦА 2022 Г.



КЛЮЧЕВЫЕ МАКРОТRENДЫ

Мы ожидаем, что российский ВВП в этом году сократится примерно на 4%. Рубль к концу года может ослабнуть к доллару (USD/RUB 70+) в связи с сокращением торгового баланса и возможным началом покупок валюты Минфином. По нашему прогнозу, ЦБ РФ продолжит снижать ключевую ставку до 7% к концу года с целью поддержки экономики.

Мы ожидаем, что российский ВВП в этом году сократится на 4%. Экономическая активность в июле повысилась благодаря хорошей динамике основных секторов. Изменения к лучшему наблюдались в строительстве, промышленном производстве, грузообороте. По оценкам Минэкономразвития, падение ВВП замедлилось до 4 3% в июле после июньского снижения на 4 9%. Некоторые ключевые сектора показали устойчивый рост: строительство прибавило 6 6%, сельское хозяйство — 0 8%. Ресторанный бизнес в июле замедлил снижение до 0 9%. Безработица осталась на рекордно низком уровне в 3 9%. Наиболее заметные и удивительные данные — стабильное увеличение инвестиций, которые в 2К22 выросли на 4 1% после прибавки в 12 8% в 1К22, За 7М22 снижение, по оценкам Минэкономразвития, составило всего 1 1%. Принимая во внимание обнадеживающие июльские данные, мы предполагаем довольно умеренное падение ВВП за весь год в районе 4%.

Теперь мы ожидаем среднего курса за 2022 г. USD/RUB 71 5 (ранее — 75) и USD/RUB 70+ до конца года. Подчеркнем, что коллапса во внешней торговле не происходит. За 7М22 профицит текущего счета РФ достиг \$167 млрд. Баланс товаров и услуг (\$192 млрд) остался сильным, в связи с чем рубль в последние месяцы укрепился. Вместе с тем мы бы хотели обратить внимание инвесторов на основные риски для рубля в сентябре – декабре: сокращение торгового баланса и возможное начало закупок валюты Минфином. В рамках стресс-сценария (сокращение трубопроводного экспорта из РФ) торговый баланс уменьшится с текущих \$10–15 млрд/месяц до ниже \$5 млрд/месяц. Минфин заявил, что бюджетное правило будет предполагать закупки валюты в размере избыточных нефтегазовых доходов и что ведомство рассматривает возможность покупки юаней в 4К22 с целью воздействия на курс USD/RUB через кросс-курсы. По нашим оценкам, покупка (продажа) \$1 млрд валюты в месяц вызывает сдвиг курса USD/RUB на 1 2 руб. Эти факторы могут заставить рубль снизиться с текущих уровней.

Инфляционное давление быстро снижается; рост инфляции ожидается в 4К22. Инфляция в мае – августе осталась на околонулевом уровне. В годовом выражении она упала ниже 15%. Резкое сокращение цен говорит об уменьшении спроса и отражает сезонное снижение стоимости фруктов и овощей. Мы все еще полагаем, что инфляция ускорится в 4К22 на фоне роста расходов производителей и в силу сезонных факторов при восстановлении спроса на импортные товары. Мы ожидаем годовую инфляцию в декабре на уровне 14%.

ЦБ РФ может сократить ключевую ставку до конца года до 7%, в 2023 г. возможно ужесточение монетарной политики. Уменьшив в июле ставку более широким шагом, чем ожидал рынок, ЦБ также пересмотрел прогноз относительно дальнейшей денежно-кредитной политики. Регулятор начинает в большей мере адаптировать ее к новым экономическим условиям, и мы считаем, что инвесторам надо иметь это в виду. ЦБ ожидает среднюю ставку в 2023 г. в диапазоне 6 5–8 5%, что оставляет пространство для ужесточения монетарной политики — инвесторам нужно быть готовыми к повышению ставки в 2023 г.

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2021	2022		2023		2024	
	Факт	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый
ВВП России, % г/г	4 5	-7 5	-5	0	0	1	1
ИПЦ, % г/г (на конец года)	8 4	18	14	8	6	5	5
Ставка Банка России, % (на конец года)	8 5	8	7	10	7	6	6
Курс USD/RUB (средний за период)	73 7	75	71 5	77 5	75	79 6	75 6
Brent, \$/барр.	70 5	100	100	90	90	95	95
Urals, \$/барр.	69	88	82 34	85	80	92	90
Газ (ТТГ), \$/тыс. м3	570	1 100	1 584	745	1 379	545	1 034
Газ (контракты Газпрома на поставки в дальнее зарубежье), \$/тыс. м3	315	619	963	505	898	404	484
Никель, \$/т	18 450	28 500	24 900	22 000	19 500	18 000	18 000
Сталь (г/к прокат), \$/т	875	825	750	750	700	700	650
Палладий, \$/тр. унц.	2 395	2 100	2 150	1 800	1 800	1 650	1 650
Платина, \$/тр. унц.	1 090	1 000	950	1 050	1 050	1 100	1 100
Медь, \$/т	9 320	9 750	8 750	9 000	8 500	9 000	9 000
Коксующийся уголь, \$/т	225	400	360	270	270	200	200
Алюминий, \$/т	2 479	3 100	3 000	2 900	2 700	2 600	2 800
Железная руда, \$/т	163	140	130	110	110	95	95
Золото, \$/тр. унц.	1 801	1 850	1 825	1 750	1 750	1 650	1 650
Диаммонийфосфат, \$/т	647	900	950	700	750	520	520
Аммиак, \$/т	548	900	1 300	500	650	400	400

Источник: ИБ Синара

В стратегии для рынка акций РФ мы опираемся на наш недавно обновленный экономический прогноз на 2022 г.:

- Средний курс USD/RUB 71 5 (ранее — 75)
- Инфляция в 14% в декабре (ранее — 18%)
- Ставка ЦБ РФ в 7% в декабре (ранее — 8%)
- Снижение ВВП России на 4% (ранее — на 7 5%)

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ

Название		Рейтинг	Целевая цена, руб./акцию	Выручка, млрд руб.		EBITDA, млрд руб.		Чистая прибыль, млрд руб.		Доходность FCF, %		Дивдоходность (12 месяцев), %	WACC, %
				2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023		
Газпром	Новый	Держать	207	12 982	13 212	5 373	4 849	3 400	2 868	32 3%	26,0%	28 8%	13 4%
	Прежний	Держать	205	13 062	13 213	5 355	4 788	3 390	2 845	31 8%	23 9%	0%	14 7%
НОВАТЭК	Новый	Покупать	1 350	1 513	1 476	1 122	1 031	634	581	8 6%	5 3%	8 8%	16 7%
	Прежний	Покупать	1 200	1 596	1 532	1 139	1 032	593	569	9 2%	7 1%	8 9%	18 2%
Роснефть	Новый	Покупать	450	11 404	10 783	3 101	2 541	1 016	918	20 9%	14 8%	13 5%	16 7%
	Прежний	Покупать	488	12 117	11 061	3 258	2 601	1 580	1 082	34 4%	16 3%	19 4%	18 1%
ЛУКОЙЛ	Новый	Покупать	6 050	13 367	12 387	2 004	1 657	1 324	1 011	34 5%	23 5%	45 4%	17 6%
	Прежний	Покупать	6 000	14 024	12 749	2 078	1 692	1 389	1 048	36,0%	23 6%	35 5%	19 1%
Газпром нефть	Новый	Держать	440	3 886	3 721	1 087	974	751	671	29,0%	16 3%	18 1%	17 6%
	Прежний	Держать	460	4 058	3 791	1 103	990	769	681	29 5%	16 2%	18 5%	19 1%
Сургутнефтегаз	Новый	Покупать	33	2 489	2 291	800	662	704	567	36 8%	24 2%	2 9%	18 8%
	Прежний	Покупать	36	2 674	2 363	840	685	831	860	41 4%	23,0%	2 9%	20 3%
Сургутнефтегаз (ап)	Новый	Держать	31									21 3%	
	Прежний	Держать	34									25 2%	
Татнефть	Новый	Покупать	509	1 474	1 393	453	366	324	252	26 8%	19 5%	15 1%	18 8%
	Прежний	Покупать	450	1 559	1 426	475	372	342	258	28 2%	19 8%	16,0%	20 3%
Татнефть (ап)	Новый	Покупать	484									16 7%	
	Прежний	Покупать	428									17 6%	
Транснефть	Новый	Покупать	203 000	1 144	1 175	435	462	160	180	16 9%	18 8%	10 6%	12 1%
	Прежний	Покупать	192 000	1 160	1 201	433	471	159	189	16 7%	19 8%	10 5%	13 1%
Норникель	Новый	Покупать	22 500	1 333	1 284	762	686	571	484	14 1%	15 9%	7 5%	14,0%
	Прежний	Покупать	26 100	1 373	1 338	835	798	556	525	18 3%	17 2%	11 8%	14 9%
РУСАЛ	Новый	Покупать	85	946	935	225	207	244	217	24 5%	21 8%	4 8%	15 2%
	Прежний	Покупать	99	951	946	284	242	319	271	32 1%	27 3%	0%	15 9%
НЛМК	Новый	Покупать	190	935	869	283	239	189	149	32 1%	25 4%	11 6%	14 7%
	Прежний	Покупать	215	967	868	288	228	192	143	32 7%	24 2%	11 6%	15 2%
Северсталь	Новый	Покупать	1 250	640	646	226	224	146	126	27 5%	23 8%	9 8%	16 1%
	Прежний	Покупать	1 370	703	614	241	215	140	119	26 4%	22 5%	9 4%	15 2%
ММК	Новый	Покупать	50	752	683	177	164	109	93	41 4%	35 4%	14 7%	16 1%
	Прежний	Покупать	59	782	635	184	172	113	93	43,0%	35 4%	15 3%	15 2%
Распадская	Новый	Покупать	475	212	168	125	94	83	58	39 7%	27 9%	14 4%	15 1%
	Прежний	Покупать	510	227	181	139	104	104	73	49 8%	35 1%	8 8%	16,0%
Мечел	Новый	Покупать	260	514	444	157	126	92	71	122 2%	93 7%	0%	16 2%
	Прежний	Покупать	285	530	464	170	136	107	82	142 7%	109 4%	0%	17 2%
Мечел (ап)	Новый	Покупать	260	0	0	0	0	0	0			39 1%	18,0%
	Прежний	Покупать	285	0	0	0	0	0	0			35 6%	19,0%
Полюс	Новый	Покупать	12 100	373	377	261	253	170	158	14 2%	15 3%	6 9%	13,0%
	Прежний	Держать	12 500	379	380	271	258	182	170	15 2%	16 4%	6 7%	13 5%
Polymetal	Новый	Покупать	650	219	218	92	87	43	42	19 9%	21 8%	0%	14,0%
	Прежний	Покупать	930	220	234	124	127	71	70	32 7%	35 9%	16 8%	14 5%
АЛРОСА	Новый	Держать	75	319	336	137	133	85	82	20 3%	17 7%	10 8%	15,0%
	Прежний	Держать	75	319	336	137	133	85	82	20 3%	17 7%	0%	15,0%
ФосАгро	Новый	Покупать	10 000	605	526	290	198	175	110	18 1%	12 3%	14 4%	14,0%
	Прежний	Держать	9 000	485	422	216	147	148	93	13 5%	9 2%	0%	15,0%
Магнит	Новый	Держать	6 200	2 380	2 626	168	187	72	82	6 2%	7 2%	8 8%	14 2%
	Прежний	Покупать	6 300	2 423	2 673	175	194	77	88	5 4%	6 2%	8 8%	15 5%
X5 Group	Новый	Покупать	2 400	2 584	2 908	184	212	48	66	9 1%	12 3%	0%	14 4%
	Прежний	Покупать	2 300	2 653	3 094	181	218	45	70	7 3%	11 3%	0%	15 8%
Лента	Новый	Держать	970	622	721	46	52	16	20	-10 6%	21 2%	0%	14 6%
	Прежний	Покупать	960	629	745	47	56	17	23	-9 1%	24 3%	0%	16,0%
Детский мир	Новый	Покупать	105	171	203	12	17	6	9	4 5%	4 5%	4 4%	15 3%
	Прежний	Покупать	100	174	216	13	19	6	10	4 5%	6,0%	4 6%	16 7%
Yandex	Новый	Покупать	3 600	441	595	46	74	-15	1	-2 1%	-0 7%	0%	13 3%
	Прежний	Покупать	2 100	417	578	22	50	-38	-22	-4 3%	-3 3%	0%	14 8%
МТС	Новый	Покупать	370	559	592	230	239	55	49	8 7%	11,0%	11 1%	14 7%
	Прежний	Покупать	360	565	601	235	245	59	54	9 9%	12 2%	11 1%	16 2%
Ростелеком	Новый	Покупать	78	620	679	217	241	28	34	7 4%	7 9%	7 5%	14 7%
	Прежний	Держать	75	621	680	219	245	29	36	7 4%	8 4%	7 5%	16 2%
Globaltrans	Новый	Покупать	420	76	62	42	28	22	12	49 2%	27,0%	0%	14 4%
	Прежний	Покупать	600	56	57	25	24	12	10	8 1%	24 8%	9 2%	15,0%
Юнипро	Новый	Покупать	2 8	107	118	39	42	10	28	55 3%	53 5%	0%	14 8%
	Прежний	Покупать	2 4	97	100	33	37	21	25	0,0%	28 7%	22,0%	19 6%
ОГК-2	Новый	На пересмотре	-	0	0	0	0	0	0	0,0%	0,0%	0%	14 1%
	Прежний	Покупать	0 9	149	148	37	34	22	18	47 9%	19 1%	17 3%	16 6%
РусГидро	Новый	Держать	0 86	447	511	117	132	66	76	0 6%	-0 6%	0%	12 2%
	Прежний	Держать	0 9	498	520	137	145	71	67	-1 6%	1 6%	11 2%	16,0%
Интер РАО	Новый	Покупать	5 4	1 145	1 167	141	131	88	80	24 7%	18 1%	6 4%	14,0%
	Прежний	Покупать	5,0	1 374	1 384	151	152	102	94	8 1%	6 9%	7 2%	16,0%
Сбербанк	Новый	Держать	160	2 256	2 765			224	735			3 4%	19 5%
	Новый	Держать	145	1 933	2 811			28	619			0%	21,0%
Мосбиржа	Новый	Держать	110	62	54	29	21	42	32			8,0%	16,0%
	Новый	Держать	105	65	54	31	21	45	31			5 2%	16 5%
TCS Group	Новый	Покупать	3 600	228	251			37	57			0%	19 2%
	Новый	Держать	2 000	210	257			23	45			0%	21,0%
ПИК	Новый	Покупать	1 100	551	623	115	129	82	91	15 3%	16,0%	0%	12 1%
	Прежний	Покупать	990	500	572	94	120	65	86	15 5%	11 4%	0%	15,0%
ЛСР	Новый	Покупать	990	130	136	43	45	22	24	34 9%	16 7%	0%	12 8%
	Прежний	Покупать	880	130	141	34	34	11	7	21,0%	13 4%	0%	14,0%
Эталон	Новый	Покупать	100	89	93	18	19	6	6	31 7%	21 2%	0%	10 2%
	Прежний	На пересмотре	-	106	108	21	22	10	11	12 4%	12 4%	0%	16,0%

