

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА У ФАВОРИТОВ, УМЕРЕННЫЙ — У ИНДЕКСА

В преддверии нового «дивидендного сезона» индекс МосБиржи, который поддержали превзошедшая прогнозы отчетность компаний и уменьшение навеса акций, расконвертированных из ДР, вырос с начала года более чем на 10%, вернувшись к высоким уровням лета. Росту не помешали ни слабая динамика цены на Brent, ни повышение доходностей по облигациям. Исходя из нашего нового макроэкономического прогноза и пересмотра оценок по «тяжеловесам» индекса, мы прогнозируем его рост на горизонте года до 2900, отчасти с привязкой к восстановлению цены на нефть. При этом ожидаем, что наши фавориты с отрывом опередят рынок: совокупная целевая доходность портфеля на горизонте года сейчас — 47% (в т. ч. дивдоходность в 9%).

Катализаторы роста: реинвестирование дивидендов; приток средств с розничных депозитов и от инвесторов из дружественных стран; геополитическая деэскалация; позитивная отчетность компаний.

Риски: санкции; продажа акций, расконвертированных из ДР; падение цен на сырьевые товары; курс USD/RUB ниже 70.

Целевое значение индекса МосБиржи на горизонте года — 2900 — отражает обновленный финансовый прогноз. Приблизив наш прогноз среднего курса USD/RUB на 2023 г. (70, ранее — 67) и безрисковую ставку (10%, ранее — 9%) к уровням на спот-рынке, мы обновили оценку акций российских эмитентов. Мы также учли наши новые прогнозы цен на сырьевые товары и изменения в налогообложении. Соответственно, наш новый целевой уровень индекса iMOEX на горизонте года — 2900 (умеренный потенциал роста в 17,5%).

Увеличение налоговой нагрузки уже в цене, на повестке по-прежнему новые дивидендные поступления. После увеличения налоговых изъятий в последние несколько месяцев мы не ожидаем дальнейшего роста налоговой нагрузки. Девальвация рубля и уже введенные налоговые меры пополняют бюджет на примерно 2,5 трлн руб. в годовом исчислении. Прогнозируемое восстановление цены Brent (ожидаем \$95/барр. в среднем в 2023 г.) — еще один повод считать, что дефицит бюджета уменьшится и останется по итогам года на уровне плана. При этом в апреле — мае более 25 эмитентов объявят дивиденды за 2022 г., общую сумму оцениваем в 2 трлн руб.; реинвестирование должно поддержать рынок.

Уменьшение навеса расконвертированных акций способствует ралли, редомициляция — потенциальный среднесрочный драйвер роста. Редомициляцию публичных компаний, зарегистрированных за рубежом, могут ускорить меры, изложенные в законопроекте РСПП (его ждет корректировка в соответствии с предложениями Минэкономразвития), соответственно, некоторые из этих эмитентов могут начать выплачивать дивиденды к 2024 г. Отметим также, что недавний указ Президента РФ существенно усложняет продажу бумаг, приобретенных у зарубежных инвесторов, а это ограничивает навес акций, расконвертированных из ДР.

Целевая доходность «Модельного портфеля» на горизонте года — 47% (лучше индекса МосБиржи на 1700 б. п. за последние 6 месяцев). Мы оптимизировали структуру «Модельного портфеля», отразив изменения во взглядах наших аналитиков в свете недавней динамики котировок. Из портфеля исключены акции Татнефти и ФосАгро, в преддверии дивидендных выплат опередившие индекс с момента включения на 11,2 и 6,2 п. п. соответственно. Мы заменили их бумагами X5 и TCS Group: они выглядят неоправданно перепроданными.

«МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ» ИБ СИНАРА

Бумага	Рейтинг	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Текущая цена, руб.	Рын. кап., \$ млрд	Уровень риска	Див. дох-сть (12 месяцев)	P/E		EV/EBITDA		ЧД/ EBITDA 2022П	Вес в портфеле	
								2022П	2023П	2022П	2023П		Прежний	Новый
ЛУКОЙЛ	Покупать	5 000	12%	4 451	39,3	●●○○	22%	2,5	3,7	1,5	2,0	-0,3	15%	15%
Сбербанк	Покупать	275	28%	215	59,3	●●○○	12%	18,0	4,1	0,8*	0,8*	-	15%	15%
Роснефть	Покупать	460	18%	389	52,6	●○○○	11%	5,1	3,9	2,7	2,9	2,0	10%	10%
Yandex	Покупать	3 400	77%	1 919	8,1	●●○○	0%	16,0	41,0	9,0	7,1	отриц.	8%	8%
НОВАТЭК	Покупать	1 275	9%	1 165	45,1	●●○○	9%	5,5	7,4	10,6	11,3	0,0	7%	7%
ОК РУСАЛ	Покупать	70	74%	40	7,8	●○○○	5%	12,3	5,6	отриц.	отриц.	3,1	7%	7%
НЛМК	Покупать	205	53%	134	10,2	●●○○	8%	4,5	4,9	3,8	4,1	0,8	7%	7%
МТС	Покупать	360	39%	258	6,6	●○○○	10%	15,4	11,5	4,0	3,9	1,7	5%	5%
Магнит	Покупать	6 300	38%	4 560	5,9	●●○○	11%	9,9	7,7	4,0	3,5	1,2	5%	5%
Полюс	Покупать	12 000	25%	9 621	16,7	●●○○	4%	12,6	9,4	8,0	6,3	0,9	4%	4%
TCS Group	Покупать	3 600	45%	2 487	6,3	●○○○	0%	23,8	8,9	2,8*	2,4*	-	0%	4%
Интер РАО	Покупать	5	21%	4	3,6	●○○○	7%	3,2	3,5	отриц.	отриц.	отриц.	3%	3%
Транснефть (ап)	Покупать	168 000	56%	107 700	10,0	●●○○	10%	5,1	4,5	2,7	2,7	0,6	3%	3%
X5 Retail Group	Покупать	2 600	81%	1 435	5,0	●○○○	0%	7,5	5,4	3,1	2,9	1,0	0%	3%
Мечел	Покупать	330	112%	156	1,1	●○○○	0%	1,0	1,0	2,2	2,2	1,6	2%	2%
ПИК СЗ	Покупать	810	23%	661	5,6	●○○○	0%	5,5	4,8	7,7	6,7	0,6	2%	2%
Татнефть	Держать	420	8%	389	10,8	●○○○	15%	3,2	3,9	1,6	2,2	-0,3	4%	0%
ФосАгро	Держать	7 500	3%	7 300	12,1	○○○○	9%	5,0	8,5	4,2	7,2	0,7	3%	0%
Средневзвешенное значение:			38%				9%	9,7	8,3	3,3	3,2			

Источник: ИБ Синара

СРАВНЕНИЕ ДИНАМИКИ «МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ» И ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Общая доходность, включая дивиденды.

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ ПО СЕКТОРАМ, МЛРД РУБ.*



* По анализируемым нами компаниям.

Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Аналитический департамент

НАЛОГОВЫЕ РИСКИ МАТЕРИАЛИЗОВАЛИСЬ; ДИВИДЕНДЫ ВСЕ ЕЩЕ НА ПОВЕСТКЕ

Дополнительные налоги уже учтены в ценах акций, риск применения новых мер невелик

Существенный рост расходов федерального бюджета в конце 2022 г. — начале 2023 г. вкпе с временным падением нефтегазовых доходов привел к дополнительным налоговым изъятиям. Помимо НДС, дополнительно уплачиваемого Газпромом в сумме 50 млрд руб. ежемесячно в 2023 г. согласно решению, принятому в 2П22, и повышению ставки налога на прибыль для проекта «Ямал СПГ» НОВАТЭКа на 32%, Минфин недавно одобрил новые изменения в налогообложении нефтяного сектора. Начиная с апреля НДС на сырую нефть будет рассчитываться исходя из котировок Brent, а не Urals, за вычетом фиксированного дисконта, который к июлю 2023 г. постепенно сузится до \$25/барр. (т. е. окажется в целом на среднем уровне 2022 г.). Также изменения коснутся демпферных выплат российским нефтепроизводителям. В совокупности данные меры увеличат доходы бюджета почти на 1,5 трлн руб. в год (М2М). Кроме того, Минфин и крупнейшие российские компании недавно пришли к соглашению об однократном добровольном налоговом взносе (windfall tax) в бюджет в размере 300 млрд руб., сумму распределят между компаниями, чья чистая прибыль до налогообложения в среднем в 2021–2022 гг. превысила 1 млрд руб., пропорционально их финансовому результату; не должно распространиться на нефтегазовый сектор и производителей угля.

