

### ПЯТЕРКА ЛУЧШИХ АКЦИЙ В ТРЕТЬЕМ ЭШЕЛОНЕ

По результатам анализа третьего эшелона акций российских эмитентов мы отобрали пять наиболее привлекательных бумаг с потенциалом роста 30% и более. Хотя индекс МосБиржи, с учетом выплаченных дивидендов, вырос с начала года почти на 50% и достиг справедливого, по нашим расчетам, значения, акции таких компаний, как Таттелеком, СОЛЛЕРС, Группа Ренессанс Страхование, Россети Центр и Россети Московский регион, по-прежнему недооцениваются рынком.

**Катализаторы:** хорошая отчетность за 1П23 по МСФО (август или сентябрь); объявление и выплата дивидендов; новые проекты.

**Риски:** волатильность рубля; рост процентных ставок; санкции; сложности с логистикой; падение реальных доходов населения; геополитика.

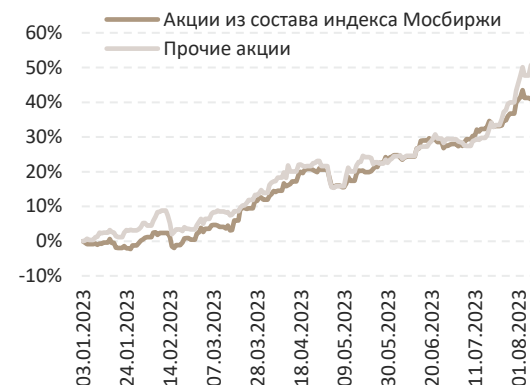
**Насчитали только пять достаточно прозрачных и недооцененных эмитентов с достаточно ликвидными акциями.** Большинство бумаг, которые не включены в базу расчета индекса МосБиржи, либо недостаточно ликвидны, либо их эмитенты не предоставляют информацию в необходимом объеме. При этом среди примерно двух десятков компаний, которые удовлетворяют критериям ликвидности и прозрачности, только у пяти мы видим привлекательный фундаментально обоснованный потенциал роста капитализации.

**Розничные инвесторы вдохнули новую жизнь в малоликвидные акции.** По статистике МосБиржи, доля инвесторов-физлиц последние месяцы держится в районе 80% от среднеедневного объема торгов акциями, существенно выше 45% в 2021 г. В абсолютных цифрах оборот, приходящийся на индивидуальных инвесторов, достиг 1,54 трлн руб. за июль 2023 г., превысив на 50% средний по 2021 г. показатель. Более низкие запросы к ликвидности эмитентов со стороны частных инвесторов в сравнении с институциональными должны обеспечить дальнейший приток средств в относительно низколиквидные акции.

**Предпочитаем держаться подальше от неликвида и темных лошадей.** Из-за повышенного риска ценовых манипуляций мы исключили из нашего анализа эмитентов, где среднеедневной объем торгов акциями не достигает \$0,35 млн, а также эмитентов, чей объем раскрытия информации не позволяет оценить их справедливую стоимость. Кроме того, ряд компаний, прошедших отбор, уже справедливо оценены или даже переоценены рынком, по нашему мнению ([стр. 2–3](#)).

**В фаворитах — Таттелеком, СОЛЛЕРС, Группа Ренессанс Страхование и пара «дочек» Россетей.** Мы присваиваем рейтинг «Покупать» акциям Таттелекома, которые торгуются с неоправданно большим дисконтом к более ликвидным бумагам, представленным на рынке (МТС и Ростелеком). В случае СОЛЛЕРС пока до конца не отыграны рынком перспективы роста объемов производства автомобилей и выгодный выкуп долей прежних партнеров. Акции Группы Ренессанс Страхование дают возможность «поучаствовать» в реализации потенциала хорошей IT-платформы с растущей долей развивающегося рынка. А «дочки» Россетей уже на горизонте года могут принести двузначную дивидендную доходность за счет улучшения финансовых показателей.

### СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ПО РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДИНАМИКА АКЦИЙ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

**Кирилл Таченников**

Директор аналитического департамента

**Константин Белов**

Старший аналитик

**Ольга Найденова**

Старший аналитик

**Матвей Тайц**

Старший аналитик

**Дмитрий Смолин**

Старший аналитик

**Александр Гайда**

Аналитик

**Георгий Горбунов**

Аналитик

### ПЯТЬ НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ АКЦИЙ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА

Эмитент	Рейтинг	Целевая цена, руб./акцию	Потенциал роста	Рыночная капитализация, \$ млн	EV/EBITDA 2023П	P/E 2023П	Дивидендная доходность за 2023 г.
Таттелеком	Покупать	1,1	34%	174	2,9	7,0	8,0%
СОЛЛЕРС	Покупать	1500	63%	312	7,4	8,4	4,8%
Группа Ренессанс Страхование	Покупать	125	32%	531	н/п	5,0	11%
Россети Центр	Покупать	0,79	58%	216	3,2	7,3	12%
Россети Московский регион	Покупать	2,28	71%	655	3,9	8,8	11%

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

## ЭМИТЕНТЫ, В КОТОРЫХ МЫ НЕ УВИДЕЛИ ПОТЕНЦИАЛА РОСТА

Среди эмитентов, чьи акции не входят в базу расчета индекса МосБиржи, мы проанализировали примерно два десятка компаний со среднесреднедневным оборотом выше \$0,35 млн и достаточным объемом раскрытия финансовой информации. Ниже перечислены те эмитенты, в которых мы не разглядели фундаментально обоснованного потенциала роста капитализации.