Источник: ИБ Синара

НЕФТЯНЫЕ КОМПАНИИ

Восстановление добычи и сокращение дисконта цены Urals к Brent начиная с апреля создают благоприятные условия для финансовых результатов российских нефтяных компаний в 2П22. Вертикальная интеграция нефтедобытчиков РФ помогает им выиграть от существенного роста цен на нефтепродукты за рубежом (стоимость дизельного топлива прибавила 64% с начала года). В октябре-ноябре мы ожидаем объявления дивидендов с хорошей дивидендной доходностью, что докажет устойчивость компаний к логистическим трудностям и укреплению рубля в 2К22. Изменения двух наших основных допущений, курса USD/RUB и безрисковой ставки, оказали разнонаправленный эффект на целевые цены (на горизонте 12 месяцев), поэтому наши рейтинги по акциям практически не изменились. Нашими фаворитами в секторе остаются ЛУКОЙЛ, Роснефть и Татнефть.

Катализаторы: объявление промежуточных дивидендов за 1П22; начало выкупа акций (одобренны ЛУКОЙЛом и Роснефтью); выход ФНБ на рынок акций.

Риски: радикальный спад объемов экспорта (не ранее декабря 2022 г.).

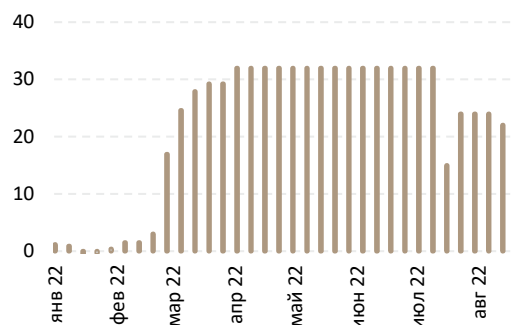
Мы не ожидаем негативных новостей об уровнях добычи до конца этого года. Показатели добычи существенно выросли с локальных минимумов апреля. Суточный выход ЖУВ в июле составил 10 8 мбс (в апреле — 10 1 мбс), объем нефтепереработки с апреля вырос на 0 7 мбс до 5 6 мбс. Оперативные данные за август показали снижение выхода ЖУВ на 2% м/м, в основном в связи с сокращением объемов газового конденсата у Газпрома. Полагаем, что очередной скачок может произойти в феврале 2023 г., когда вступит в силу эмбарго Евросоюза на нефть и нефтепродукты из РФ. Экспорт нефтепродуктов в 2023 г., полагаем, сократится на 20% г/г, поскольку Россия и ЕС исторически более взаимозависимы в этом сегменте, чем на рынке нефти. При этом ее экспорт уже перенаправляется из Европы; к середине текущего года доля морского экспорта в ЕС уменьшилась до 50% с 60% на конец 2021 г.

Дисконт Urals сокращается, цены на нефтепродукты растут быстрее, чем на нефть. Цены за рубежом, по-видимому, останутся в 2П22 благоприятными для российских вертикально интегрированных нефтяных компаний. Дисконт Urals к Brent, достигший пикового значения в \$35/барр. в апреле, сократился до \$20/барр. в конце августа (Argus). С учетом приостановки поставок через Каспийский трубопроводный консорциум и подготовки Евросоюза в декабре к вводу эмбарго, стоимость Urals может еще увеличиться. Кроме того, цены на нефтепродукты опережают в росте с начала года цены на нефть (на дизельное топливо — на 41 п. п.) на фоне восстановления потребления после пандемии и снижения мощностей развивающихся стран. Наконец, мы ожидаем, что компании продолжат, за счет всего сегмента нефтедобычи, получать существенные демпферные платежи в конце 2022 г., что окажется особенно позитивным для Татнефти и Газпром нефти с их современными НПЗ.

В октябре-ноябре в центре внимания промежуточные дивиденды. Мы ожидаем, что российские нефтедобытчики станут в этом году придерживаться практики выплаты промежуточных дивидендов. Роснефть может объявить дивиденды за 1П22 в ноябре (22 руб./акцию, дивидендная доходность — 7%, по нашим оценкам). ЛУКОЙЛ в октябре может сообщить о наиболее высокой доходности в секторе по промежуточным дивидендам в 29%, если компания решит осуществить отложенные выплаты за 2П21 (536 руб./акцию). 22 сентября акционеры Татнефти проголосуют по вопросу выплаты дивидендов за 1П22 из расчета 32 7 руб./акцию, а СД в следующий раз может рассмотреть вопрос о промежуточных дивидендах (за 3К22П, 13 руб./акцию) в ноябре. Что касается Газпром нефти, мы считаем весьма вероятной рекомендацию СД по выплате дивидендов за 9М22 в октябре-ноябре (60 руб./акцию, дивидендная доходность — 14%).

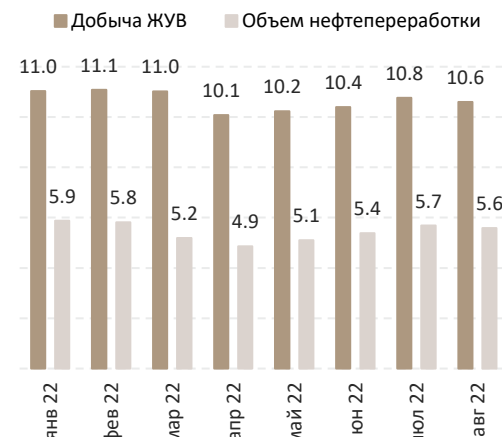
Наши фавориты — ЛУКОЙЛ, Роснефть и Татнефть. Исходя из целевых цен (12 месяцев) по моделям DCF, мы отдаем предпочтение ЛУКОЙЛу (доходность FCF 2022П — 34%), Роснефти (21%) и Татнефти (27%) и сохраняем наш рейтинг по их акциям «Покупать». Потенциал роста котировок ЛУКОЙЛа сможет реализоваться после объявления промежуточных дивидендов за 1П22, которое, возможно, будет сопровождаться и объявлением отложенных дивидендов за 2П21, Роснефть активно строит «Восток Ойл», который должен начать первую отгрузку по морю уже в 2024 г. Татнефть, с ее отрицательным чистым долгом в 165 млрд руб., может перейти на выплату 100% FCF в качестве дивидендов за 4К22. При этом под риском уровень выплат по привилегированным акциям Сургутнефтегаза, поскольку курс USD/RUB ниже 67 на конец 2022 г. уже приводит к чистому убытку.