Хотя сумма дополнительных налогов в ~2 трлн руб. (\$28 млрд) значительна, мы полагаем, что этот фактор уже по большей части нашел отражение в котировках. На наш взгляд, рынок переоценил отрицательное влияние на бизнес изменений в формуле расчета НДС на нефть: начиная с 2023 г. средняя цена реализации российской нефти существенно расходилась с рассчитываемыми Argus котировками Urals. Таким образом, изменения в формуле расчета НДС лишь нормализуют объем уплаты налогов, доведя его до среднего уровня 2022 г. Что касается разового взноса, исходя из данных Forbes критериям для его уплаты соответствуют более 200 российских компаний, а значит, для каждой из них сумма окажется незначительной.

Отметим, что риск новых налоговых инициатив в перспективе сохраняется; вместе с тем девальвация рубля и уже введенные налоговые меры пополняют бюджет на примерно 2,5 трлн руб. (\$32 млрд) в годовом исчислении. Кроме того, мы прогнозируем восстановление цены Brent до \$95/барр. в среднем в 2023 г. (чуть ниже уровня 2022 г.) на фоне роста спроса в КНР, ограниченного предложения и пополнения стратрезерва в США, поэтому дефицит бюджета должен уменьшиться, а это снижает риск ввода новых налогов.

В мае – июле 2023 г. ожидаем дивидендных выплат в размере до 2 трлн руб.

Несмотря на беспокойство инвесторов, 2022 г. оказался периодом высоких дивидендных выплат. С марта 2022 г. российские публичные компании объявили и выплатили дивиденды в общем размере 3,8 трлн руб. Основной объем выплат пришелся на Газпром и ЛУКОЙЛ, и, по нашим оценкам, 400–450 млрд руб. было реинвестировано, оказав поддержку объемам торгов и индексу в августе, октябре и январе.

В 2023 г. следующую порцию дивидендов распределят в мае – июле (в целом около 2 трлн руб.), соответствующие рекомендации советы директоров озвучат в апреле-мае. Реинвестирование выплат должно поддержать индекс. Недавнее предложение Банка России обязать все публичные компании иметь утвержденную дивидендную политику и пояснять любое отклонение от нее инвесторам увеличивает вероятность превышения нашего прогноза на 2023 г.: некоторые сектора (сталелитейные компании, ретейлеры, застройщики) могут в конечном счете возобновить выплаты.

Оглавление

Налоговые риски материализовались; дивиденды все еще на повестке 2

Макроэкономика..... 6

Повышение безрисковой ставки..... 7

«Модельный портфель»: структура и обоснование 8

Нефтяные компании 10

Газовые компании..... 11

Финансовые компании 12

Компании цветной металлургии..... 13

Производители стали и угля..... 14

Золотодобывающие компании 15

Производители удобрений 16

Технологические компании..... 17

Телекоммуникационные компании 18

Компании розничной торговли..... 19

Компании электроэнергетики 20

Транспортные компании 21

Строительные компании 22

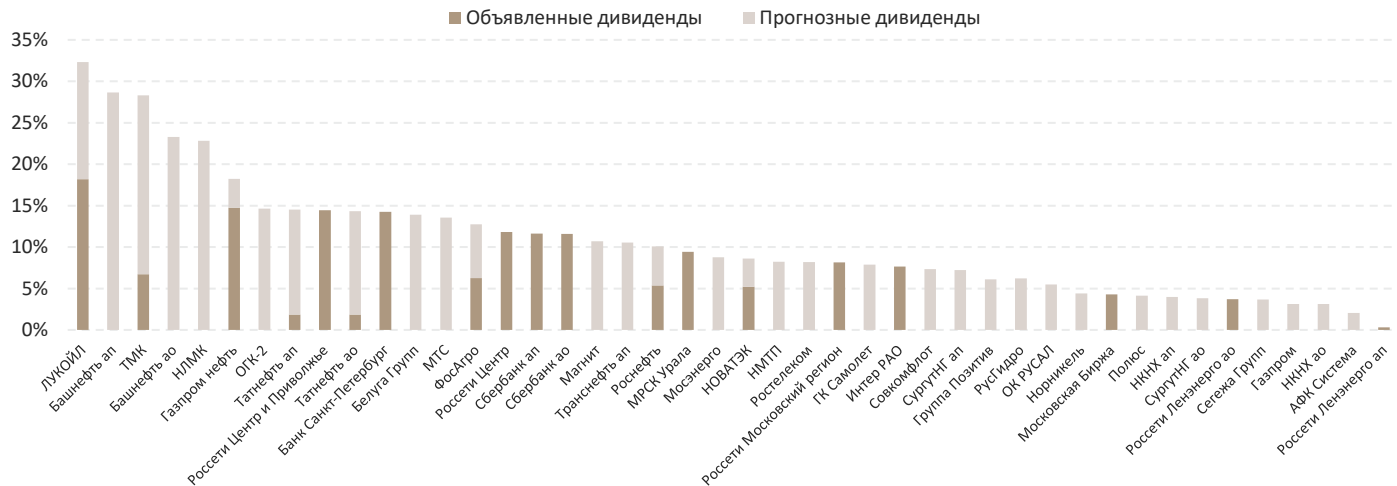
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ*, МЛРД РУБ.



* При выплате через две недели после даты отсечки

Источник: ИБ Синара

Дивидендность компаний в 2023 г.



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Процесс редомициляции в активной фазе, смена юрисдикции может стать катализатором роста цен

Как сообщали «Ведомости», лоббирующий интересы крупного бизнеса РСПП направил в правительство проект федерального закона, требующего перевести акции и депозитарные расписки российских компаний с иностранных бирж в РФ. Проект ФЗ предусматривает выпуск локальных акций для замены бумаг иностранных публичных компаний, выступающих холдинговыми или материнскими для российских групп. Это поможет, по оценке РСПП, защитить интересы бенефициаров и обеспечить нормальную основную деятельность бизнесов. В. Путин недавно в своем обращении к Федеральному Собранию призвал к деофшоризации российского бизнеса. Мы считаем, весьма вероятно, что инициативу РСПП одобряют (несмотря на то что законопроект могут изменить в связи с критикой со стороны Минэкономразвития и предложенные в нем меры могут применяться избирательно): в большинстве случаев стандартная процедура редомициляции неприменима.

Согласно законопроекту, принудительный перевод бумаг с зарубежных бирж станет распространяться лишь на те компании, в которых иностранные структуры владеют от 25% акционерного капитала. Использовать механизм такого перевода смогут экономические значимые организации (ЭЗО). Компания должна удовлетворять одному из следующих критериев, чтобы считаться экономической значимой: объем выручки — не менее 75 млрд руб., количество работников — свыше 4000, сумма уплаты налогов за последний календарный год — свыше 10 млрд руб., компания — собственник критической информационной инфраструктуры или градообразующее предприятие.

Как мы проанализировали, данным критериям отвечают 14 из 21 российской публичной компании, зарегистрированной за рубежом. Первопроходцами могут стать VK и Global Ports, недавно запустившие процесс редомициляции (детали не сообщаются). Поскольку по оценкам РСПП процесс перевода бумаг может занять до 21 месяца, мы не ожидаем существенного навеса расконвертированных из ДР акций раньше 2024 г., в случае если российские резиденты, купившие соответствующие ДР в Euroclear, смогут продавать акции на Московской Бирже. А недавний указ Президента РФ от 3 марта может стать дополнительным ограничением для такой продажи. При этом возобновление дивидендных выплат и снижение рисков, связанных с реорганизацией, могут стать дополнительными катализаторами роста цены расписок и акций редомицилируемых компаний.

Отдельно отметим, что некоторые эмитенты планируют перерегистрироваться за пределами России. Так, Polymetal планирует перенести холдинговую компанию в Казахстан, где держит около 40% активов; VEON согласился продать крупнейшую российскую дочернюю компанию, ВымпелКом,

С учетом инициативы РСПП и призыва Президента РФ к деофшоризации ожидаем редомицилирования 14 из 21 компании, зарегистрированной за рубежом, что может привести к возобновлению дивидендных выплат и снижению дисконта в ряде эмитентов, тогда как навес акций, переведенных из иностранных депозитариев, маловероятен до 2024 г.

менеджменту, и компания, акции которой обращаются на бирже, практически не будет иметь отношения к российскому бизнесу. Аналогичная ситуация и с Softline, которая поменяла название на Noventiq и планирует листинг на Nasdaq.

РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ ЗА РУБЕЖОМ

Название	Страна регистрации	Статус редомициляции	ЭЭО согласно критерию РСПП	Комментарий	Зарубежный долг	Применимые санкции
Yandex	Нидерланды	На рассмотрении	Да	Планируется реорганизация с разделением российских и глобальных операций, создаст специальный фонд в РФ	Конвертируемые облигации. Выпуск на \$1250 млн, из которого уже выкуплено 98,7%	Персональные санкции против А. Воложа
Polymetal	о. Джерси (Велико-британия)	Одобрена	Да	Редомициляция в Казахстан в 2023 г.	-	-
Ozon	Кипр	На рассмотрении	Да	Четких планов редомициляции сейчас нет. Возможен альтернативный листинг	Конвертируемые облигации. Выпуск на \$750 млн, по большей части реструктурирован	Персональные санкции против В. Евтушенкова
HeadHunter	Кипр	На рассмотрении	Неясно	Рассматривает возможные решения, которые позволят выплачивать дивиденды, но конкретных планов пока нет	-	-
Softline	Кипр	Маловероятна	Нет	Российский бизнес продан менеджменту. Компания, акции которой торгуются на бирже, не ведет бизнеса в России, планирует редомициляцию на Каймановы острова, сменила название на Noventiq, готовится к листингу на Nasdaq	-	-
EMC	Кипр	На рассмотрении	Нет	По словам гендиректора, редомициляция возможна, но займет 6–8 месяцев и может нанести ущерб зарубежным акционерам	-	-
MD Group	Кипр	Маловероятна	Да	У компании в России статус налогового резидента, что позволяет ей выплачивать дивиденды. Большинство инвесторов, приобретающих акции в свободном обращении, нерезиденты, поэтому редомициляция маловероятна	-	-
Globaltrans	Кипр	На рассмотрении	Да	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
VK	БВО	Одобрена	Да	Редомициляция одобрена советом директоров — вслед за недавними изменениями в структуре акционеров (из нее вышла Prosus) и продажей My.Games	Конвертируемые облигации. Выпуск на \$400 млн, выкуплено как минимум 55%	Персональные санкции против гендиректора
ROS AGRO	Кипр	На рассмотрении	Да	Возможен листинг в третьей стране. Рассматривает редомициляцию, но подробностей пока нет	-	-
Etalon	Кипр	На рассмотрении	Неясно	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
CIAN	Кипр	На рассмотрении	Нет	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
HMS	Кипр	На рассмотрении	Да	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
Veon	Нидерланды	Маловероятна	Да	Активы ВымпелКомы проданы менеджменту. Сделку должны закрыть до 1 июня	Должно быть выкуплено более 90% облигаций для одобрения сделки по продаже российских активов	-
Evraz	о. Джерси (Велико-британия)	На рассмотрении	Да	Может рассмотреть листинг российских дочерних компаний на МосБирже	-	-
TCS Group	Кипр	На рассмотрении	Да	Редомициляции могут дать толчок поправки в российское законодательство или новые санкции ЕС	Два выпуска «вечных» облигаций. Ближайшие купоны были отменены, поскольку санкционные ограничения ЕС не позволяют провести платеж. Отмена купонов не ведет к дефолту по условиям выпусков	В. Потанин включен в список SDN; против основного актива группы, Тинькофф банка, введены санкции Евросоюза
Fix Price	Кипр	На рассмотрении	Да	Рассматривает варианты возобновления дивидендных выплат. Компания лишь год назад редомицилировалась на Кипр (ранее была зарегистрирована на Британских островах)	-	-
OKEY	Люксембург	На рассмотрении	Да	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
QIWI	Кипр	На рассмотрении	Нет	О четкой стратегии на данный момент неизвестно	-	-
X5 Group	Нидерланды	На рассмотрении	Да	При редомициляции вне ЕС компании придется компенсировать налоговые льготы, поэтому вначале необходимо перерегистрироваться в другой стране Евросоюза	-	-
Global Ports	Кипр	Одобрена	Нет	Планирует редомициляцию в Россию. Группа компаний «Дело» намерена увеличить долю путем выкупа акций	-	-

Конвертация ДР требует поправок в законодательство и обмена реестрами с Euroclear

По данным компаний и нашим оценкам, существенная часть бумаг крупнейших российских публичных компаний в форме депозитарных расписок все еще заблокирована в бельгийском депозитарии Euroclear. После завершения в августе 2022 г. автоматической конвертации ДР (только для хранящихся в НРД) у инвесторов остались два варианта: добровольная (стандартная) либо принудительная конвертация. Вместе с тем зарубежные банки-депозитарии сейчас позволяют конвертировать бумаги лишь небольшого числа эмитентов, часть из которых уже свернула свои программы ДР, как было предписано правительством РФ, что ограничивает стандартную конвертацию.

Принудительная конвертация ДР была предусмотрена федеральным законом № 319 — в нем указаны конкретные сроки: прием заявлений о принудительной

Существенная часть бумаг российских публичных компаний в форме депозитарных расписок все еще заблокирована в Euroclear; конвертация данных ДР сейчас требует поправок в законодательство и обмена реестрами между Euroclear и НРД, а значит, навес акций, расконвертированных из ДР, не увеличится существенно

конвертации закончился 11 ноября, а сама конвертация — 24 ноября 2022 г. Если в закон внесут поправки, увеличив сроки, процесс конвертации может возобновиться. Вместе с тем еще одно условие, которое пока не выполнено, — обмен реестрами акционеров между Euroclear и НРД после первого этапа принудительной конвертации. Права владения Euroclear передавать не начал.

Кроме того, российское законодательство запрещает совершать сделки с акциями стратегически значимых предприятий нерезидентам из недружественных стран, и за покупкой некоторых ДР в Euroclear могут последовать проблемы с признанием права собственности в РФ. Крупные брокеры уже обратились к властям с просьбой смягчить требования, которые сейчас запрещают торговать акциями стратегически важных российских предприятий, утверждая, что ограничения также негативно влияют на контролируемые Россией зарубежные компании и ПИФы с малой долей иностранного участия.

Наконец, указ, подписанный Президентом РФ в марте 2023 г., также существенно усложняет покупку российских акций у зарубежных держателей, обявывая резидентов РФ получать разрешение специальной правительственной комиссии либо Банка России на все сделки с акциями, приобретенными у лиц недружественных иностранных государств после 1 марта 2022 г. Таким образом, навес, уже ограниченный (в сутки разрешено продавать акций, расконвертированных из расписок, на сумму не более 0,2% капитализации пакета), фактически исчез, поддерживая рынок.