### *Челябинский металлургический комбинат*

Акции не представляются привлекательными из-за большой задолженности: при рыночной капитализации в 91 млрд руб. и денежных средствах на балансе в 7 млрд руб. она достигает 144 млрд руб. Мечел скинул туда существенную часть общего долга группы. Кроме того, ЧМК не выплачивает дивиденды, и на котировки давление окажут более низкие по сравнению с 2022 г. цены на сталь. Акции серьезно переоценены: DCF-модель также не выявила потенциала роста.

### *Ашинский металлургический завод*

Бумага торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 2023П на уровне 3,4, выше ММК и наравне с НЛМК. При этом компания не платит дивиденды. Плюс недавно принято решение о делистинге и выкупе акций по 72 руб. за штуку.

### *Группа Черкизово*

Группа Черкизово, один из ведущих производителей продовольствия в России, занимает сильные позиции в сегментах мяса птицы, свинины, мясопереработки и на ряде других рынков. В то же время на фоне низкой ликвидности акций и весьма большой долговой нагрузки (отношение чистого долга к EBITDA составляет 3,0) компания выглядит переоцененной по EV/EBITDA 2022 (7,7).

### *Диод*

ПАО «Диод» демонстрирует снижение выручки на протяжении уже нескольких лет. Акции, торгующиеся с мультипликатором EV/EBITDA 2022 в районе 10,6, не выглядят привлекательными на текущих ценовых уровнях.

### *Аптечная сеть 36,6*

Эмитент входит в число крупнейших игроков на рынке розничной торговли товарами для красоты и здоровья. Однако мы, анализируя фундаментальные факторы, не видим потенциала роста стоимости акций, но отмечаем при этом значительные риски, включая высокий уровень долговой нагрузки: отношение чистого долга к EBITDA на конец 2022 г достигало 4,8.

### *КуйбышевАзот*

По EV/EBITDA 2023П компания оценивается в 6,7, на одном уровне с ФосАгро, где рост мы считаем маловероятным. В 1П23 показатель EBITDA упал на ~70% г/г из-за снижения цен на азотные удобрения, а также капролон (полиамид-6). При поставках внутри страны производителям пришлось снижать цены, чтобы прийти как минимум к паритету с экспортом.

### *КАМАЗ*

Акции КАМАЗа, на наш взгляд, несколько переоценены, поскольку компания стремительно теряет долю рынка ввиду нарастающей конкуренции со стороны китайских производителей грузовых автомобилей. По данным аналитического агентства Автостат, рыночная доля КАМАЗа снизилась с более чем 40% в 2021 г. до 25% в 2022 г., а в июле 2023 г. составила уже 20%. Кроме того, при достаточно низких темпах роста продаж (+3% г/г за 1П23) акции торгуются с неоправданно высоким коэффициентом EV/EBITDA 2022 на уровне 15,4.

*Большинство акций, не входящих в индекс МосБиржи, либо не подходят под критерий достаточной для минимизации ценовых манипуляций ликвидности, либо их эмитенты не раскрывают информацию в необходимом для оценки справедливой стоимости объеме*

### *Московский кредитный банк*

Акции МКБ нам показались не особо привлекательными ввиду весьма высоких котировок. По P/BV (0,85) МКБ приближается к оценкам Сбербанка при намного более ограниченных перспективах развития бизнеса. Средняя рентабельность капитала в 2016–2022 гг. составила лишь 10,4%, ликвидность бумаги невысока.

### *Россети Волга*

Эмитент, несколько лет не выплачивавший дивиденды, планирует возобновить выплаты, но ожидаемая дивидендная доходность на 2023 г. составляет лишь 6%, на 2024 г. — 5%. По коэффициенту P/E 2024П акции торгуются на уровне 10,5, на 25% выше среднего показателя распределительных сетевых компаний.

### *Россети Северо-Запад*

Возобновление дивидендных выплат не входит в планы компании. По крайней мере, это следует из ее бизнес-плана на период до 2028 г. По P/E 2024П рынок оценивает эмитента в 10,9, то есть с премией в 29% к среднему коэффициенту распределительных сетевых компаний.