ДИСКОНТ ЦЕНЫ URALS К BRENT В 2022 Г., \$/БАРР.



Источник: Argus

ДОБЫЧА ЖУВ И НЕФТЕПЕРЕРАБОТКА В РФ, МБС



Источники: ИнфоТэк, Коммерсантъ

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

Газпром и НОВАТЭК в отличном положении, чтобы извлечь выгоду из высоких цен на газ на внешних рынках. Их дивиденды могут обеспечить доходность за 2022 г. на уровне 35% и 9% соответственно. В нашем базовом сценарии в 2П22 цена на TTF составит \$2000/тыс. м3, вдвое выше уровней 1П22. Мы не рассчитываем на продолжение роста котировок Газпрома (дивиденды за 2П22 в размере 22 руб. на акцию, за 1П22 — 51 руб.), которому в сентябре — ноябре необходимо в уплату НДС перевести в федеральный бюджет 1,2 трлн руб. На контрасте с Газпромом, чья оценка может пострадать от повышения НДС и падения в перспективе экспорта на самый выгодный рынок ЕС, НОВАТЭК нам видится предпочтительным вариантом.

Катализаторы: ясность относительно налогообложения в будущем (Газпром); повышение мировых цен на газ с ростом спроса со стороны Азии; реализация программы выкупа акций стоимостью \$1 млрд (НОВАТЭК).

Риски: пересмотр в сторону уменьшения планов по СПГ (НОВАТЭК); отказ ЕС от покупки газа из России с 2027 г. (Газпром).

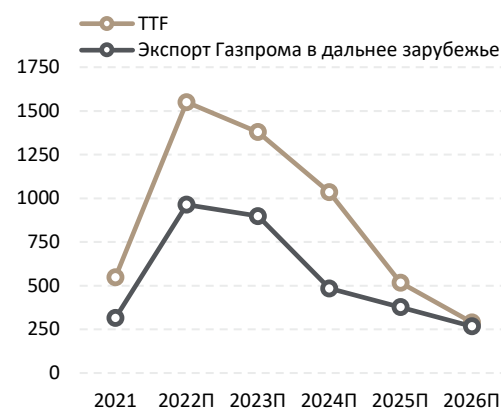
Этой зимой в ЕС ожидается очень хрупкий газовый баланс. Из-за падения газпромовских поставок (84 млн м3/сутки или всего 14% от потенциального объема) ЕС определенно столкнется со сложностями в удовлетворении стандартной для зимы потребности в газе. В середине 2022 г. хранилища наполнялись хорошими темпами за счет импорта СПГ и финансовых возможностей Евросоюза, который предлагал премию в \$500/тыс. м3 к Азии, где еще и Китай не проявлял особой активности в закупках СПГ из-за ковидных ограничений. Однако текущий уровень заполнения ПХГ (80%) едва-едва позволит ЕС выйти на обычный за отопительный сезон, включающий четвертый и первый кварталы, объем потребления в 250 млрд м3. Более того, с сокращением поставок от Газпрома вопросы вызывает уже и способность накапливать запасы в 2023 г. при подготовке к зиме 2023/24.

В базовом сценарии предполагаем цену в 2П22 на уровне \$2000/тыс. м3 (TTF). В среднем по 2022 г. мы ожидаем цену газа на хабе TTF на уровне \$1550/тыс. м3 (в 2П22 — \$2000/тыс. м3), а в 2023 г. — около \$1400/тыс. м3 (\$40/млн БТЕ), так как дефицит газа почти наверняка сохранится и по окончании предстоящего отопительного сезона. Что касается цен, по которым Газпром продает газ в дальнее зарубежье и которые привязаны к котировкам и газа, и нефти с нефтепродуктами (доля последних в прошлом году не превышала 15%), то мы прогнозируем \$963 и \$898 за тысячу кубов в 2022 и 2023 гг. соответственно. В случае НОВАТЭКа выручка от реализации СПГ должна вырасти в 2022 г. почти вдвое по сравнению с 2021 г. и, достигнув 465 млрд руб., составит 31% всей выручки компании (+10 п. п. к 2021 г.): в СПГ-портфеле НОВАТЭКа долгосрочные контракты с нефтяной привязкой преобладают над спот-продажами (60/40).

Прогнозируем дивиденды НОВАТЭКа за 2022 г. в размере 105 руб. на акцию, по бумагам Газпрома — 72 руб./акцию. Наши расчеты показывают, что дивиденды НОВАТЭКа за 2022 г. могут достичь уже трехзначных величин, а дивидендная доходность — 9%. СД рекомендовал выплатить дивиденды за 1П22 в размере 45 руб. на акцию (ВОСА запланировано на 28 сентября). Ввиду ожидаемого повышения цен на газ в 2П22 вдвое относительно 1П22 НОВАТЭК, скорее всего, продолжит увеличивать выплаты. Что касается Газпрома, то мы рассчитываем, что на ВОСА 30 сентября РФ как контролирующий акционер утвердит рекордные дивиденды за 1П22 в 51 руб. на акцию. Учитывая предстоящую в сентябре — ноябре уплату повышенного НДС (1,2 трлн руб.), мы предполагаем, что дивиденды Газпрома за 2П22 составят лишь 21 руб.

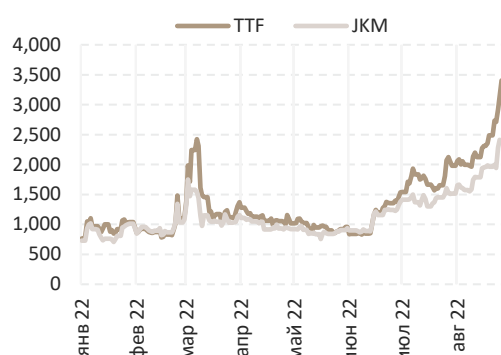
Нам больше нравится НОВАТЭК, с налогами Газпрома в 2023 г. нет ясности. Из двух компаний мы предпочитаем НОВАТЭК («Покупать»), имея в виду последовательность в части налогов, историю роста дивидендных выплат, а также стабильные объемы газа для зарубежных рынков. Инвестиционная привлекательность Газпрома подвержена рискам повышенных сборов НДС, и мы рассчитываем услышать комментарии Минфина по этому вопросу. Кроме того, мы видим более значительные долгосрочные риски для экспорта в ЕС, который намерен полностью отказаться от ископаемого топлива из России с 2027 г. Мы исходим из предположения, что повышенный НДС сохранится до 2024 г., и сохраняем рейтинг «Держать» при рассчитанной по методу DCF целевой цене на горизонте 12 месяцев на уровне 207 руб. за акцию (без учета дивидендов за 1П22 в размере 51 руб.). Анализ чувствительности показывает, что целевая цена может достигнуть и 296 руб., если увеличение суммы НДС на 1,2 трлн руб. окажется разовым событием только этого года.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ГАЗ, \$/ТЫС. М3



Источник: ИБ Синара

ЕС ПЛАТИТ БОЛЬШЕ ЗА ПОПОЛНЕНИЕ ХРАНИЛИЩ, \$/ТЫС. М3



Источник: Yahoo Finance

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Банковское кредитование в июле возобновило рост на фоне менее значительного, чем ожидалось, экономического спада и нормализации процентных ставок. Вместе с тем риски остаются повышенными, а отчетность финансовых организаций — непрозрачной. В определенной мере наши предпочтения на стороне TCS Group, которая демонстрирует прибыль, рост выручки и приток клиентов. Доходы Мосбиржи на пиковых уровнях, но четкого тренда в области комиссионного дохода пока не сформировалось. Наши оценки сектора сейчас носят умеренный характер.

Катализаторы роста: первые признаки оживления экономики; повышение прозрачности финансовой отчетности; стабилизация геополитической обстановки.

Риски: дальнейшие санкции; экономические и регуляторные риски; риски в области корпоративного управления.

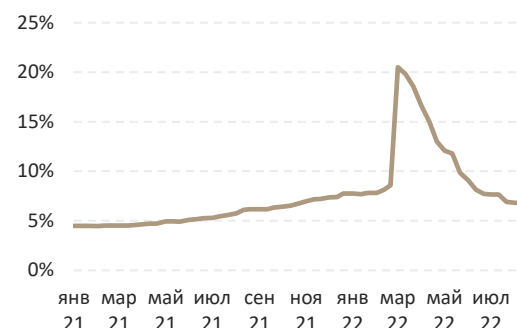
Макроэкономические условия лучше, чем ожидалось. Экономисты продолжают смягчать прогнозы спада на 2022 г., и это транслируется в снижение ожидаемой платы за риск. Процентные ставки также нормализовались значительно быстрее ожиданий, поэтому маржа находилась под давлением относительно недолго. Повышение долгосрочных ставок не было радикальным, а ставки по депозитам уже вернулись на докризисные уровни. Благодаря этим факторам банковское кредитование (и корпоративное, и розничное) в июле постепенно возобновило рост. Вместе с тем риски по-прежнему воспринимаются как высокие, и снижение ставок по розничным кредитам заметно отстает от ставок привлечения. При этом снижение ставок по корпоративным кредитам в большой мере отражает результат оперативного внедрения программ господдержки. Выдача кредитов в рамках таких программ до конца июля превысила прирост корпоративного портфеля в целом.

Неопределенность по-прежнему высока. В начале кризиса многие банки обладали существенным запасом капитала, но сейчас неясен масштаб прямых потерь от заморозки активов, прекращения некоторых направлений бизнеса, оттока средств в валюте и волатильности. Риски для инвестирования увеличивает недостаток информирования инвесторов и непрозрачность финансовой отчетности. Дальнейшие экономические и финансовые санкции могут оказать дополнительное негативное влияние на сектор, а стоимости риска еще предстоит материализоваться. С нашей точки зрения, сохранение неопределенности окажет давление на акции банков в ближайшей перспективе.

TCS Group: остается прибыльной в сложные времена. TCS Group доказала, что может создавать акционерный капитал благодаря гибкой модели бизнеса. Несмотря на скачок ставок, выручка группы показала «сильный двузначный рост» при увеличении комиссионного дохода в 2,2 раза г/г и росте доли некредитных направлений бизнеса. По сравнению с прошлыми годами у TCS Group гораздо более диверсифицированный кредитный портфель. Кредитные карты в его объеме теперь составляют меньше половины; компания больше сосредоточена на обслуживании состоятельных клиентов. На данном этапе группа не находится под прямыми санкциями, в отличие от многих российских конкурентов, благодаря чему TCS Group пополняет клиентскую базу, а это источник будущей монетизации. Мы полагаем, что в несколько лучших, чем ожидалось ранее, экономических условиях группе удастся получить 19% ROAE в 2022 г. и 25% в 2023 г., а в долгосрочной перспективе — 27% (существенно ниже 10-летнего среднего в 40%). У акций TCS Group 31%-ный потенциал роста до целевой цены в 3600 руб./акцию.