Кирилл Таченников

Директор аналитического департамента

РОССИЙСКИЕ ЭМИТЕНТЫ, ИМЕЮЩИЕ ПРОГРАММЫ ГДР

Название	ДР : акции	Международный / российский депозитарий в 2022 г.	Статус программы	В перечне стратегических предприятий	Дата окончания программы	Доля акционерного капитала в ДР	Применимые санкции
Норникель	10:1	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Активна	Да	28.04.2023	7%	Гендиректор в списке SDN и под санкциями Великобритании
Полюс	10:1	RCS/Райффайзенбанк	Активна	Да	Не определена	5%	-
ФосАгро	3:1	Citibank/Ситибанк	Активна	Нет	Не определена	-	Крупнейший акционер в списке SDN и под санкциями Великобритании
ЭН+	1:1	Citibank/Ситибанк	Активна	Нет	07.11.2024	-	Эмитент исключен из списка SDN в рамках соглашения с OFAC
НОВАТЭК	1:10	RCS/Райффайзенбанк	Активна	Нет	Не определена	10%	Гендиректор под санкциями Великобритании
Мечел	1:2	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	03.01.2023	-	-
Сургутнефтегаз	1:10	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Прекращена эмитентом ДР	Нет	23.01.2023	4%	Гендиректор в списке SDN и под санкциями Великобритании
МТС	1:2	JPM/Райффайзенбанк	Прекращена эмитентом ДР	Нет	13.01.2023	~13%	Персональные санкции Великобритании против крупнейшего акционера материнской компании
АФК Система	1:20	Citibank/Ситибанк	Активна	Нет	13.05.2023	Менее 3%	Персональные санкции Великобритании против крупнейшего акционера материнской компании
НЛМК	1:10	Deutsche Bank/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	18.01.2023	4%	-
Татнефть	1:6	Citibank/Ситибанк	Активна	Нет	Не определена	13%	-
Лента	5:1	Deutsche Bank/Райффайзенбанк	Активна	Нет	13.05.2023	-	Бенефициарный владелец контролирующей доли (А. Мордашов) включен в список SDN
Северсталь	1:1	Citibank/Сбербанк	Прекращена компанией	Нет	22.07.2022	-	Эмитент в списке SDN
Газпром	1:2	BNY Mellon/Газпромбанк	Заявка не удовлетворена	Да	03.08.2022	8%	Гендиректор в списке SDN и под санкциями Великобритании
Газпром нефть	1:5	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Заявка не удовлетворена	Нет	16.06.2022	1%	Гендиректор в списке SDN и под санкциями Великобритании
ММК	1:13	Citibank/Ситибанк	Заявка не удовлетворена	Нет	27.06.2022	-	Эмитент в списке SDN
ЛУКОЙЛ	1:1	Citibank/Ситибанк	Решено не продлевать	Нет	30.12.2022	-	Персональные санкции Великобритании против основного акционера материнской компании
Сбербанк	1:4	JPM/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	16.06.2022	-	Эмитент в списке SDN, под санкциями ЕС (не самыми жесткими), Великобритания
Ростелеком	1:6	Citibank/Сбербанк	Решено не продлевать	Нет	08.07.2022	Менее 1%	Персональные санкции ЕС против гендиректора
ВТБ	2000:1	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Да	01.09.2022	-	Эмитент в списке SDN
Акрон	1:1	Citibank/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	24.05.2002	Менее 1%	Крупнейший акционер в списке SDN и под санкциями Великобритании
Роснефть	1:1	JPM/Райффайзенбанк	Прекращена эмитентом ДР	Да	14.11.2022	2%	Гендиректор в списке SDN и под санкциями Великобритании
Магнит	1:5	JPM/Райффайзенбанк	Заявка не удовлетворена	Нет	26.08.2022	7%	Гендиректор Magarphon Group (крупнейший, но не контролирующей акционер) под санкциями ЕС
РусГидро	1:100	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Да	29.09.2022	0,7%	Эмитент под санкциями Великобритании
Россети (FEES)	1:500	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Да	09.06.2022	Менее 0,1%	Гендиректор под санкциями Великобритании
Группа ЛСР	5:1	Deutsche Bank/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	27.06.2022	0,26%	-
НМТП	1:75	JPM/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	03.08.2022	-	-
ПИК СЗ	1:1	BNY Mellon/Райффайзенбанк	Решено не продлевать	Нет	16.12.2022	0,01%	-

МАКРОЭКОНОМИКА

Мы более оптимистичны по сравнению с рынком в оценке экономической активности в течение года. По нашему мнению, увеличение бюджетных расходов и восстановление внутреннего спроса должны стимулировать рост реального ВВП. ЦБ РФ немного повысит ключевую ставку, так как инфляция остается достаточно низкой. Рубль в 2023 г. немного сдаст позиции по отношению к доллару — курс USD/RUB вырастет до 70 против 68 в 2022 г.

Мы предполагаем небольшой рост реального ВВП в 2023 г., выше консенсус-прогноза. Экономика РФ продолжила восстанавливаться в 1К23: улучшилась динамика объема строительства, оборота розничной и оптовой торговли, грузооборота транспорта; наметились положительные сдвиги в динамике потребительского спроса; индикатор бизнес-климата в марте вырос до 6,9 п. и приблизился к значениям 2К21. Мы считаем, что в ближайшие месяцы положительные тенденции начала года сохранятся на фоне стимулирующей бюджетной политики. В оценке перспектив экономики в этом году мы, прогнозируя пусть и небольшой, но все-таки рост ВВП, более оптимистичны по сравнению с рынком.

В течение 1К23 на валютный рынок влияли сразу несколько негативных факторов. Хотя с начала года курс рубля к доллару США упал на ~8%, мы рассчитываем на укрепление отечественной валюты в 2К23–4К23. Ключевым фактором в 1К23 стал мощный отток капитала при дефиците предложения валюты, притом что на нее увеличился спрос со стороны населения. Так, в феврале физлица приобрели иностранной валюты на 72,6 млрд руб. (нетто), месяцем ранее — на 111,3 млрд руб. Между тем предложение валюты остается ограниченным, как и активность экспортеров на валютном рынке: в Банке России отмечают, что в феврале крупнейшие экспортеры сократили объем чистых продаж до \$7,8 млрд (в январе — \$10 млрд).

Прогнозируем средний в 2023 г. курс RUB/USD на уровне 70. Мы полагаем, что притоку валютной ликвидности на рынок способствует рост цен на Brent в ближайшие месяцы до \$100/барр. и наращивание продаж валютной выручки экспортерами из-за изменения нефтяного бенчмарка для расчета налогов. Это даст толчок к укреплению рубля с текущих уровней. Уже в ближайшие месяцы курс USD/RUB опустится, по нашему мнению, ниже 70.

К концу года ЦБ РФ повысит, как мы полагаем, ключевую ставку как минимум до 8%. Сейчас регулятор решил оставить ставку на уровне 7,5%, так как совет директоров считает инфляционные риски сбалансированными. Вместе с тем рынку отправлен сигнал, что уже на следующих заседаниях ставка может быть повышена. На наш взгляд, основной фактор, который подвигнет Банк России на ужесточение политики, — относительно высокая экономическая активность при стабильном росте цен. Значительные бюджетные расходы конца 2022 г. и начала 2023 г. повлияют на инфляцию с некоторым лагом. Банк России, как представляется, обстоятельно готовит рынок к ужесточению ДКП в этом году, однако дальнейшие решения по ставке будут зависеть от большого набора поступающих экономических данных.

КЛЮЧЕВЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ



Источники: Росстат, Банк России, ИБ Синара

Наши текущие (и прежние) прогнозы на этот год:

- USD/RUB — 70 в среднем (68)
- Инфляция — 7% в декабре (8%)
- Ставка ЦБ РФ — 8% в декабре (8%)
- ВВП по отношению к 2022 г. — 0,5% (-0,5%)

Сергей Коныгин
Главный экономист

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2021		2022		2023		2024		2025	
	Факт	Факт	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое	Прежнее	Новое
ВВП России, % г/г	4,7	-2,1	-1,0	0,5	0,0	1,0	1,5	1,5		
ИПЦ, % г/г (на конец года)	8,4	11,9	8,0	7,0	6,0	6,0	5,0	5,0		
Ставка Банка России, % (на конец года)	8,5	7,5	8,0	8,0	7,0	7,0	6,0	6,0		
Курс USD/RUB (средний за период)	73,7	68,3	67,0	70,0	72,0	71,5	72,6	72,6		
Brent, \$/барр.	70	101	100	95	95	95	75	75		
Urals, \$/барр.	69	78	75	68	80	75	70	65		
Спотовая цена на газ (ТТФ), \$/тыс. м3	547	1 402	1 688	1 053	1 379	1 379	859	859		
Газ (контракты Газпрома на поставки в дальнее зарубежье), \$/тыс. м3	315	888	887	652	846	747	637	507		
Палладий, \$/тр. унц.	2 395	2 110	1 600	1 600	1 600	1 600	1 650	1 650		
Платина, \$/тр. унц.	1 090	964	1 000	1 000	1 000	1 000	1 050	1 050		
Золото, \$/тр. унц.	1 799	1 802	1 700	1 850	1 700	1 800	1 700	1 750		
Никель, \$/т	18 450	26 187	24 000	24 000	22 000	22 000	20 000	20 000		
Медь, \$/т	9 320	8 830	8 500	8 500	9 000	9 000	9 250	9 250		
Алюминий, \$/т	2 475	2 707	2 700	2 700	2 800	2 800	2 600	2 600		
Коксующийся уголь, \$/т	225	361	270	285	200	210	190	200		
Железная руда, \$/т	163	122	105	130	90	100	95	105		
Сталь (г/к прокат), \$/т	875	718	650	720	600	650	650	700		
Карбамид (FOB порты Балтики), \$/т	483	569	450	305	400	300	420	310		
ДАФ (FOB порты Балтики), \$/т	650	864	680	600	600	500	630	520		

Источник: ИБ Синара

ПОВЫШЕНИЕ БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ

В последние полгода доходности длинных ОФЗ росли, отражая опасения инвесторов по поводу возможного ужесточения монетарной политики ЦБ РФ. Уже довольно долгое время доходности 10-летних облигаций превышают 10% годовых, и их снижение в обозримом будущем нам представляется маловероятным. В этих условиях мы вынуждены пересмотреть безрисковую ставку, которую используем в оценке стоимости российских компаний.