### *Россети Центр и Приволжье*

Компания торгуется с коэффициентами EV/EBITDA 2023П и 2024П на уровне 3,7 и 3,8 соответственно, на 4% и 5% выше средних по распределительным сетевым компаниям значений. По нашим оценкам, потенциал роста составляет 26% при ожидаемой дивидендной доходности на 2023 г. в 9% и 8% на 2024 г.

### *МРСК Урала*

Рынок, по нашим расчетам, слишком высоко сейчас оценивает компанию: по коэффициентам EV/EBITDA и P/E 2024П ее акции торгуются на уровне 4,5 и 9,3 соответственно, превышая средние показатели компаний-аналогов на 23% и 10%. Ожидаемая дивидендная доходность как на 2023 г., так и на 2024 г. — всего лишь 5%.

# ТАТТЕЛЕКОМ

## НАЧАЛО АНАЛИЗА

### ВЫСОКОРЕНТАБЕЛЬНАЯ КОМПАНИЯ БЕЗ ДОЛГОВ

Бумагам Таттелекома мы присвоили рейтинг «Покупать»: наша оценка предполагает справедливую цену одной акции в 1,1 руб., что соответствует потенциалу роста в 34% даже с учетом более чем 60%-ного взлета котировок с начала этого года. Основной бизнес представляется достаточно устойчивым и высококорентабельным. В сочетании с весьма умеренными капзатратами и отсутствием долгов это позволяет генерировать стабильный денежный поток и выплачивать хорошие дивиденды.

**Катализаторы:** хорошая отчетность по МСФО за 1П23 (август или сентябрь); объявление и выплата дивидендов; поддержка региональных властей.

**Риски:** конкуренция с операторами федерального масштаба; снижение части традиционных доходов; сложности с приобретением оборудования.

**Региональный оператор оказывает комплексные услуги связи.** Таттелеком, ведущий интегрированный оператор связи в Республике Татарстан, работает во всех основных сегментах: B2C, B2B, B2G и B2O. На конец 2022 г. абонентская база насчитывала около 2 млн пользователей – физических лиц и около 30 тыс. корпоративных абонентов. Компания оказывает следующие услуги: мобильная связь (бренд «Летай»), фиксированный ШПД, проводная телефонная связь, платное телевидение, услуги другим операторам связи и пр. В прошлом году наибольшая часть выручки (40%) пришлась на услуги фиксированного доступа в интернет. Доходы этого направления увеличились на 8% г/г до 4 млрд руб., а база составила 618 тыс. абонентов. Доходы в сегменте мобильной связи выросли на 3%, достигнув 1,6 млрд руб. и обеспечив 16% консолидированной выручки. В сегменте фиксированной телефонии доходы, напротив, сократились на 11% до 1,4 млрд руб. (14% общей выручки). Выручка от показа платного ТВ выросла на 3% до 945 млн руб. при абонентской базе в 513 тыс. подписчиков.

**На среднесрочную перспективу прогнозируем рост выручки умеренным темпом при высокой рентабельности.** Учитывая высокую степень насыщения рынка, основным фактором, способствующим росту выручки Таттелекома, на ближайшее время видим увеличение ARPU при умеренном росте абонентской базы. При этом доходы от проводной телефонии продолжают снижаться. Мы прогнозируем среднегодовые темпы роста выручки в 2023–2028 гг. в районе 5,4%. К концу периода годовая выручка достигнет 14 млрд руб. Мы также прогнозируем среднюю за период рентабельность по EBITDA на уровне 40,1%, на 0,7 п. п. ниже уровня 2022 г., и отмечаем хорошее финансовое положение компании: на конец прошлого года ее чистая денежная позиция составляла 4,5 млрд руб. (или 3,8 млрд руб. с учетом обязательств по аренде).

**Пока пишется привлекательная «дивидендная история».** Политика компании предполагает выплату не менее 50% чистой прибыли в качестве дивидендов, если иное не требуется для реализации инвестиционных проектов, имеющих стратегическое значение. По факту доля чистой прибыли, распределенной в виде дивидендов, в последнее время была несколько ниже: так, по итогам 2022 г. Таттелеком выплатил 1,1 млрд руб. (0,05 руб. на акцию) или около 40% чистой прибыли, и на момент объявления дивидендов такой размер выплаты предполагал доходность ~7,6%.

**Наша оценка предполагает 34%-ный потенциал роста стоимости акций.** Мы провели оценку стоимости Таттелекома по методам DCF и DDM, а также путем сравнения по мультипликаторам с сопоставимыми российскими публичными компаниями (МТС и Ростелеком). В итоге мы получили средневзвешенную справедливую стоимость одной акции в 1,1 руб. Наша оценка предполагает коэффициент EV/EBITDA за последние 12 месяцев на уровне 3,9.

### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



авг 22 окт 22 дек 22 фев 23 апр 23 июн 23 авг 23

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

### ВЫРУЧКА ГРУППЫ ТАТТЕЛЕКОМ В 2022 Г. ПО СЕГМЕНТАМ, МЛРД РУБ. \*



\* До внутригрупповых расчетов.

Источники: данные компании, ИБ Синара

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

млрд руб.	2021	2022	2023П	2024П
EV/EBITDA	3,1	3,2	2,9	2,8
P/E	6,9	6,5	7,0	6,2
Выручка	9,9	10,3	11,3	11,9
EBITDA	4,3	4,2	4,6	4,8
Чистая прибыль	2,5	2,6	2,5	2,8
FCF	3,2	2,6	3,0	2,8
Чистый долг (денежные средства)	(2,6)	(3,8)	(5,7)	(7,1)
Капзатраты	(1,2)	(1,3)	(1,4)	(1,4)
Рентаб. по EBITDA	43,7%	40,8%	41,2%	40,2%
Дивдоходность	5,1%	6,2%	8,1%	8,7%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Константин Белов**  
Старший аналитик

**Александр Гайда**  
Аналитик

## СОЛЛЕРС

### НАЧАЛО АНАЛИЗА

#### НА ПОЛПУТИ К СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЕ

Мы начинаем анализ акций компании СОЛЛЕРС с рейтинга «Покупать». По нашим расчетам, целевая цена на конец 2023 г. составляет 1500 руб./акцию, что соответствует потенциалу роста в 65%. Несмотря на внушительное ралли и рост втрое с марта 2023 г., бумаги компании стоят все еще вдвое меньше достигнутых в 2008 г. исторических максимумов, хотя номинально EBITDA в 2023 г. окажется на 50%, а выручка почти вдвое выше уровней того года, и СОЛЛЕРС начала платить дивиденды. С учетом реорганизации перспективы ее роста сейчас почти такие же многообещающие, как и 15 лет назад, но уже без привязки к внешним партнерам и в условиях снизившейся рыночной конкуренции.

**Катализаторы роста:** хорошая отчетность по МСФО за 1П23 (август-сентябрь); дивиденды; новые проекты.

**Риски:** рост процентных ставок по автокредитам; девальвация рубля; санкции; проблемы с логистикой; падение реальных доходов населения; геополитика.

**Бизнес успешно восстанавливается после потрясений 2022 г.** В 2021 г. 83% выручки СОЛЛЕРС приходилось на продажи новых авто, остальное на запчасти, лизинг и прочие услуги. При этом основу составляли, как и сейчас, продажи моделей УАЗ, тогда как как СП с Mazda, Isuzu и Bussan, покинувшими РФ, на выручку влияния не оказывали (только на прибыль). Продажи Ford, также влиявшие на выручку ранее, в 2022 г. упали на 78% г/г, а производство в Елабуге было остановлено в марте 2022 г. При этом УАЗ, спрос на которые поддержали закупки МВД и Минобороны, во многом компенсировали негативный эффект от падения реализации иномарок в прошлом году. С ноября 2022 г. СОЛЛЕРС на мощностях Ford начала производство по технологии полного цикла (CKD) новых микроавтобусов Sollers Atlant, а в июле 2023 г. запустила завод Mazda во Владивостоке, простаивавший с мая 2022 г., где будет выпускать пикапы и аналоги кроссоверов CX-5 и CX-9 под собственным брендом.

**Среднегодовые темпы роста EBITDA в 2023–2028 гг. составят 28%.** Уже в течение двух-трех лет объем продаж завода во Владивостоке планируется вывести на уровень 30 тыс. шт., а в перспективе довести до 50 тыс. Динамика продаж УАЗ также позитивная; по итогам 2023 г., как утверждает менеджмент, ожидается увеличение на 12% г/г (+5% г/г в 2022 г.). Помимо этого, завод СОЛЛЕРС Алабуга выпустил уже 5000-й экземпляр Sollers Atlant и Argo (по лицензии китайской JAC), а производственные мощности позволяют увеличить выпуск до 30 тыс. шт. в год. Учитывая отсутствие многих зарубежных брендов на российском рынке, полагаем, теперь компании проще достигнуть заявленных планов в силу более низкой, чем раньше, конкуренции.

**Покупка долей Ford и Mazda в СП увеличивает справедливую стоимость.** Поскольку бывшие зарубежные партнеры компании покинули российский рынок, продав свои доли в СП по номинальной стоимости (правда, с правом обратного выкупа), СОЛЛЕРС сможет полноценно отражать в своей отчетности 100% выручки и прибыли всех заводов, что станет еще одним фактором улучшения финансовых показателей компании.