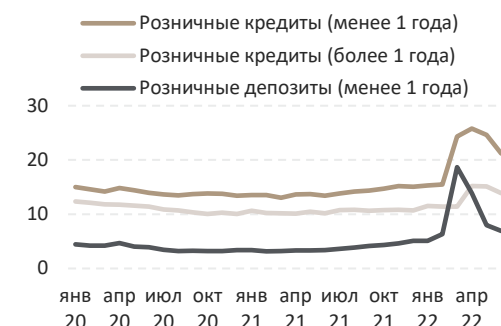
Мосбиржа: выручка на пике. Мосбиржа отчиталась о рекордно высокой чистой прибыли за 2K22 в размере 8,3 млрд руб. благодаря позитивному влиянию на ее результаты высоких процентных ставок. Вместе с тем в связи со стремительным снижением ключевой ставки процентные доходы начнут сокращаться раньше, чем мы ожидали. Комиссионный доход в том же периоде уменьшился на 19% г/г, и тренд на его восстановление пока не выстроился. При всем этом Мосбиржа должна показать высокую рентабельность в 2022 г., но перспективы на 2023 г. на фоне рисков для российской финансовой системы менее радужные. Компания обещала вернуться к вопросу о дивидендах уже в сентябре и пока не отказалась от этих планов, но в ходе недавней телеконференции не представила четкой позиции по этой теме, поэтому шансы на выплату, с нашей точки зрения, уменьшаются. В целом акции Мосбиржи торгуются по P/E 2022П лишь на уровне 5,2, но по P/E 2023П — 6,8. Мы сохраняем наш рейтинг «Держать» по акциям компании.

СРЕДНЯЯ СТАВКА В ДЕСЯТИ КРУПНЕЙШИХ БАНКАХ ПО СУММЕ РОЗНИЧНЫХ ДЕПОЗИТОВ



Источники: Банк России, ИБ Синара

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО РОЗНИЧНЫМ КРЕДИТАМ И ДЕПОЗИТАМ, %



Источники: Банк России, ИБ Синара

ВЫРУЧКА МОСБИРЖА НА ФОНЕ СНИЖЕНИЯ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ДОЛЖНА СОКРАТИТЬСЯ В 2023 Г.



Источники: данные компании, Банк России, ИБ Синара

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Мы понизили прогнозы цен на большинство базовых металлов и на золото на этот год, учитывая ухудшившиеся макроэкономические перспективы, ожидаемое замедление роста, укрепление доллара, то есть те факторы, что в последние полгода и так оказывали основное давление на цены. Мы видим вероятность дальнейшего ухудшения ценовой конъюнктуры на рынках базовых металлов под воздействием макроэкономики, в том числе из-за подорожания доллара по отношению к другим валютам и роста доходностей КО США. Если инфляция продолжит прибавлять, возрастет вероятность повышения ставок ФРС и снизятся ожидания роста мировой экономики, создавая предпосылки для сохранения тенденции «бегства в надежность» (то есть в доллар) и еще ниже опуская цены на промышленные металлы. Несмотря на нерадужные перспективы рынков сырья, мы по-прежнему относим акции российских компаний цветной металлургии к «защитным» в нынешней турбулентной ситуации и подтверждаем, в частности, рейтинг «Покупать» по бумагам ОК РУСАЛ и Норильского никеля.

Катализаторы: ослабление рубля; выплаты дивидендов в соответствии с дивидендными политиками; благоприятные изменения в макроэкономике.

Риски: более сильный по сравнению с ожиданиями рубль; охлаждение рынка недвижимости в Китае; неблагоприятные изменения в макроэкономических прогнозах.

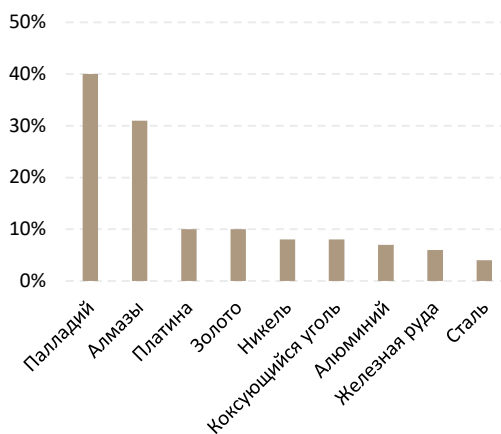
Неплохая защита от западных санкций. По нашей оценке, риски введения санкций в отношении ОК РУСАЛ и Норникеля остаются низкими, так как поставки палладия, никеля и алюминия из РФ критически важны для мировой экономики. Любые меры, ограничивающие экспорт этих металлов, создали бы серьезный дисбаланс спроса и предложения в 2022–2023 гг. и подтолкнули бы вверх цены на сами металлы, а с ними и ИПЦ по всему миру. Следовательно, мы считаем маловероятным уменьшение объемов реализации Норникеля или ОК РУСАЛ.

Нет видимых угроз для дивидендов. ОК РУСАЛ и Норникель выплатят, как мы рассчитываем, и промежуточные, и итоговые дивиденды за 2022 г. По завершении 2021 г. истек срок действия соглашения акционеров Норникеля по дивидендам (выплата 60% EBITDA), и сейчас Интеррос и EN+ обсуждают новую формулу, которая, скорее всего, увяжет выплаты с суммой FCF. В случае Норникеля мы оцениваем дивиденды за 2022 г. в 1280 руб. на акцию. В свою очередь, ОК РУСАЛ преподнесла рынку сюрприз со знаком плюс, объявив дивиденды за 1П22 в размере \$0,02 на акцию, впервые с 2017 г. распределяя часть прибыли в пользу акционеров. Политика предусматривает выплату всего 15% от EBITDA (с учетом дивидендов Норникеля), а значит, сумма дивидендов за весь 2022 г. должна составить 2 4 руб. на акцию.

Уточнение прогнозов. Мы понизили прогнозы цен на базовые металлы на 2022 г., с тем чтобы отразить ослабление в этом году мирового спроса и риски рецессии. По нашим расчетам, средняя по 2022 г. цена на алюминий составит \$3000/т (\$3100/т по-прежнему прогнозу), а на никель — \$24 900/т (ранее \$28 500/т). Мы также понизили прогноз цены на медь — с \$9750 до \$8750 за тонну. Оценки на 2023–2024 гг. остались по большому счету без изменений.

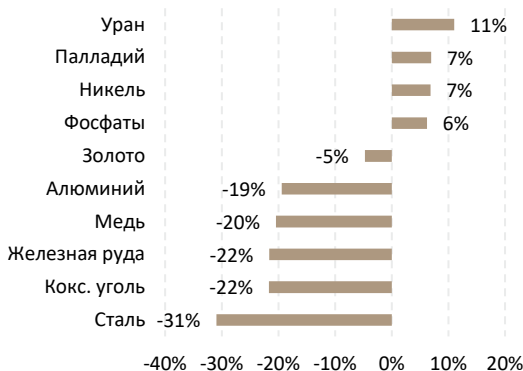
Наша лучшая ставка в секторе — по-прежнему ОК РУСАЛ. Мы понизили на 14% целевые цены по акциям Норникеля и ОК РУСАЛ (до 22 500 руб. и 85 руб. за штуку соответственно) с учетом более высокого, чем ожидалось, курса рубля и корректировки допущений в отношении цен на сырье. Но и новые целевые цены предполагают хороший потенциал роста в 32% (Норникель) и 71% (ОК РУСАЛ). Акции ОК РУСАЛ и Норильского никеля торгуются с привлекательными коэффициентами EV/EBITDA 2022П на уровне 1 9 и 4 2, с существенными дисконтами как к их собственным прежним значениям, так и к средним оценкам иностранных компаний-аналогов. Дивидендную доходность акций Норникеля на горизонте в 12 месяцев мы оцениваем в 7 5%, бумаг ОК РУСАЛ — в 4 8%, что должно способствовать росту их котировок.

ДОЛЯ РФ В ПРОИЗВОДСТВЕ КЛЮЧЕВОГО СЫРЬЯ



Источник: Yahoo Finance

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: ИБ Синара, WBMS, Росстат, данные компаний

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ И УГОЛЬНЫЕ КОМПАНИИ

За последние месяцы перспективы черной металлургии РФ еще ухудшились, так как: 1) санкционный список SDN пополнился еще одним представителем сектора (компанию Северстали теперь составляет ММК), 2) с апреля цены на российский г/к прокат упали уже на 47% до \$535/т, 3) производители стали приняли решение не публиковать отчетность за 1П22 по МСФО и, скорее всего, не выплатят дивиденды за этот период, 4) курс USD/RUB 60 никак не назвать благоприятным для отрасли. Как результат акции компаний черной металлургии потеряли с начала года 45–55% своей стоимости, показывая динамику даже хуже упавшего на 35% рынка. Несмотря на хорошие фундаментальные показатели, мы на кратко- и среднесрочную перспективу занимаем осторожную позицию по отношению к сектору ввиду продолжающегося снижения цен на стальную продукцию и более крепкого по сравнению с прежними ожиданиями рубля. Мы бы рассмотрели возможность покупки акций производителей стали, только когда наметится стабилизация и восстановление экспортных цен, а также снизится курс рубля.

Катализаторы: ослабление рубля; возобновление дивидендных выплат в 2П22; восстановление экспортных цен на сталь.

Риски: курс рубля выше ожиданий; новые западные санкции против компаний сектора и их ключевых акционеров; невыплата дивидендов в 2П22,

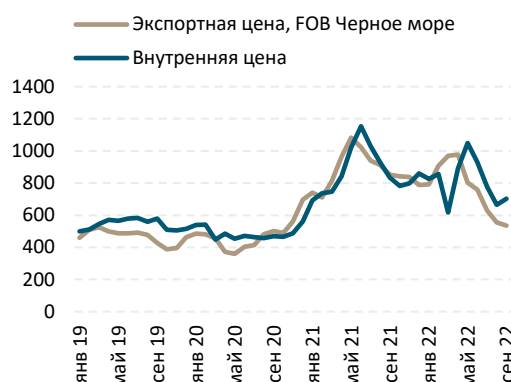
Наиболее чувствительный сектор. Мы считаем, что российская черная металлургия — один из наиболее чувствительных к западным санкциям секторов, поскольку РФ не является крупным поставщиком стали на глобальные рынки (в отличие от палладия, никеля или алюминия). Отметим, что экспортные маршруты в Азию перегружены, а внутренние цены на сталь падают вместе с экспортными. По нашим прогнозам, объем продаж российской стали по итогам года сократится (-15% г/г), что станет еще одним негативным фактором для финансовых показателей компаний сектора.