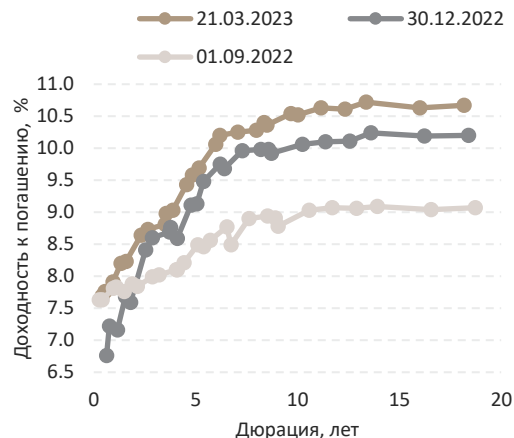
Доходности долгосрочных ОФЗ консолидировались на новых уровнях. ОФЗ достигли нижней точки по доходности в середине прошлого года и после непродолжительной консолидации начали расти, а смена в сентябре риторики Банка России, заговорившего о возможном повышении ставок, и объявление мобилизации лишь подстегнули этот рост. В следующие полгода 10-летние ОФЗ прибавили в доходности более 150 б. п. и сейчас консолидируются выше 10,5% годовых. Это повышение отражает переоценку инвесторами текущей ситуации с инфляцией и дальнейших шагов Банка России, который может вернуться к повышению ключевой ставки.

Центробанк может пойти на ужесточение ДКП уже в 2К23, если оживление экономики начнет разгонять инфляцию. На наш взгляд, к повышению ставки главным образом могут подвигнуть хорошие показатели экономической активности на фоне роста стабильных компонентов инфляции. Значительные бюджетные расходы конца прошлого и начала нынешнего года с лагом воздействуют на инфляцию. Банк России, по нашему мнению, потихоньку готовит рынок к ужесточению монетарных условий в этом году. Однако сигнал, который регулятор послал рынку после последнего заседания своего совета директоров, остался прежним, а значит, вопрос с повышением ставки еще остается открытым и на решение повлияют многие приводящие данные.

Ничто сейчас не говорит в пользу снижения доходностей. По нашему мнению, в сложившихся сейчас условиях доходности длинных ОФЗ не могут двигаться вниз и в среднесрочной перспективе останутся, скорее всего, около текущих уровней. С оживлением экономики повышаются и риски роста инфляции, побуждая Центробанк повышать ставку. Кроме того, давление на долговой рынок оказывают аукционы по размещению длинных ОФЗ, где министерство финансов предлагает премию ко вторичному рынку. Ежедневно размещения проходят на 3–8 б. п. выше доходности на «вторичке» на момент аукциона, что также удерживает доходности от снижения.

Повышаем безрисковую ставку до 10%. Мы используем доходность 10-летних ОФЗ как индикатор безрисковой ставки в рублях, которая в свою очередь применяется для расчета справедливой стоимости публичных компаний. Так как на краткосрочную перспективу снижение доходности государственных бумаг представляется маловероятным, мы повышаем ставку с 9% до 10%. Более высокая ставка дисконтирования, применяемая в финансовых моделях, при прочих равных уменьшает целевое значение индекса МосБиржи, а значит, и потенциал роста до него.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЗА ПОЛГОДА СДВИНУЛАСЬ ВЫШЕ



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

10-ЛЕТНИЕ ОФЗ КОНСОЛИДИРУЮТСЯ НА НОВЫХ УРОВНЯХ ДОХОДНОСТИ, % ГОДОВЫХ



Источники: Московская Биржа, ИБ Синара

Александр Афонин
Старший аналитик

Кирилл Таченников
Директор аналитического департамента

«МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ»: СТРУКТУРА И ОБОСНОВАНИЕ

Совокупная целевая доходность нашего «Модельного портфеля» на горизонте 12 месяцев сейчас достигает 47%. Портфель включает в себя акции 16 компаний, у которых баланс рисков и доходности выглядит оптимальным. Мы включаем только акции с рейтингом «Покупать» и присваиваем им больший вес, чем в индексе МосБиржи, который используется как бенчмарк для оценки динамики портфеля. За последние полгода «Модельный портфель» опередил индекс на 17 п. п. Ниже приведены краткие инвестиционные заключения по нашим фаворитам.

ЛУКОЙЛ. Вторая по объему добычи нефти компания в России выглядит очень привлекательно по мультипликаторам и ожидаемой дивидендной доходности, хотя после 2021 г. рынок не имел возможности ознакомиться с финансовыми результатами. На 12 месяцев вперед дивидендная доходность ожидается на уровне 22%, но показатель волатильный, поскольку неизвестны капзатраты и изменения в чистом оборотном капитале. Дивидендной политикой ЛУКОЙЛа предусматривается выплата 100% скорректированной суммы FCF. Кроме того, компания неоднократно проводила выкуп собственных акций. Долговая нагрузка близка к нулевой отметке, что позволяет присматриваться к активам за границей.

Сбербанк. Эмитент прогнозирует возврат рентабельности к уровню ~20% ROE уже в текущем году благодаря сильной чистой процентной марже, комиссионным доходам, а также резервам, созданным в 2022 г. Набсовет компании рекомендовал выплатить дивиденды в размере 25 руб. на акцию обыкновенную и привилегированную, что подразумевает дивидендную доходность в 11,5%. Более того, восстановление рентабельности означает неснижение дивиденда в будущем.

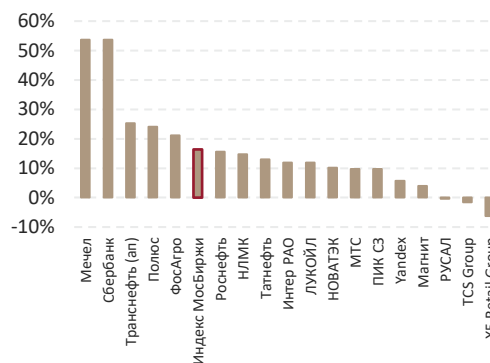
TCS Group. У этой быстрорастущей финансовой экосистемы сильная юнит-экономика. Деятельность группы в значительной степени сосредоточена на беззалоговом розничном кредитовании с эффективными перекрестными продажами прочих финансовых продуктов, поддержку оказывают инновационная аналитика данных и тщательное управление рисками. Полагаем, что ключевые преимущества сохранились, несмотря на санкции, введенные ЕС против основного актива группы. Менеджмент подчеркивает, что текущие тенденции свидетельствуют о постепенном возвращении к уровням рентабельности до 2022 г. Мы не ожидаем возобновления дивидендных выплат в ближайшее время в связи с потребностями роста и инфраструктурными ограничениями.

Роснефть. Перспективы роста этой нефтяной компании самые многообещающие в секторе благодаря проекту «Восток Ойл» (100 млн т в год от плато): в следующем году с собственного терминала проекта будет отправлен первый танкер. Роснефть недавно приятно удивила инвесторов превосшедшими прогнозы показателями EBITDA и FCF за 2022 г. благодаря эффективному управлению расходами в непростых операционных условиях. У компании одна из самых крупных (54%) долей экспорта нефти по премиальным каналам (ВСТО) — дисконт к Brent у премиальных сортов значительно меньше, чем у Urals.

НЛМК. Это взвешенная ставка на ослабление рубля, рост цен на сталь и возобновление дивидендных платежей за 4К22 и 2023 г. Полагаем, что компания может вновь начать выплачивать дивиденды и объявить их за 4К22 — и это было бы первым объявлением выплат в российском секторе черной металлургии с 3К21. На деятельности НЛМК меньше всего сказались санкции, у компании сильная позиция ключевого поставщика стальных полуфабрикатов, а также собственные сталепрокатные мощности в Европе и США.

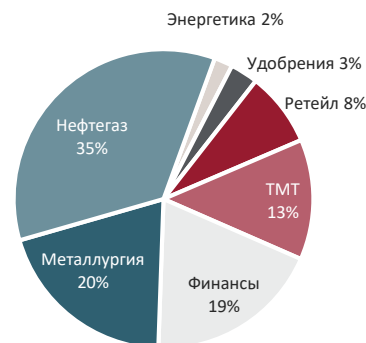
НОВАТЭК. Этот крупнейший российский производитель СПГ строго придерживается своей дивидендной политики и продолжает развивать СПГ-проекты без доступа к европейскому и американскому оборудованию. Глобальные цены на нефть так же важны для динамики финансовых показателей компании, как и цены на газ, поэтому мы не ожидаем существенного снижения дивиденда на акцию в 2023 г. в годовом сопоставлении. Сильными катализаторами роста котировок станут окончательное инвестиционное решение по проекту «Обский СПГ» и запуск «Арктик СПГ-2» в текущем году.