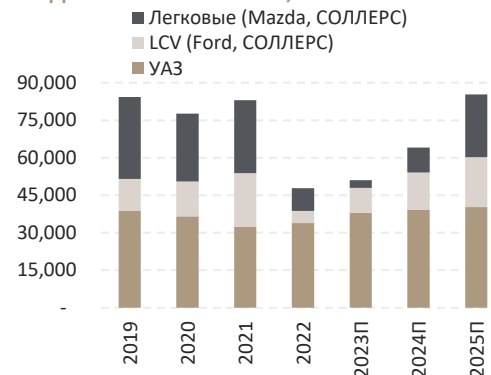
**Новые акционеры СОЛЛЕРС готовы платить дивиденды, видим 65%-ный потенциал роста стоимости акций.** В июне 2022 г. ООО «Соллерс Групп», владевшее 76,7% акций ПАО «Соллерс Авто», продало весь принадлежащий ему пакет акций новому владельцу — ООО «Альтер Инвест», контролируемому генеральным директором СОЛЛЕРС Николаем Соболевым и председателем совета директоров Адилем Шириновым. В мае 2023 г. совет директоров СОЛЛЕРС рекомендовал выплатить дивиденды за 2022 г. в размере 45,39 руб. на акцию из нераспределенной прибыли прошлых лет, при этом на полях «Иннопрома» в июле Николай Соболев подтвердил заинтересованность в сохранении «рыночной» дивидендной доходности акций и в будущем. Мы провели оценку акций СОЛЛЕРС методами DCF и DDM, а также сравнение со средними мультипликаторами, получив средневзвешенную справедливую стоимость акции в 1500 руб.

#### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

#### ПРОДАЖИ АВТОМОБИЛЕЙ, ШТ.



\* До 2022 г. доля СОЛЛЕРС в СП с Ford составляла 51%, в СП с Mazda — 50%.

Источники: данные компании, АЕВ

#### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

млрд руб.	2021	2022П	2023П	2024П
EV/EBITDA	6,3	12,4	7,4	6,1
P/E	6,4	33,7	8,4	6,3
Выручка	91,7	77,9	104	133,9
EBITDA	8,5	5,9	6,7	8,2
Чистая прибыль	4,5	0,9	3,2	4,4
FCF	9,9	-15,5	12,7	4,3
Чистый долг (денежные средства)	-5,5	-0,2	-11,4	-14,5
Капзатраты	-2,3	-3,7	-4,7	-5,7
Рентаб. по EBITDA	9,4%	5,6%	7,0%	6,8%
Дивидендность	0%	9,2%	4,8%	6,5%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Кирилл Таченников**  
Директор аналитического департамента

**Александр Гайда**  
Аналитик

### ТЕХНОЛОГИЧЕСКАЯ ПЛАТФОРМА ДЛЯ РОСТА

Мы начинаем анализ акций Группы Ренессанс Страхование, справедливую стоимость которых оцениваем в 125 руб. за штуку, что предполагает рост на 32%. Страховщик наращивает бизнес, привлекает клиентов, зарабатывает, не имея много альтернативных вариантов, на отечественном финансовом рынке и обещает начать платить дивиденды. Несмотря на 85%-ный рост котировок с начала года, акции все еще торгуются на 22% ниже уровня IPO.

**Катализаторы:** возобновление раскрытия результатов; хорошая отчетность по МСФО за 1П23 (22 августа); объявление и выплата дивидендов.

**Риски:** падение реальных доходов населения; геополитика; затрудненное из-за отсутствия с 2021 г. отчетности прогнозирование.

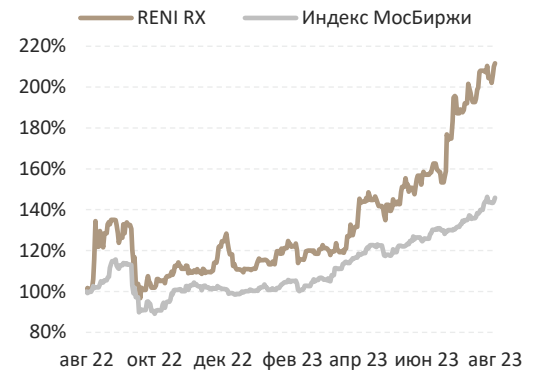
**Диверсифицированный бизнес.** В 2022 г. общий объем страховых премий в РФ составил всего 1,8 трлн руб. или 1,2% ВВП, а премий по страхованию жизни — лишь 0,3% ВВП. На сравнительно слабо развитом отечественном страховом рынке Группа Ренессанс Страхование (ГРС) занимает шестое место по объемам страховых премий. Она растет быстрее рынка за счет персонализированного подхода к каждому клиенту в цифровой среде. Высокий уровень цифровизации помогает к тому же эффективно масштабировать бизнес и сдерживать рост издержек.

**Премии росли даже в прошлом году.** Структура страховых премий хорошо диверсифицирована: страхование жизни и все прочие виды страхования сейчас занимают примерно равные доли. Несмотря на резкое падение премий в кредитном страховании жизни в 2022 г., в целом премии выросли на 1% благодаря технологичному сервису, удобству онлайн-каналов и адаптивности продуктового предложения. В 1К23 премии выросли на 16% г/г, и, учитывая восстановление розничного кредитования и кредитного страхования, по итогам года мы ожидаем ~15%-ного роста премий.