Ревизия сырьевых прогнозов. Средний прогноз цены на экспорт г/к проката на 2022 г. мы понизили с \$825/т до \$750/т, на железную руду — с \$140/т до \$130/т, отражая недавнее падение спотовых цен и уменьшение спроса в Китае. Мы также снизили прогноз цен на коксующийся уголь на 2022 г. с \$400/т до \$360/т, поскольку за последние три месяца цены на твердый коксующийся уголь в Австралии упали на 44% до спотовых уровней в \$275/т на фоне снижения объемов производства стали в Китае.

Наш фаворит в секторе — НЛМК. Компания, располагающая собственными прокатными мощностями в Европе и США и занимающая сильные позиции как поставщик стального полуфабриката, меньше других пострадала от ухудшения ситуации на мировых рынках. На сегодня мировые цены зависят от фискальных стимулов в Китае, тогда как по миру макроэкономические условия, если не брать в расчет Китай, остаются весьма непростыми ввиду вполне явных рисков рецессии. Инвестиции в НЛМК — это такая сбалансированная ставка на потенциальное ослабление рубля и вероятное возобновление в 2П22 выплаты дивидендов.

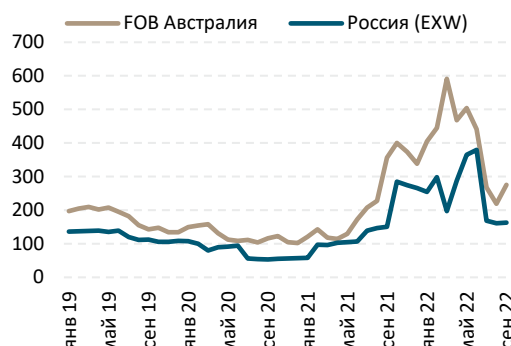
Потенциальная ценность в производителях угля. На внутреннем рынке цена на уголь коксующихся марок в июле — сентябрь упала сразу на 70% к/к в среднем до уровня около \$160–170 (10 000 руб.) за тонну. Это падение, обусловленное ослаблением спроса со стороны сталелитейных предприятий, низким курсом USD/RUB и снижением мировых цен, по большому счету ожидалось рынком. Сейчас цены внутри страны в целом соответствуют ценам на российский экспорт (\$175–180/т на условиях CFR Китай), тогда как в 2К22 премия к экспорту превышала 100%. Несмотря на ухудшение конъюнктуры, мы по-прежнему считаем привлекательными акции Распадской и Мечела, которые торгуются с EV/EBITDA 2022П на уровне 0,8 и 2,1. Обе компании должны показать рекордные прибыли по итогам 2022 г., а также, как ожидается, выплатят дивиденды за 2022 г. в размере 47 руб. на акцию (Распадская) и 70 руб. на привилегированную акцию (Мечел), что соответствует дивидендной доходности в 14% и 39% по текущим котировкам.

ЦЕНА НА СТАЛЬНОЙ ГКП, \$/Т



Источник: Металл Эксперт

ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЙСЯ УГОЛЬ, \$/Т



Источник: Металл Эксперт

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

На мировой рынок удобрений и цены на нем продолжают воздействовать разнонаправленные силы. Росту цен способствует закрытие затратных производств в Европе, пострадавших от взлетевшей стоимости газа. Но в других регионах давление оказывают неуверенность потребителей и свидетельства охлаждения мирового спроса. Разобщенность рынка сохранится как минимум до конца этого года, а главной движущей силой останутся цены на природный газ. Мы предполагаем, что средние цены на азотные и фосфорные удобрения мало изменятся по сравнению с 1П22, когда они находились вблизи рекордных значений, что должно найти отражение в хорошей прибыли, FCF и дивидендах ФосАгро за 2П22. Мы обновили модель оценки ФосАгро с учетом новых макроэкономических допущений и выросших цен на удобрения. Учитывая вышесказанное, мы повысили целевую цену по акциям ФосАгро на 11% до 10 000 руб. за штуку, а рейтинг — с уровня «Держать» до «Покупать».

Катализаторы: ослабление рубля; решение о выплате дивидендов за 4К21 и 1П22 (ВОСА рассмотрит этот вопрос 21 сентября); высокие спот-цены на газ в Европе.

Риски: новые меры, ограничивающие экспорт; ценовая коррекция на рынках удобрений; охлаждение спроса на удобрения из-за перспективы рецессии.

Взрывной рост цен на газ остановил 70% производства азотных удобрений в Европе. Резкое подорожание газа почти на 40% с середины августа спровоцировало волну остановки производств удобрений в Европе. В общей сложности остановлена или существенно сокращена работа около 70% мощностей по выпуску аммиака (24 млн т/г) и карбамида (13 млн т). Норвежская компания Yara, один из крупнейших производителей удобрений в мире, заявила 25 августа о 35%-ном сокращении использования аммиака в производстве азотных удобрений и сокращении выпуска продукции до 3,1 млн т все из-за того же подорожания газа. Еще одна компания, CF Industries Holdings, временно остановит свое британское предприятие по производству аммиака. В Литве с 1 сентября прекратит выпуск аммиака крупнейший производитель химической продукции в странах Балтии Achema, который уже с осени прошлого года работал с пониженной загрузкой мощностей.

Объемы экспорта пока не пострадали. В 1П22 производство удобрений на предприятиях ФосАгро увеличилось на 5% г/г, превысив 5,3 млн т. Это стало возможным благодаря выводу на полную мощность новых производств, построенных в рамках стратегии развития. Объем реализации удобрений вырос в 1П22 на 10% г/г до почти 5,7 млн т, чему способствовало не только увеличение производства, но и сокращение товарных запасов продукции, накопленных в период пониженного спроса, а также увеличение потребления удобрений в России и за рубежом.

Хорошая ставка на дивиденды. В конце августа совет директоров ФосАгро рекомендовал выплатить дивиденды в размере 780 руб. на акцию. Эта сумма включает как финальные дивиденды за 2021 г. (390 руб. на акцию), так и промежуточные за 1П22 (390 руб.), что предполагает доходность на уровне 10%. Список лиц для их получения предложено составить по реестру на 3 октября 2022 г., но сначала акционеры проголосуют по вопросу выплаты на ВОСА 21 сентября. Положительное решение акционеров станет, по нашему мнению, катализатором роста котировок. На 2П22 мы оцениваем дивиденды в ~400 руб. на акцию (исходя из выплаты 75% суммы FCF), и в таком случае компания станет одной из самых щедрых в плане выплаты дивидендов.

Оценка стоимости: потенциал роста — 25%, рейтинг повышен до уровня «Покупать». Результатом корректировки модели (новые макроэкономические допущения, снижение безрисковой ставки и повышение прогнозов цен на удобрения на 2022–2023 гг.) стало увеличение наших оценок EBITDA и FCF ФосАгро на 2022–2023 гг. и, как следствие, повышение целевой цены по акциям эмитента на 11% до 10 000 за штуку (с 9 000 руб.), а рейтинга — до уровня «Покупать». Мы рассчитываем, что компания возобновит публикацию квартальных финансовых и операционных результатов и ежеквартальное объявление дивидендов, что также должно положительно сказаться на динамике акций. Сейчас акции ФосАгро торгуются с мультипликаторами P/E и EV/EBITDA 2022П на уровне 6,0 и 3,9, которые мы считаем привлекательными.

ДОЛЯ РОССИИ В МИРОВОМ ЭКСПОРТЕ УДОБРЕНИЙ И АММИАКА



Источники: Федеральная таможенная служба, Nutrien Fact Book

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

РЕТЕЙЛ

Публиковавшиеся в последнее время данные подтверждают устойчивость ведущих ретейлеров массового рынка: им удастся не только наращивать выручку высокими темпами, перенося инфляцию в «цены на полке», но и поддерживать рентабельность на вполне неплохих уровнях. Возможности консолидации рынка, появляющиеся в сегодняшней ситуации, также играют на руку преимущественно сильнейшим игрокам. Главным фактором риска остается слабый потребительский спрос, но работающие в массовом сегменте компании подвержены ему в меньшей степени. Компании непродуктовой розницы, где риски выше, публиковали неоднозначные результаты, но самые сильные нишевые игроки, типа Детского мира, лучше защищены, и благоприятным для них может стать менее активное развитие «чистых» участников рынка электронной коммерции. Из представителей сектора нам больше всего нравится X5 Retail Group, в чьих бумагах мы теперь видим максимальный потенциал роста, основываясь на результатах оценки по фундаментальным показателям.

Катализаторы: возобновление выплаты дивидендов; консолидация рынка.

Риски: сбой в логистике; слабый потребительский спрос.

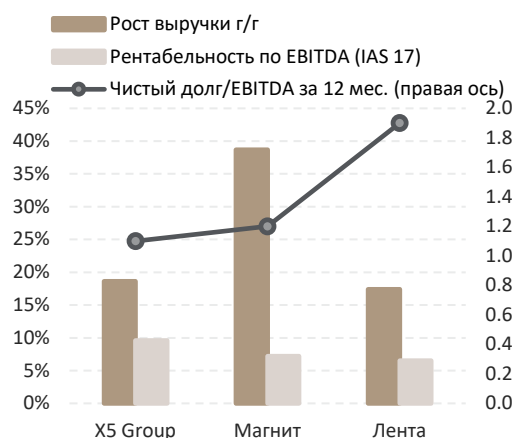
Слабый спрос по-прежнему представляет главный риск, в меньшей степени для массовой продуктовой розницы. Согласно последним доступным данным, оборот розничной торговли упал в мае на 10% г/г, но в продуктовой рознице падение составило всего 2% г/г. По расчетам АКОРТ, по итогам года розница может потерять 8–9% оборота. Если говорить о продуктах питания, то оборот уменьшается главным образом по причине смещения покупательских предпочтений к более дешевым товарам, продажа которых менее рентабельна, тогда как в случае непродовольственных товаров это может быть связано и со снижением физических объемов продаж.

Сбой в логистике пока оказывали ограниченное воздействие на продуктовую розницу. Уход с российского рынка ряда глобальных производителей товаров повседневного спроса уже повлиял на доступность товаров, но эффект оказался умеренным, так как сокращение ассортимента, по некоторым оценкам, не превысило 3–4%. Большая часть производства ушедших игроков находится в России, что позволит сохранить его с новыми собственниками или марками, тогда как доля прямого импорта была невелика. Перебои возможны и в собственных цепочках снабжения производителей, что может проявиться в нехватке материалов (упаковки, к примеру) или оборудования, но до сих пор о критических проблемах не сообщалось. Розница отреагировала на изменения более широким использованием СТМ, и это помогает не только снизить риски в логистике, но и поддержать рентабельность.