СОВОКУПНАЯ ДОХОДНОСТЬ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: ИБ Синара, Московская Биржа

СТРУКТУРА МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ



Источники: ИБ Синара, Московская Биржа

Yandex. Поисковая система этой ведущей технологической компании России должна сохранить первенство на рынке РФ. Устойчивый поток рекламной выручки — существенный фундаментальный фактор для оценки компании, который пока не полностью отражен в цене даже с учетом рисков, связанных с реструктуризацией.

ОК РУСАЛ. После публикации разочаровывающих результатов за 2П22 мы ожидаем существенного восстановления в 2023 г. прибыли, чувствительной к курсу USD/RUB, в связи с ослаблением рубля (спот-курс USD/RUB — 76–77). Себестоимость производства ОК РУСАЛ в 2П22 составила \$2339/т (+29% г/г), увеличившись в основном в связи с укреплением рубля (средний курс USD/RUB в 2П22 составлял 63), и она должна нормализоваться в 1П23. Мы также ожидаем, что средняя цена на алюминий восстановится до уровня \$2700/т, поскольку при спотовых ценах на данный металл 50% мирового производства алюминия убыточно.

Магнит. Это один из двух ведущих российских продуктовых ретейлеров, наиболее хорошо адаптированных к текущим операционным условиям и тенденциям спроса. Возможно возобновление дивидендных выплат: компания зарегистрирована в России и ее рентабельность, предполагаем, на достаточно хорошем уровне.

Полюс. Прошлый год оказался непростым для компании в связи со снижением добычи золота на 11% г/г и ростом денежных расходов на 28% г/г. Вместе с тем, несмотря на западные санкции против золотодобывающих компаний РФ, российское золото не продавалось со значительным дисконтом, и Полюс ожидает восстановления добычи в 2023 г. на 10–15%. При высокой цене на золото и ослаблении рубля это позволит компании возобновить выплату дивидендов (мы оцениваем дивиденд на акцию за 2022 г. в 390 руб.). Полагаем, Полюс остается недооцененным, торгуясь по мультипликатору EV/EBITDA 2023П в 6,2.

МТС. Ключевой бизнес компании — услуги связи — генерирует стабильные денежные потоки благодаря доминирующему положению МТС на этом рынке. Компания, скорее всего, останется хорошим дивидендным игроком: денежные потоки МТС высоки, кроме того, ее выплаты — ключевой источник средств для материнской компании — АФК Система.

X5 Retail Group. Это лидер российского рынка розничной торговли продуктами питания с точки зрения выручки. У компании сильные позиции в сегменте магазинов «у дома», она активно развивает свою сеть «жестких дискаунтеров». Акции X5 в последний месяц и в целом в 2023 г. показывали динамику значительно хуже рынка.

Интер РАО. Компания продолжает выплачивать дивиденды, и дивидендность за 2022 г. составляет около 8%, несмотря на коэффициент выплаты лишь в 25%. По нашим оценкам, Интер РАО на конец 2022 г. накопила чистые денежные средства в размере 266 млрд руб. Компания в числе потенциальных покупателей генерирующих активов, которые могут продать Uniper и Fortum. Данные приобретения могли бы быть катализатором роста котировок для Интер РАО. Основной риск — компания не раскрывала финансовых результатов по МСФО с 3К21.

Мечел. В этом году прибыль компании должны поддержать благоприятная конъюнктура цен на коксующийся уголь и ослабление рубля. Австралийские цены на твердый коксующийся уголь (бенчмарк) сейчас находятся на уровне \$330/т, внутренние цены на коксующийся уголь — \$125–130/т, и они могут подскочить в 2К–3К23 на 30–40% вслед за экспортным бенчмарком. Акции компании, торгующиеся по мультипликатору P/E 2023П в 0,7, по-прежнему выглядят привлекательно. Мечел должен продемонстрировать высокую чистую прибыль за этот год и продолжит снижать долговую нагрузку.

Транснефть. Компания — оператор и владелец системы трубопроводов для поставки нефти и нефтепродуктов. Потоки через данную систему сохраняются в целом на стабильном уровне благодаря хорошим объемам добычи ЖУВ и удивительно высоким уровням экспорта нефтепродуктов. Для акций с низким коэффициентом «бета» дивидендность в 10% — очень солидный показатель. С точки зрения регулирования компания работает в стабильном режиме, не уплачивая специальные секторальные налоги, а годовой рост тарифов привязан к прогнозируемому среднему индексу потребительских цен на следующий год.

ПИК СЗ. Это ведущий российский застройщик, специализирующийся на жилье эконом-класса, с большими перспективами в сферах консолидации рынка и освоения регионов.

НЕФТЯНЫЕ КОМПАНИИ

Негативными для оценки сектора факторами стали понижение прогноза по цене Urals на 2023 г. до \$68/барр. (ранее \$75) и повышение безрисковой ставки на 1 п. п. до 10%. Позитивные — повышение прогноза курса USD/RUB (70 в 2023 г. вместо 67), не такое серьезное, как опасались, снижение добычи нефти в начале года и на удивление эффективный контроль над затратами, показанный в отчетности за 2022 г. В целом цифры в отчетах о прибылях и убытках мы в этом году ожидаем хуже, чем 2022 г, но лучше, чем в 2021 г., что, вероятно, позволит инвесторам рассчитывать на хорошую дивидендную доходность. Мы сохраняем рейтинг «Покупать» по акциям Транснефти, Роснефти и ЛУКОЙЛа.

Катализаторы: высокие итоговые дивиденды за 2022 г.; сужение спреда Urals-Brent; ослабление рубля.

Риски: низкие цены на энергоносители в течение продолжительного времени; падение котировок нефтепродуктов в РФ.

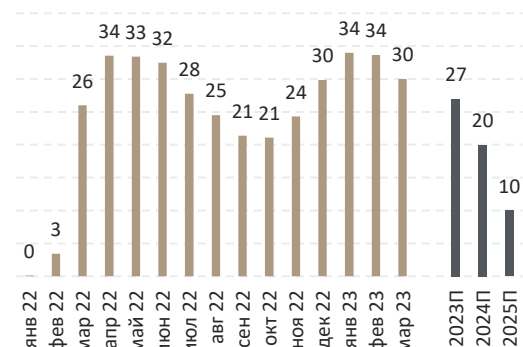
Устойчивость сектора проявляется в стабильных объемах добычи и более медленном, чем ожидалось, росте затрат. В масштабах страны производство жидких углеводородов увеличилось в 2022 г. на 2% по отношению к 2021 г., достигнув 535 млн т, и оставалось стабильным в 1К23, превосходя самые смелые ожидания рынка. Учитывая добровольное 5%-ное сокращение добычи с марта, мы предполагаем снижение производства в этом году на 3%. Другой очень позитивный момент — отсутствие взрывного роста затрат, как, например, засвидетельствовала финансовая отчетность Роснефти за прошлый год, где операционные затраты возросли всего на 2%, а капитальные — на 8%.

Дисконт Urals: на 2023 г. прогнозируем теперь \$27 вместо прежних \$25/барр. Добровольное сокращение добычи нефти с марта на 0,5 мбс уже помогло уменьшить спред до \$29 (середина марта) с \$34 (январь – февраль). До середины месяца это сокращение не было еще реализовано в полном объеме, ну уже достигнут ощутимый эффект. Однако с учетом довольно значительного дисконта в 1К23 мы немного повышаем прогноз среднего по 2023 г. значения до \$27/барр.

Новый риск: оптовые цены на нефтепродукты на внутреннем рынке. От продажи нефтепродуктов вертикально интегрированные компании получают больше выручки, чем от реализации сырой нефти. Происходящая сейчас реструктуризация потоков нефтепродуктов стала причиной снижения оптовых цен на них на внутреннем рынке в этом году, хотя на АЗС ценники почти не изменились. Мы исходим из допущения стабильности цен внутри России в этом году. Реальные дисконты, с которыми нефтепродукты из РФ продаются на мировых рынках, представляют собой еще одну область неопределенности.