**Инвестиционный портфель.** При низкой маржинальности страхового бизнеса (в 2021 г. комбинированный коэффициент убыточности в страховании, которое не относится к страхованию жизни, составил 100,1%) финансовый результат зависит главным образом от инвестирования страховых резервов. Только за 1К23 инвестиционный портфель ГРС прибавил 4,5%, достигнув 155 млрд руб., и хороший рост фондового рынка России должен найти отражение в повышении рентабельности в этом году. Учитывая увеличившиеся объемы операций и высокий уровень цифровизации процессов мы ожидаем средней в 2023–2025 гг. рентабельности ROE в 18%.

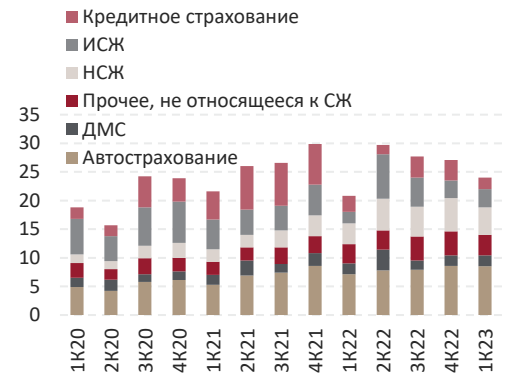
**Заинтересованность в инвесторах.** Группа, будучи заинтересованной в росте акционерной стоимости, видит включение своих акций в базу расчета индекса МосБиржи одним из приоритетов с точки зрения увеличения капитализации. Она готова платить дивиденды, и, поскольку достаточность капитала уже по итогам 1К23 повысилась до 203%, может направить на выплату дивидендов более половины прибыли. Прошедшее осенью 2021 г. первичное публичное размещение акций изначально предполагало продажу некоторой части бумаг, принадлежащих действующим акционерам, но в итоге присутствовал только первичный компонент. Полагаем, со временем основные акционеры продадут часть принадлежащих им пакетов, увеличив тем самым ликвидность бумаги. По нашим оценкам, акции ГРС торгуются с коэффициентами P/S и P/E на уровне 0,48 и 5,0, а это предполагает 32%-ный рост до справедливого значения 125 руб. за штуку.

### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

### СТРУКТУРА И ДИНАМИКА СТРАХОВЫХ ПРЕМИЙ



Источник: данные компании

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

млрд руб.	2021	2022	2023П	2024П
P/E	16,6	н/п	5,0	6,0
Премии брутто	104	105	115	132
Чистая прибыль	3,2	-2,1	10,4	8,8
Дивдоходность	0%	0%	11%	8%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Ольга Найдёнова**  
Старший аналитик

**Александр Гайда**  
Аналитик

# РОССЕТИ ЦЕНТР

## НАЧАЛО АНАЛИЗА

### ДИВИДЕНДЫ И СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Россети Центр — один из стабильных источников дивидендов для материнской компании (публичного акционерного общества «Федеральная сетевая компания – Россети», ПАО «Россети»), которым может остаться и в дальнейшем, если не реализуется сценарий консолидации дочерних обществ. В своей оценке мы исходим из предположения, что Россети Центр станет генерировать высокий свободный денежный поток и продолжит выплачивать дивиденды, доходность по которым по итогам 2023 г. ожидаем на уровне 12%. Мы также прогнозируем сильные результаты по итогам 2023 г. на фоне роста тарифов на передачу э/энергии в декабре 2022 г. Рассчитанная нами целевая цена на конец 2023 г. — 0,79 руб./акцию, что предполагает потенциал роста в 58%.

**Катализаторы:** рост дивидендов; отражение в тарифах на передачу э/энергии роста расходов на выплаты Россетям; увеличение доли рынка за счет приобретения (аренды) имущества сетевых компаний; сильные финансовые результаты.

**Риски:** ужесточение тарифного регулирования; новые санкции; переход на единую акцию с ФСК ЕЭС; низкая ликвидность.

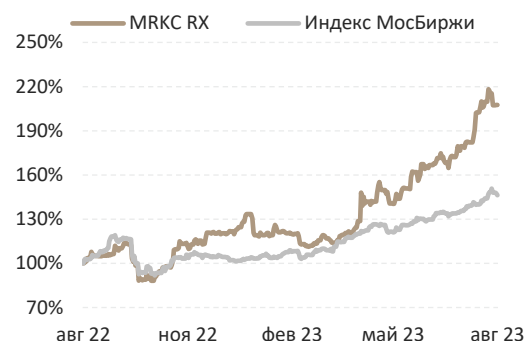
**Привлекательная дивидендная доходность.** Согласно дивидендной политике, компания выплачивает дивиденды в размере 50% скорректированного показателя чистой прибыли. По итогам 2022 г. коэффициент выплаты нескорректированной чистой прибыли по МСФО составил 39%. Для нашего прогноза мы используем этот же коэффициент выплаты. Мы ожидаем роста дивидендных выплат по итогам 2023 г. на 35% г/г до 0,061 руб/акцию при текущей дивидендной доходности в 12%. Сама компания в своей финансово-экономической модели планирует дивиденды по итогам 2023 г. на уровне 0,048 руб/акцию (дивидендная доходность — 10%), что предполагает 5,5%-ный рост по сравнению с 2022 г.