X5 Group и Магнит избежали снижения рентабельности в 2K22, Несмотря на возникшие в системе снабжения сложности, уход мировых марок с рынка РФ, стремление населения к экономии и необходимость адаптироваться к новым условиям, ведущие продуктовые ретейлеры в 1П22 доказывали способность контролировать расходы и поддерживать приемлемую рентабельность. Более того, X5 и Магнит смогли даже повысить в 2K22 рентабельность по EBITDA по сравнению с 2K21. Все крупные сети замедлили расширение, что должно помочь им в среднесрочной перспективе сохранить денежные потоки. С другой стороны, возрастает активность на рынке M&A, так как в складывающейся на рынке ситуации преимущества сильнейших становятся еще более явными.

X5 Retail Group — самый большой потенциал роста по фундаментальным показателям. Мы предпочитаем акции X5, учитывая сильные позиции на рынке и способность компании показывать хорошие финансовые результаты, что еще не в полной мере нашло отражение в котировках. Мы в целом положительно оцениваем и Магнит, но акции с минимумов февраля выросли в цене уже на 75%, а с 1 июля — на 35%, и потенциал дальнейшего роста представляется ограниченным. Вместе с тем в случае Магнита мы считаем более вероятным возобновление выплаты дивидендов в скором времени, так как компания, в отличие от X5 Retail Group, зарегистрирована в РФ. Акции Ленты тоже заметно подорожали в последнее время и сейчас справедливо оцениваются рынком, по нашему мнению. В непродуктовой рознице мы выбираем Детский мир, так как даже при более высоких рисках в этом сегменте положение компании на рынке помогает ей показывать неплохие финансовые результаты.

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ В 2K22



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

ТЕХНОЛОГИИ

Последние события в отрасли четко указывают на выбор более рациональных стратегий, приоритизацию финансовой эффективности и углубления специализации. Наш фаворит в секторе — по-прежнему Yandex; результаты ключевого бизнеса компании значительно превзошли ожидания в 2K22, в том время как ситуация с конвертируемыми облигациями по большей части разрешилась. Другие компании пока под существенным риском, и им еще предстоит доказать, что они способны выстоять в текущих условиях, стабильно развивая бизнес, хотя перестройка отрасли должна поддерживать финансовые показатели и в целом, с нашей точки зрения, желательна. Мы все еще пересматриваем рейтинги бумаг VK, Ozon и HeadHunter.

Катализаторы: увеличение доли рекламного рынка; акцент на совершенствовании юнит-экономики; поддержка со стороны государства.

Риски: досрочное погашение конвертируемых облигаций; уход работников; волатильность рекламного рынка.

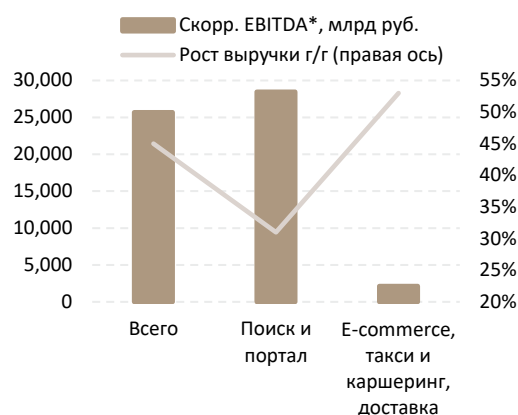
Выбор более рациональной парадигмы. До недавнего времени российские технологические компании были готовы активно инвестировать в различные бизнес-направления, чтобы закрепить за собой позиции на перспективных рынках, часто несмотря на краткосрочные финансовые потери. Эта тенденция радикально изменилась в текущем году: долгосрочная перспектива затуманилась, в то же время пристального внимания потребовали риски здесь и сейчас. Компании концентрируются на деятельности, которая удастся им лучше всего и приносит доход, и это приводит к консолидации на разных рынках и смягчению конкуренции. Пример — недавний выход VK из СП со Сбербанком и обмен активами с Yandex. Сделка позволит Yandex больше сконцентрироваться на технологиях, а VK — на медиа. Ценовая политика на некоторых других рынках (фудтех, электронная торговля) становится более рациональной, и это должно поддерживать юнит-экономику.

Наш фаворит в секторе — Yandex. Компания в 2K22 показала очень хорошие и превзошедшие ожидания рынка результаты, что заставило нас пересмотреть прогнозы в сторону существенного повышения. В результате мы все еще видим фундаментальный потенциал роста котировок, даже после отличной динамики в последние месяцы. Рынок онлайн-рекламы под давлением, и риски все еще актуальны, но Yandex получил преимущества в результате ухода некоторых иностранных онлайн-платформ с российского рекламного рынка. Компания также оказалась фактически единственной в секторе, сумевшей разрешить проблему с конвертируемыми облигациями. На рентабельности Yandex также должна положительно сказаться консолидация бизнеса по доставке еды после сделки с VK.

Стоит следить за разделением операций в России и за рубежом. Как сообщают СМИ, сооснователь компании Аркадий Волож ведет переговоры о потенциальном выходе из капитала компании в обмен на права на некоторые проекты (беспилотные автомобили, облачные сервисы), которые можно было бы развивать за рубежом, создав отдельную юридическую структуру. Такое размежевание операций в текущих условиях выглядит разумно, а влияние на акционерную стоимость зависит от конкретных условий разделения бизнеса. Мы считаем, что акционеры Yandex должны сохранить долю в ключевом бизнесе компании в РФ.

В деятельности других компаний много факторов неопределенности. Мы менее позитивно настроены относительно других компаний сектора, хотя они также выгадают благодаря более рациональным стратегиям на разных рынках. VK станет играть ключевую роль в консолидации российских медиаактивов, стремясь заменить своими сервисами ряд популярных глобальных социальных сетей, но компании еще предстоит доказать, что она способна монетизировать такие изменения и успешно привлекать новых пользователей. Источник беспокойства — игровой бизнес с существенным международным присутствием. Ozon продолжает генерировать отрицательный FCF, хотя первая в истории компании квартальная прибыль по EBITDA, полученная в 2K22, оказалась сюрпризом со знаком плюс, что можно только приветствовать. И VK, и Ozon нужно решить проблемы с конвертируемыми облигациями. HeadHunter, наконец, продемонстрировал неплохие операционные результаты, но регуляторные риски нельзя игнорировать, с учетом возможности принятия законопроекта, запрещающего либо ограничивающего зарубежное владение сервисами онлайн-объявлений.

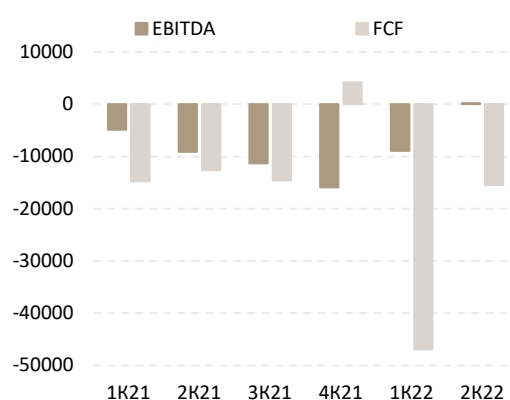
EBITDA YANDEX ПО СЕГМЕНТАМ В 2K22



* EBITDA до разовых расходов на персонал.

Источники: данные компании, ИБ Синара

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ OZON, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Акции телекоммуникационных операторов РФ остаются «защитными» бумагами в текущих условиях. Давление на выручку основного бизнеса, как показала практика, носит ограниченный характер, а рентабельность при этом по-прежнему достаточно высока, что поддерживает свободные денежные потоки. Поэтому компании сектора со значительной вероятностью станут выплачивать дивиденды (хотя промежуточных в этом году мы не ожидаем). Возможные проблемы с закупкой оборудования пока не материализовались. Среди компаний сектора мы предпочитаем МТС, которая более гибко обращается с капзатратами, чем находящийся под контролем государства Ростелеком.

Катализаторы: восстановление международных путешествий и спроса в сегменте B2B; уменьшение регуляторного давления.

Риски: доступность оборудования; снижение темпов инвестирования в новейшие технологии.

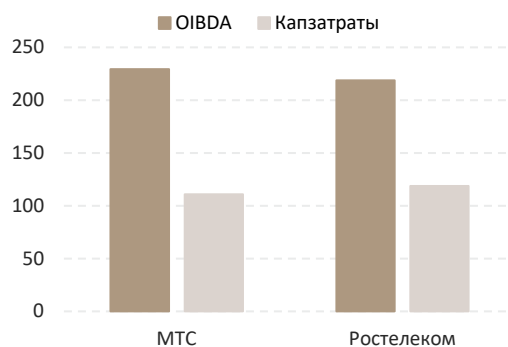
Умеренные перспективы роста, но и умеренные риски. Спрос на базовые телекоммуникационные услуги должен остаться стабильным даже в текущих экономических условиях, во всяком случае в сегментах B2C и B2G (за исключением услуг роуминга), но перспективы роста ограничены. Полагаем, что рентабельность крупных операторов сохранится на хорошем уровне, как и свободные денежные потоки, при снижении темпов расширения сетей, ослаблении требований к дополнительным инвестициям и уменьшении конкурентного давления. Поскольку МТС в основном оказывает услуги в России, компания менее чувствительна к колебаниям курса рубля.

Наш фаворит в секторе — МТС. Компания в 1P22 продемонстрировала хорошую форму: ключевой бизнес (услуги связи) показал умеренный рост и высокую рентабельность. Некоторое давление на рентабельность на уровне OIBDA оказал банковский сегмент, где компании нужно было создать дополнительные резервы, но, скорее всего, это удастся отыграть, по крайней мере частично. Продажи мобильных устройств значительно сократились, но мы не видим в этом риска, поскольку они в целом не влияли на прибыль. Более того, компания может использовать текущую ситуацию на рынке для оптимизации собственной розничной сети (и это, с нашей точки зрения, разумный шаг). МТС как ключевой источник денежных средств для материнской компании остается одним из сильнейших дивидендных игроков на рынке акций РФ, но следующая выплата ожидается только в будущем году.

Ростелеком: поддержка государства и освоение новых областей. Ростелеком — лидер рынка в ряде сегментов (широкополосный доступ, дата-центры), у него хорошее положение на рынке услуг мобильной связи. Это основной бенефициар государственных программ по цифровизации, активно осваивающий новые многообещающие сегменты рынка, что требует и более высоких капиталовложений. Риском также выступает меньшая прозрачность при раскрытии информации.