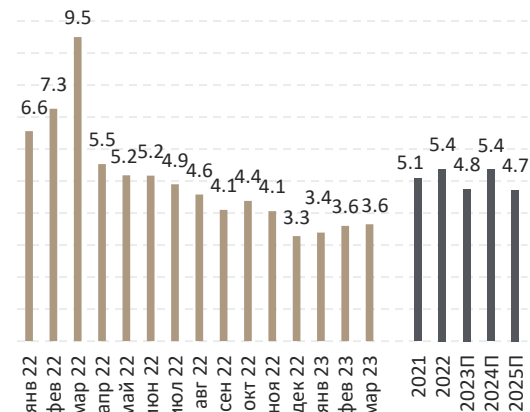
Фавориты — Роснефть, ЛУКОЙЛ, Транснефть. Роснефть недавно преподнесла сюрприз со знаком плюс, превзойдя прогнозы по EBITDA и FCF за 2022 г. за счет эффективного контроля затрат. Благодаря масштабному проекту «Восток Ойл», который в 2024 г. должен отправить танкер с первой нефтью с собственного терминала, компания обещает самый мощный рост добычи в отрасли. ЛУКОЙЛ выглядит привлекательно по мультипликаторам и ожидаемой дивидендной доходности, хотя рынок не видел финансовой отчетности компании после 2021 г. Транснефть сохраняет на прежних уровнях объемы транспортировки за счет и стабильной добычи в РФ, и на удивление высокого экспорта нефтепродуктов. Дивидендная доходность в 12% на горизонте в год видится весьма приличной для эмитента с низким коэффициентом «бета».

ЦЕНОВОЙ ДИСКОНТ URALS K BRENT, \$/БАРР.



Источники: Минэкономразвития России, ИБ Синара

ЦЕНА НА НЕФТЬ URALS, ТЫС. РУБ./БАРР.



Источник: ИБ Синара

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

Василий Мордовцев
Аналитик

ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

В газовом сегменте делаем ставку на НОВАТЭК, который следует своей дивидендной политике и завершает строительство проекта «Арктик СПГ 2». Запуск первой линии «Арктик СПГ 2», а также положительное окончательное инвестиционное решение по Обскому ГХК должны подтвердить способность компании развивать производство СПГ даже без оборудования из ЕС и США. Между тем дивидендная доходность акций Газпрома на 12 месяцев вперед может оказаться крайне низкой (3%), как и вероятность выплаты в этом году промежуточных дивидендов за 2023 г. Мы понизили прогноз по цене на природный газ (хаб ТТФ) на 2023 г. с учетом низких котировок начала года, но уже летом рассчитываем увидеть восстановление, так как дополнительные существенные объемы СПГ поступят на рынок не раньше 2025 г.

Катализаторы: ввод в строй проекта «Арктик СПГ 2» (НОВАТЭК); окончательное инвестиционное решение по Обскому ГХК.

Риски: низкие цены на газ в течение продолжительного времени; увеличение налоговой нагрузки.

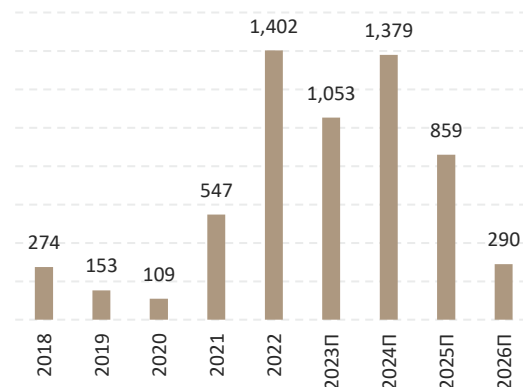
Прогноз спот-цен на газ (хаб ТТФ) на 2023 г. понижается на 40%. Европейские температуры в течение отопительного сезона 2022/2023 намного превышали значения зимы 2021/2022, да и сам отопительный сезон начался гораздо позже. Кроме того, низким оказался уровень конкуренции за СПГ со странами Азии. Сейчас ПХГ в Европе заполнены на 55%, тогда как в марте 2022 г. показатель опускался до 26%. Можно предположить, что благоприятное стечение обстоятельств, из-за которого спрос на газ в ЕС оказался слабее обычного, не повторится в 2023 г. и цены развернутся к росту в середине года.

У Газпрома остается всего две трубы в ЕС. Компания на ближайшее время утратила возможность наращивать поставки непосредственно в ЕС, не прибегая к транзитным услугам третьих стран. На данный момент экспорт в ЕС и Турцию прогнозируется в годовом объеме 51 млрд м3 (в прошлом году — 85 млрд м3), и этот показатель становится допущением в рамках нашего базового сценария на долгосрочную перспективу. Для Газпрома положительным развитием ситуации стали бы подвижки по трубопроводу «Сила Сибири-2» проектной мощностью 50 млрд м3 в год и по соглашению о создании в Турции газового хаба, поскольку именно в Турцию компания имеет возможность несколько увеличить поставки без дополнительных капзатрат.

Инициатива ЕС по запрету импорта российского СПГ не представляет серьезной угрозы для НОВАТЭКа. Вопрос перенаправления СПГ на другие рынки может быть успешно разрешен, как это удалось нефтяной отрасли в прошлом году и начале текущего. Да, для НОВАТЭКа это означает увеличение расходов на транспортировку, но вряд ли существенно скажется на показателях рентабельности. Как заявляла компания, для новых СПГ-проектов, таких как планируемый к запуску уже в 2023 г. «Арктик СПГ 2», приоритетными станут азиатские рынки.

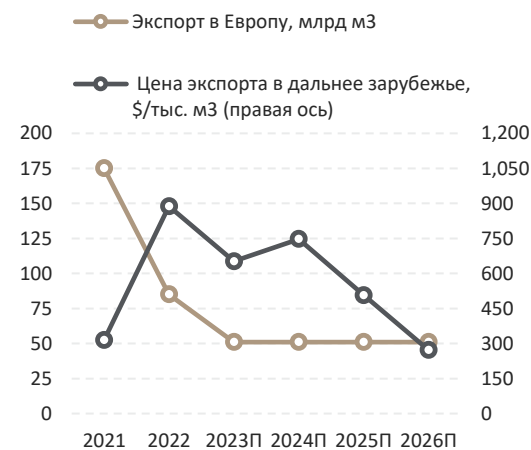
Нам нравится НОВАТЭК за приверженность дивидендной политике и за прогресс в реализации СПГ-проектов. Из газовых компаний предпочитаем НОВАТЭК, который делится с акционерами прибылью так, как записано в его дивидендной политике (не менее половины скорректированной чистой прибыли) и планирует уже в этом году ввести в эксплуатацию первую линию проекта «Арктик СПГ 2». Газпром, как мы предполагаем, выплатит небольшие дивиденды (5 руб. на акцию) за 2П22 из-за крупного перечисления в бюджет НДС в конце прошлого года, а в течение этого года может воздержаться от выплаты промежуточных.

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



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

ОБЪЕМ ЭКСПОРТА ГАЗПРОМА В ЕВРОПУ И ЦЕНА НА ГАЗ, ПОСТАВЛЯЕМЫЙ В ДАЛЬНЕЕ ЗАРУБЕЖЬЕ



Источник: ИБ Синара

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

Василий Мордовцев
Аналитик

ФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ

Сейчас, когда банки вновь начинают зарабатывать прибыль, на передний план в контексте перспектив восстановления выходит эффективность бизнес-модели. Отношение инвесторов к сектору дополнительно поддерживается повышением прозрачности в нем. Более привлекательными мы считаем банки, восстановившие рентабельность. МосБирже необходимо сохранить капитал, так как ее, скорее всего, ожидает снижение прибыли, несмотря на возможное увеличение комиссионных доходов.

Катализаторы: улучшения в экономике; повышение финансовой прозрачности; стабилизация в геополитике.

Риски: ухудшение состояния экономики; новые санкции; неблагоприятные изменения в регулировании; снижение качества корпоративного управления.

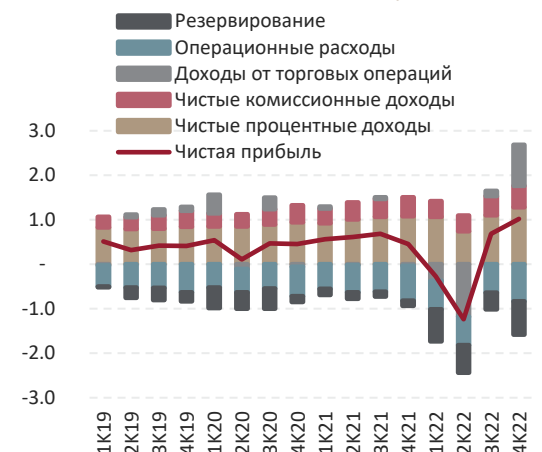
В 4К22 и 1К23 банки вновь начали зарабатывать приличную прибыль. Худшие экономические ожидания не оправдались, что позволило банкам вернуться к двузначным темпам роста кредитования как в корпоративном сегменте, так и по ипотеке. Чистая процентная маржа поднялась до уровней, превышающих докризисные, так как процентные ставки резко упали с пиковых значений, а сроки погашения по активам намного превышают сроки по обязательствам. Поддержку в части маржи также оказывает продолжающаяся дедолларизация банковских балансов. Оживившийся транзакционный бизнес приносит сектору комиссионные доходы, а над затратами, которые, если брать сектор в целом, растут заметно медленнее инфляции, установлен, по всем признакам, жесткий контроль. Мы по-прежнему считаем, что среднесрочные перспективы каждого конкретного банка, о которых можно судить по бизнес-модели, в большинстве случаев не претерпели существенных изменений.