**Сильный свободный денежный поток.** Мы ожидаем свободный денежный поток компании по итогам 2023 г. на уровне 3,1 млрд руб. (15% от текущей рыночной капитализации) при его росте до 6,0 млрд руб. в 2028 г. Наша оценка довольно умеренна, так как мы используем более консервативный подход к оценке инвестиционных вложений по сравнению с бизнес-планом компании, так, на 30% выше ориентира компании наш прогноз капитальных затрат.

**Оценка по методам DCF и DDM.** Используя методы дисконтированных денежных потоков (DCF) и дисконтированного дивидендного потока (DDM), мы получаем целевую цену акции в 1,14 руб. и 0,44 руб. соответственно. Разница объясняется предположением, что дивидендные выплаты составляют всего 60% от свободного денежного потока в прогнозном периоде, при этом WACC и COE равны 11,2% и 16,8% соответственно. Взятая с равными весами оценка по DCF и DDM дает нам стоимость акции в 0,79 руб.

**Активы в центральной части России под контролем государства.** На Россети Центр приходится 6,9% полезного отпуска Россетей. Компания работает в Белгородской, Брянской, Воронежской, Костромской, Курской, Липецкой, Орловской, Смоленской, Тамбовской, Тверской и Ярославской областях, доля в регионах присутствия составляет 87%. Крупнейшие акционеры — Россети (50,7%) и NEW RUSSIAN GENERATION LIMITED (16,0%). Россети Центр выполняет функции управляющей компании Россети Центр и Приволжье, однако о планах перехода компаний на единую акцию пока не сообщалось.

### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

### ОЖИДАЕМ РОСТА FCF



Источники: данные компании, ИБ Синара

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

млрд руб.	2021	2022	2023П	2024П
EV/EBITDA	2,6	2,2	3,2	3,0
P/E	4,0	2,8	7,3	7,0
Выручка	108	115	131	139
EBITDA	24,4	24,5	28,3	30,4
Чистая прибыль	4,4	4,9	6,6	6,9
FCF	5,3	10,7	2,5	6,5
Чистый долг	47,1	39,5	42,1	18,6
Капзатраты	-16,0	-14,5	-21,1	-19,0
Рентаб. по EBITDA	23%	21%	22%	22%
Дивдоходность	8%	11%	12%	12%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Матвей Тайц**  
Старший аналитик

**Георгий Горбунов**  
Аналитик

# РОССЕТИ МОСКОВСКИЙ РЕГИОН

## НАЧАЛО АНАЛИЗА

14 августа 2023 г.

### ДОСТУП К ИНФРАСТРУКТУРЕ ЛУЧШЕГО РЫНКА

Акции компании Россети Московский регион предоставляют доступ к одному из наиболее платежеспособных российских рынков — Москве и Московской области. В среднесрочной перспективе ожидаем от компании устойчивого дивидендного потока и роста свободного денежного в свете планов по сокращению инвестпрограммы. Россети Московский регион контролируется Россетями, бизнес компании — регулируемый, и риски, связанные с операционной деятельностью, довольно низкие. Наша целевая цена на конец 2023 г. — 2,3 руб/акцию, что предполагает 71%-ный потенциал роста с текущего уровня.

**Катализаторы:** рост дивидендов; отражение в тарифах на передачу э/энергии роста расходов на выплаты Россетям; увеличение доли рынка за счет приобретения (аренды) имущества сетевых компаний.