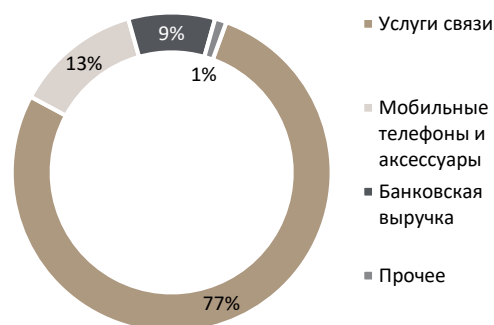
Проблемы с поставками оборудования замедлят рост сектора, но не окажутся непреодолимыми. Возможно, главный источник беспокойства для сектора сейчас — стабильность импорта телекоммуникационного оборудования. Некоторые глобальные поставщики уже официально покинули рынок, в том числе отказавшись предоставлять техподдержку; другие, например Huawei, прекратили поставки, но об уходе с рынка не сообщили. Несмотря на эти сложности, телекоммуникационные операторы сохраняют возможность предоставлять большинство услуг, хотя и замедлят инвестиции. Так, руководство МТС сообщило, что у компании достаточный запас необходимого оборудования как минимум на год вперед, в том числе для расширения сетей.

КАПЗАТРАТЫ И OIBDA В 2021 Г., МЛРД РУБ.



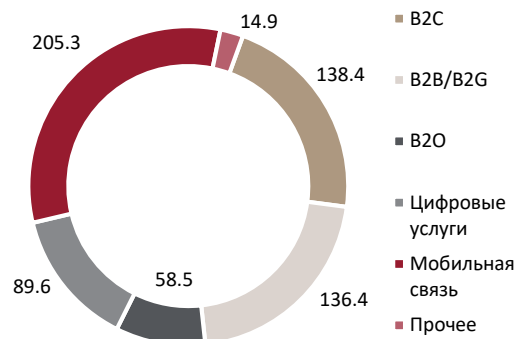
Источники: данные компаний, ИБ Синара

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ МТС РОССИЯ В 2021 Г.



Источники: данные компании, оценки ИБ Синара

ВЫРУЧКА РОСТЕЛЕКОМА В 2021 Г. ПО СЕГМЕНТАМ, МЛРД РУБ.*



Источник: данные компании

*До элиминаций

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Мы прогнозируем, что в оставшееся до конца года время потребление электроэнергии останется на уровнях годичной давности или вырастет всего на единицы процентов. За 8М22 потребление составило 718 8 млн МВт*ч (+1 9% г/г), при этом цены на электроэнергию в европейской части выросли на 3 2% г/г, а в Сибири взлетели на 23 2% ввиду сокращения выработки на ГЭС, из-за чего на цены влияет более дорогое электричество с угольных станций. Кроме того, регулируемые тарифы повышаются, как мы наблюдаем, медленнее ИПЦ, что может негативно сказаться на рентабельности в секторе. И если генерирующим компаниям доступны нерегулируемые рынки, то деятельность распределительных регулируется государством, а значит, они полностью зависят от индексации тарифов. В этом контексте мы отдаем предпочтение сегменту генерации, включая Интер РАО и Юнипро с их неплохими показателями FCF, в отличие от которых ФСК ЕЭС и Россети могут стать заложниками собственных инвестпрограмм, сокращающих FCF.

Катализаторы: сделки слияний и поглощений; восстановление потребления электроэнергии; прояснение ситуации с выплатой дивидендов; объединение распределительных компаний.

Риски: неблагоприятные изменения в регулировании; низкие темпы роста тарифов; увеличение капзатрат; откладывание выплаты дивидендов; снижение прозрачности.

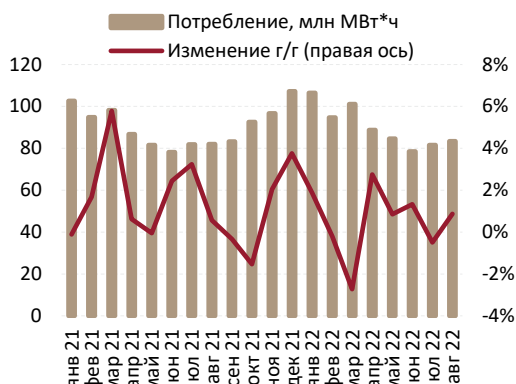
Мы считаем, что за 2022 г. дивиденды может выплатить Интер РАО. Из генерирующих компаний дивидендами за прошлый год поделились РусГидро, Интер РАО и ОГК-2, тогда как Юнипро и Энел Россия воздержались от выплат. По нашему мнению, Интер РАО может продолжить выплаты и за 2022 г., но из-за давления на прибыль мы ожидаем 10%-ного сокращения дивидендов (до 0 21 руб./акцию, доходность — 6 2%). Если учесть введенные для нерезидентов ограничения на движение капитала, маловероятно, что к практике выплат вернется Юнипро. РусГидро, скорее всего, отложит выплату дивидендов за 2022 г. в связи с резким ростом цен на уголь, в результате которого прибыль компании может сократиться на 25 млрд руб.

ФСК может отложить выплату дивидендов за этот год. Россети и ФСК ЕЭС не платили дивидендов за 2021 г. В распределительном сегменте заплатили только ряд МРСК (включая Россети Московский регион, МРСК Центра и Россети Центр и Приволжье). ФСК ЕЭС, объединившись с Россетями, сосредоточится скорее на выполнении своей обширной инвестпрограммы, а значит, выплата дивидендов опять окажется под угрозой. Выплаты региональных «дочек» зависят от темпа консолидации сектора во второй ее фазе.

Сделки слияний и поглощений представляют интерес и для генерирующих, и для распределительных компаний. После объединения с Россетями ФСК ЕЭС получит контрольные пакеты акций МРСК и продолжит управлять высоковольтными линиями передачи. Мы не исключаем вероятности дальнейшей консолидации в секторе, в том числе за счет поглощения МРСК и территориальных сетевых организаций. На наш взгляд, правительство может освободить укрупненную ФСК ЕЭС от выплаты дивидендов, учитывая ее масштабную инвестпрограмму и дефицит финансирования. Мы можем стать свидетелями трансформации и в сегменте генерации. Enel и Fortum объявили об уходе из России, однако для совершения сделок со своими активами им необходимо получить специальное разрешение госорганов. При этом о планах Enel продать свою 56 4%-ную долю в предприятии Энел Россия (покупателями должны были стать ЛУКОЙЛ и фонд Газпромбанк-Фрезия) заявлялось еще до введения запрета. Активы Fortum (включая 98 2% долю в российской компании Фортум и 83 7% в Юнипро) пока только рассматриваются как потенциальные цели. Максимальную для себя выгоду от ухода иностранных инвесторов из российской электроэнергетики могут, на наш взгляд, извлечь Интер РАО и ГЭХ.

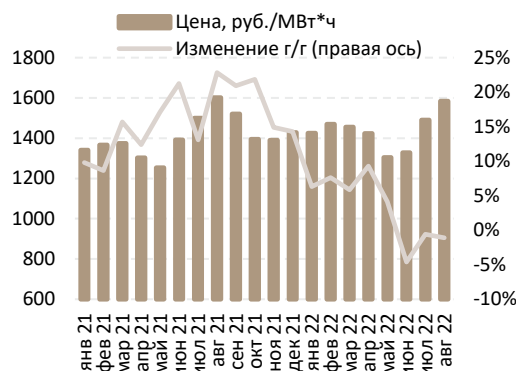
Вопросы прозрачности могут представлять большие риски. В сегодняшних условиях мы наблюдаем определенное снижение стандартов корпоративного управления — в том числе в том, что касается раскрытия операционных и финансовых результатов, которое порой откладывается на неопределенный срок, и отказа компаний от проведения телеконференций для аналитиков.

ПОТРЕБЛЕНИЕ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В РОССИИ



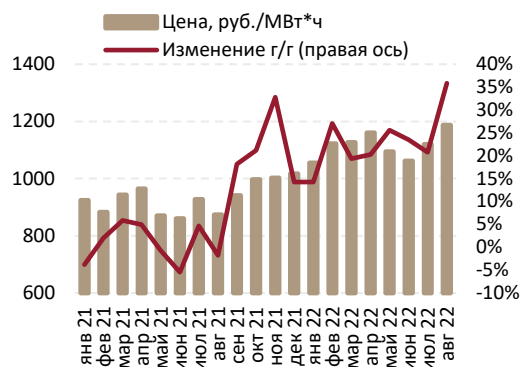
Источники: ИБ Синара, СО ЕЭС

ЦЕНЫ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ В ЕВРОПЕЙСКОЙ ЧАСТИ



Источники: ИБ Синара, АТС

ЦЕНЫ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ В СИБИРИ



Источники: ИБ Синара, АТС

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

ТРАНСПОРТ

Объемы железнодорожных грузоперевозок, как мы ожидаем, будут находиться под давлением в связи с ограничениями, введенными Евросоюзом на закупку российского угля. Ставки аренды полувагонов в результате снижаются, что создает среднесрочные риски для Globaltrans. В краткосрочной же перспективе мы ожидаем публикации в сентябре сильных результатов компании за 1П22 по МСФО. Авиакомпаниям оказывается поддержка в форме государственных субсидий и вливаний капитала, что, в частности, помогает Аэрофлоту выполнять полетные программы, при этом об инвестиционной привлекательности акций авиаперевозчика пока говорить рано. Контейнерные грузоперевозки поменяли маршруты, так как западные контейнерные линии ушли из российских портов. Мы наблюдаем резкий спад грузооборота на северо-западе и растущий спрос на транспортировку грузов на востоке, результатом чего становятся благоприятные ценовые уровни в регионе (позитивно для FESCO). У Global Ports также сильные финансовые показатели, поскольку рост цен опережает негативный эффект от сокращения грузооборота на северо-западе. Транспортировка сухих грузов под давлением, но морская перевозка жидких набирает обороты, поскольку восстанавливается спрос на нефть, а это позитивно для НМТП. Поддержку показателям Совкомфлота окажут высокие ставки фрахта танкеров, перевозящих нефтепродукты и нефть.

Катализаторы: новые госсубсидии для авиакомпаний; ослабление контроля государства за капиталными операциями; расширение ж/д сети на востоке.

Риски: новые санкции; неблагоприятные инициативы регулятора; уменьшение прозрачности.

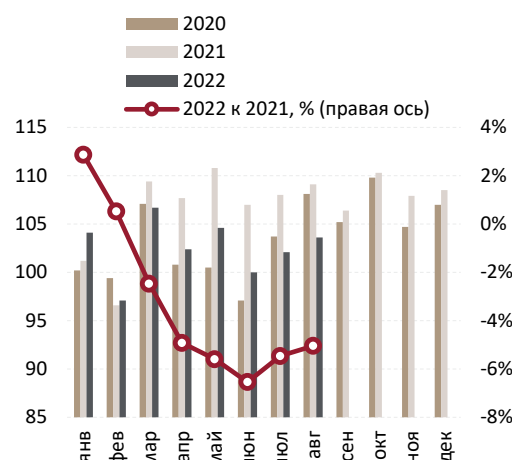
Уголь тянет объемы перевозок вниз. По результатам за март – август грузооборот РЖД сократился на 5% г/г до 6193 млн т. Самое заметное снижение показала транспортировка угля (-76%, -143 млн т г/г) и лесоматериалов (-234%, -52 млн т г/г). Вместе с тем выросли объемы перевозок строительных материалов (+38%, +22 млн т г/г). Сокращение транспортировки угля связано с запретом на ввоз российского угля в ЕС. Ставки аренды полувагонов (самый крупный сегмент) снижаются на фоне сокращения трафика и избытка единиц подвижного состава. Данные ставки за 8М22 сократились на 6%, достигнув 1373 руб./сутки, и снижение продолжается. Вместе с тем арендные ставки все еще на 34% выше г/г, и мы ожидаем публикации в сентябре сильных результатов Globaltrans за 1П22,

Падение объемов перевалки контейнеров на северо-западе поднимает цены на востоке. В морских портах за период с марта по июль упал объем перевалок сухих грузов (-7% г/г) и одновременно увеличились в объеме перевалки жидких грузов (+2% г/г). По результатам 7М22 рост последнего показателя составил 5%, первый уменьшился на столько же. Сокращение объемов перевалки сухих грузов в основном обусловлено результатом деятельности северо-западных портов, на которую повлиял уход из России крупнейших западных контейнерных линий. Сокращение погрузок контейнеров в марте – июле в портах Балтийского бассейна составило 60%. Увеличение перевалок жидких грузов связано с наращиванием добычи и переработки нефти в России в результате повышения квот ОПЕК+.

Ставки фрахта нефтяных танкеров находятся на высоком уровне. Фрахтовые ставки на танкерные перевозки стабильно растут на фоне восстановления потребления углеводородов. Вместе с тем в связи с неблагоприятными тенденциями в мировой экономике менее благополучно обстоит дело со ставками на перевозки сухогрузами и контейнерные перевозки. Для этих двух видов транспортировки фрахтовые ставки снижаются, вместе с тем стоимость танкерной перевозки нефти и нефтепродуктов на 120% превышает прошлогодние уровни. Глобальные цены, в первом приближении, должны позитивно сказаться на показателях Совкомфлота и негативно — на результатах FESCO.

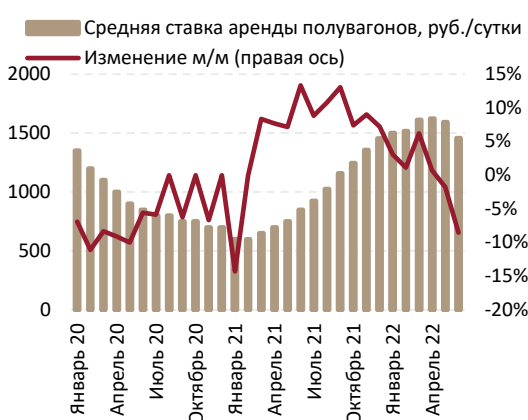
Авиакомпании зависят от государственной поддержки. Сейчас запущены четыре программы господдержки всех авиакомпаний РФ в 2022 г. на общую сумму в 1255 млрд руб. Кроме того, государство увеличило акционерный капитал Аэрофлота на 525 млрд руб. По словам министра транспорта, в 1П22 пассажирооборот российских авиакомпаний сократился на 7% г/г. Авиационные власти РФ не раскрывают операционных данных начиная с марта этого года.

ПОГРУЗКА НА СЕТИ РЖД, МЛН Т



Источники: ИБ Синара, РЖД

СТАВКИ АРЕНДЫ НАХОДЯТСЯ ПОД ДАВЛЕНИЕМ



Источники: ИБ Синара, Промышленные грузы

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

ДЕВЕЛОПЕРЫ

Операционные результаты девелоперов за 2К22 ожидаемо оказались слабыми; с тех пор рынок жилой недвижимости показал существенное восстановление благодаря снижению ставок по ипотеке. Не исключено, что мы повысим нашу оценку акций девелоперов в связи с уменьшением ключевой ставки и программами господдержки, которые поднимут спрос на жилье. Также лидеры рынка выгадают благодаря продолжающейся консолидации, получив возможность фондирования на доступных условиях и сотрудничества с крупнейшими банками. Мы сохраняем наш рейтинг «Покупать» по бумагам ПИКа и Группы ЛСР, увеличивая целевые цены на 11% и 12% соответственно с учетом более низкого прогнозного WACC и отчетности за 1П22 выше ожиданий. После пересмотра мы присваиваем акциям Эталона рейтинг «Покупать» с целевой ценой 100 руб./акцию.

Катализаторы: дальнейшее снижение процентной ставки; публикация данных по ипотечному рынку Банка России; объявление дивидендов.

Риски: сокращение господдержки; уменьшение реальных доходов; повышение ключевой ставки.

Спрос станет расти благодаря снижению ставок и субсидиям. За лето ставки по ипотеке почти достигли исторических минимумов в 6,5% (против 8,1% в марте и 7,5% в среднем в 2021 г.) вслед за снижением ключевой ставки ЦБ РФ. Кроме того, правительство выделило более 200 млрд руб. на субсидирование льготной ипотеки. В результате объем выданных в июле ипотечных кредитов достиг 342 млрд руб. (-21% г/г согласно последним имеющимся данным) против всего лишь 162 млрд руб. в апреле (-71% г/г). С учетом ограниченного числа инструментов, обеспечивающих защиту от инфляции, и снижения ставок по ипотеке мы полагаем, что последняя станет основным драйвером спроса на жилую недвижимость в ближайшее время.

Консолидация рынка может ускорить рост цен. Крупнейшие игроки крайне фрагментированного российского рынка девелопмента в 2022 г. наращивали свою долю, и теперь на них приходится 16%. У публичных девелоперов есть значительное преимущество — доступ к источникам более дешевого финансирования (облигации, корпоративные займы) и сотрудничество с крупнейшими банками (которое позволяет предоставлять ипотечные кредиты по ставке ниже, чем по программам господдержки). Менее крупные игроки вытесняются с рынка. Согласно Росстату, в июле объем ввода в эксплуатацию продолжил снижаться (-14% г/г и -18% м/м). Уменьшение предложения при растущем спросе на жилье может привести к росту цен выше инфляции. Такой сценарий не учтен в нашей модели, но может стать поводом для повышения оценки стоимости акций компаний.

Слабые продажи в 2К22 были ожидаемы; катализатором роста стоимости акций могут оказаться операционные результаты за 2П22. Объем продаж жилья Группы ЛСР и Эталона упал в 2К22 на 57% и 61% г/г в денежном выражении соответственно (ПИК еще не раскрыл свои показатели). ГК Самолет стала единственной публичной девелоперской компанией, сообщившей об увеличении продаж (+44% г/г), которому поспособствовала подавляющая доля проектов эконом-класса в портфеле (>95%). Мы ожидаем значительно более сильных продаж в 2П22 благодаря восстановлению спроса, особенно на жилье эконом-класса. ПИК в большей мере, чем Группа ЛСР и Эталон, представлен в этом сегменте: эти две компании сосредоточены и на продажах жилья бизнес- и премиум-класса (доля таких проектов в земельном банке Группы ЛСР — 23%, Эталона — более 50%).

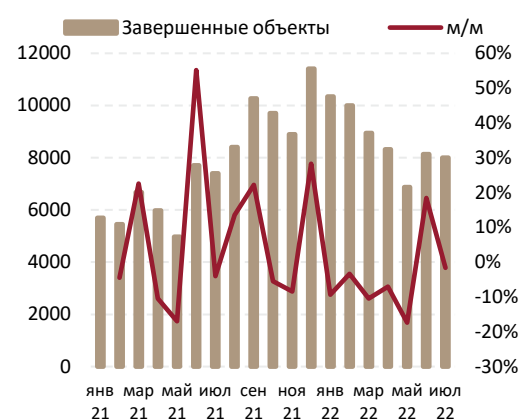
Оценка: увеличение целевой цены акций ПИКа и Группы ЛСР, присваиваем рейтинг «Покупать» бумагам Эталона. Мы увеличиваем наши целевые цены акций ПИКа и Группы ЛСР на 11% и 12% соответственно и присваиваем рейтинг «Покупать» бумагам Эталона с целевой ценой 100 руб./акцию (ранее рейтинг пересматривался). Акции ПИКа, Группы ЛСР и Эталона торгуются с коэффициентами P/E 6,6, 2,9 и 3,4 соответственно против 7,9, 6,2 и 7,3 в 2021 г., то есть с дисконтом в 16%, 53% и 53% соответственно. Полагаем, что восстановление рынка в 2П22 благоприятно скажется на выручке публичных девелоперов. Дальнейшую поддержку могут оказать снижение безрисковой ставки (9% против 10,5% ранее) и соответствующее сокращение WACC с 16–17% до 12–13%. Мы видим потенциал роста котировок ПИКа на 42%, Группы ЛСР — на 49%, Эталона — на 41%.

СПРОС ВОССТАНАВЛИВАЕТСЯ БЛАГОДАРЯ НИЗКИМ ИПОТЕЧНЫМ СТАВКАМ



Источники: ЦБ РФ, ИБ Синара

СНИЖЕНИЕ ЧИСЛА ЗАВЕРШЕННЫХ ОБЪЕКТОВ МОЖЕТ ПРИВЕСТИ К РОСТУ ЦЕН



Источники: ДОМ.РФ, ИБ Синара

Ирина Фомкина

FomkinaIA@sina-finance.ru

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

Александр Гайда
GaidaAS@sinara-finance.ru

Рынок акций США

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин
BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина
FomkinaIA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ритейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц
TaitsMV@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Трой МакГраф
McGrathTD@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@sinara-finance.ru

© 2022, ПАО Банк Синара. 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 запрещены без согласия Банка.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя. Передача третьим лицам без письменного согласия ПАО Банк Синара запрещена. 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 операции 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 либо 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.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные 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 квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ. ПАО Банк Синара не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение и копирование материалов разрешено при условии указания 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 (далее – Банк) (и/или) аффилированных с Банком лиц) может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов в связи с наличием у Банка (и/или) аффилированных с Банком лиц) заключенных договоров с компаниями (и/или) владением Банком (и/или) аффилированными с Банком лицами) части акций компаний и (или) участием должностных лиц Банка (и/или) аффилированных с Банком лиц) в органах управления указанных компаний: АЛРОСА, «Брусника. Строительство и девелопмент», Бизнес-Недвижимость, ЧТПЗ, Евраз, Газпром нефть, Газпром, Global Ports, Globaltrans, Интер РАО, ЛУКОЙЛ, Магнит, ММК, Мечел, Норильский никель, МТС, Новатэк, НЛМК, Petropavlovsk, ГК «Пионер», Полиметалл, Группа Позитив, PPF Group, Роснефть, РЖД, Самолет, Сбербанк, Северсталь, Группа Синара, АФК Система, Татнефть, TCS, ТМК, РУСАЛ, Yandex.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

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

ПАО Банк Синара

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление 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.