**Риски:** ужесточение тарифного регулирования; новые санкции; переход на единую акцию с ФСК ЕЭС; низкая ликвидность.

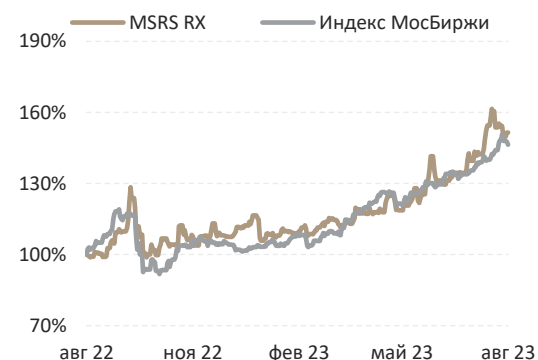
**Прогнозируем увеличение дивидендных выплат по итогам 2023 г.** Согласно дивидендной политике, компания выплачивает дивиденды в размере 50% скорректированного показателя чистой прибыли. По итогам 2022 г. коэффициент выплаты нескорректированной чистой прибыли по МСФО составил 35%. Для нашего прогноза мы используем этот же коэффициент. Мы ожидаем роста дивидендных выплат по итогам 2023 г. на 46% г/г до 0,142 руб/акцию при текущей дивидендной доходности в 11%. Сама компания в своей финансово-экономической модели планирует дивиденды по итогам 2023 г. на уровне 0,113 руб/акцию (дивидендная доходность — 8,5%), что предполагает 16%-ный рост по сравнению с 2022 г.

**Ждем увеличения FCF в среднесрочной перспективе.** Роста денежных потоков мы ожидаем с 2026 г. в свете сокращения инвестиционной нагрузки. Мы использовали данные из проекта инвестпрограммы компании для прогнозов по инвестициям: так, в 2024–2026 гг. они ожидаются в среднем на уровне 53 млрд руб. в год, в 2027 г. снижаясь до 39 млрд руб. В постпрогнозном периоде мы приравниваем размер инвестиционных затрат к уровню амортизации.

**Оцениваем по методам DCF и DDM.** Оценивая Россети Московский регион по методам дисконтированных денежных потоков (DCF) и дисконтированного дивидендного потока (DDM), мы получаем целевую цену акции в 3,6 руб. и 0,98 руб. соответственно. Разница в оценках — следствие более резкого роста денежных потоков компании начиная с 2026 г. на фоне сокращения инвестиционной программы по сравнению с темпами роста чистой прибыли и дивидендов. Взятая с равными весами оценка по DCF и DDM дает нам стоимость акции в 2,3 руб.

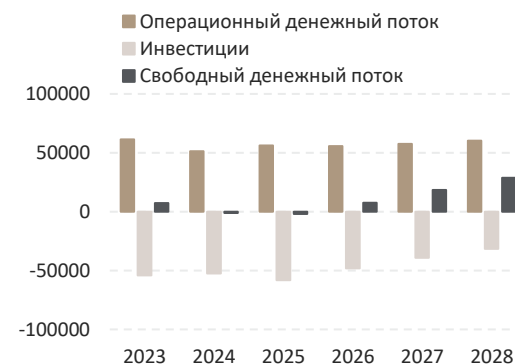
**Крупнейшая распределительная компания в структуре Россетей.** На Россети Московский регион приходится 11,5% полезного отпуска Россетей, это самая большая распределительная компания в структуре группы. Доля Москвы и Московской области на региональном рынке услуг по передаче э/энергии составляет 65%, что ниже среднего значения в 76,8% и создает предпосылки для увеличения присутствия компании в регионе. В капитале компании Россети Московский Регион доля Россетей — 50,9%, УК Лидер — 17,6%, ГПБ — 9,8%; в доверительном управлении у УК Агана 6,2%, правительство Москвы через ОЭК-Финанс контролирует 5%, акции в свободном обращении составляют 10,5%.

### ДИНАМИКА АКЦИЙ КОМПАНИИ И ИНДЕКСА



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

### ОЖИДАЕМ РОСТА FCF В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ



Источники: данные компании, ИБ Синара

### ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ОЦЕНКА

млрд руб.	2021	2022	2023П	2024П
EV/ЕВITDA	2,7	1,8	3,9	3,9
P/E	5,8	3,7	8,8	9,0
Выручка	185	200	220	230
ЕВITDA	50,6	59,0	56,9	57,9
Чистая прибыль	10,5	13,5	19,7	19,3
FCF	33,2	25,6	6,4	2,5
Чистый долг	75,0	52,3	49,6	57,5
Капзатраты	-31,3	-39,9	-54,1	-52,4
Рентаб. по ЕВITDA	27%	30%	26%	25%
Дивдоходность	8%	10%	11%	10%

Источники: данные компании, ИБ Синара

**Матвей Тайц**  
Старший аналитик

**Георгий Горбунов**  
Аналитик



## Аналитический департамент

[Sinar\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinar_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин

[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин

[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин

[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Кирилл Бахтин

[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

### Группа выпуска

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

### Девелопмент

Ирина Фомкина

[FomkinaIA@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaIA@sinara-finance.ru)

### Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров

[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

Инна Драч

[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт

[BarendtsSF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtsSF@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов

[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

Георгий Горбунов

[GorbunovGI@sinara-finance.ru](mailto:GorbunovGI@sinara-finance.ru)

© 2023, ПАО Банк Синара.

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

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

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо 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 (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

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

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

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

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

Настоящий материал не является offer, предложением сделать offer. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

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

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

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

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

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

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

ПАО Банк Синара

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

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

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

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

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