Качество активов вызывает уже меньше опасений. В ожидании глубокой рецессии банки создали в 2022 г. солидные «подушки безопасности», а значит, сейчас отчисляют в резервы только по мере реализации рисков. Экономика пока справляется с вызовами лучше прогнозов, за счет чего качество активов почти не снижается, а стоимость риска остается близкой к нормализованным значениям. Однако портфель кредитов юрлицам был реструктурирован на 23% (13,4 трлн руб.), хотя и по причинам, не связанным в большинстве случаев с качеством активов; но доля сигнализирует о масштабах возможных потерь. Восстановить доверие к банкам поможет возобновление раскрытия статистики сектора и отчетности его представителей. Распространение санкций на все большее число банков уже не нанесет такого вреда, как год назад.

TCS Group вновь фокусируется на росте. Несмотря на попадание главного актива, Тинькофф Банка, в санкционный список ЕС, TCS Group сохраняет, как видится, способность зарабатывать. При доходности на капитал (ROE) по итогам 4К22 в 21,5% руководство уже поговаривает о возможности вернуться на те уровни прибыльности, которые были до 2022 г. Несмотря на «вызовы», банк все так же фокусируется на росте, монетизируя свою базу клиентов, которая за два года выросла более чем вдвое. Мы считаем достижимым ROE в 24% в этом году. Полагаем, что ключевое умение извлекать прибыль из необеспеченных розничных кредитов осталось осталось при банке. Оставляем без изменения рейтинг («Покупать») и целевую цену (3600 руб.) по акциям TCS Group, так как со времени последней оценки (сентябрь) повышение CoE уже нейтрализовалось.

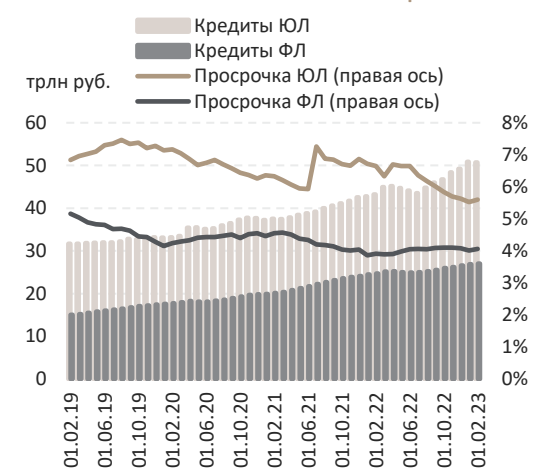
МосБиржу ожидает, скорее всего, снижение доходов. МосБиржа, как следует из отчета, получила в 4К22 рекордно большую квартальную чистую прибыль в 11,2 млрд руб. благодаря, помимо прочего, значительным процентным доходам по выросшим остаткам, в основном на счетах типа «С». Однако с оттоком средств со счетов «С» и снижением процентных ставок в годовом сопоставлении процентные доходы, как мы полагаем, уполонятся в 2023 г. МосБиржа предприняла шаги к тому, чтобы обеспечить рост комиссионных доходов, но они не смогут полностью компенсировать падение процентных. Отчетность отразила способность наращивать комиссии и по-прежнему высокие остатки, и мы повысили прогноз чистой прибыли на 2023 г. на 20%, а целевую цену — на 20% до 132 руб. на акцию. Но даже повышенный прогноз предполагает снижение чистой прибыли на ~20%, и мы оставляем рейтинг «Держать» без изменения. Да и решение не делиться с акционерами прибылью за 2021 г. и выплатить только 30% из прибыли за 2022 г. может означать не лучшие корректировки в дивидендной политике.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА, ТРЛН РУБ.



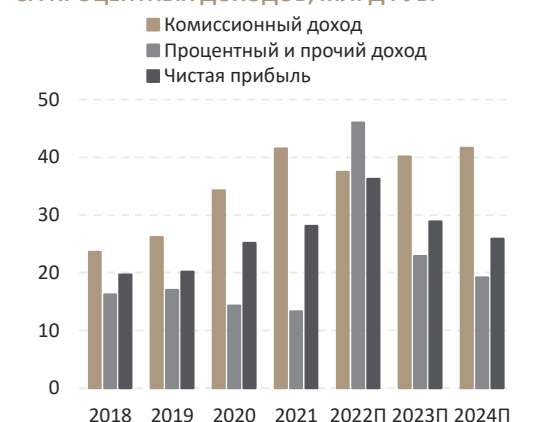
Источники: Банк России, ИБ Синара

КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО ОСТАЕТСЯ ВЫСОКИМ, НО ЧАСТИЧНО СКРЫТО РЕСТРУКТУРИЗАЦИЕЙ



Источники: Банк России, ИБ Синара

В ЭТОМ ГОДУ ПРИБЫЛЬ МОСБИРЖИ УПАДЕТ ИЗ-ЗА ПРОЦЕНТНЫХ ДОХОДОВ, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Ольга Найдёнова
Старший аналитик

КОМПАНИИ ЦВЕТНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ

В конце февраля, когда Норникель отчитался за 2022 г. хуже ожиданий, мы понизили рейтинг по акциям эмитента до уровня «Держать» (с новой целевой ценой в 16 500 руб. за штуку). Мы предполагаем, что урезание щедрых ранее дивидендов вызовет разочарование инвесторов, но Норникель приступает к реализации крупномасштабной инвестпрограммы, объем которой в 2023 г. может достичь \$4,7 млрд и останется значительным в 2024–2026 гг. Если еще учесть сдержанный производственный план, а также ожидаемый переход на выплату дивидендов исходя из суммы FCF, это может привести к переоценке компании, которая уже не сможет обеспечить своим акционерам двузначную дивидендную доходность в 2022–2025 гг. Мы понизили целевую цену по акциям ОК РУСАЛ на 7% до 70 руб. за штуку, но оставляем рейтинг на уровне «Покупать»: в 2023 г. катализаторами роста котировок могут послужить ослабление рубля, выплата дивидендов, повышение цен на алюминий ввиду его дефицита на мировом рынке.

Катализаторы: рост курса USD/RUB до 75–80; регулярная выплата дивидендов; макроэкономические условия, способствующие подорожанию алюминия.

Риски: более сильный по сравнению с прогнозами рубль; рецессия в ЕС и США; ограничения на экспорт базовых металлов из РФ.

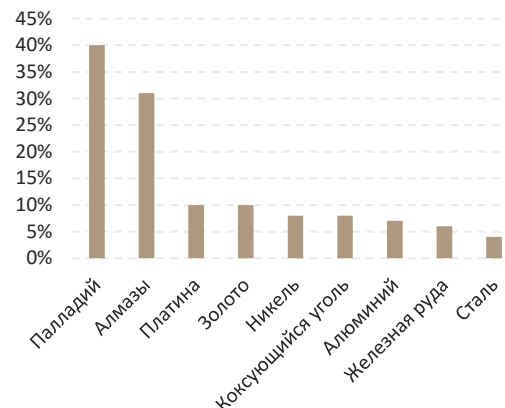
Норникель утратит свое место в лиге «10%+» по дивидендной доходности. Прежняя дивидендная политика компании была одной из самых щедрых в своем секторе во всем мире (60% от EBITDA при отношении чистого долга к EBITDA менее 1,8) — результат акционерного соглашения между ХК Интеррос (В. Потанин) и ОК РУСАЛ от 2018 г., срок действия которого истек в конце 2021 г. Мы предполагаем, что новую формулу привяжут к FCF (75%), из-за чего Норникель резко уменьшит размер дивидендов за 2022–2026 гг. при средних капзатратах в \$4 млрд в год. В таком случае дивидендная доходность составит 4–5% против 13–15% в 2018–2021 гг. Такое резкое падение может разочаровать инвесторов и в среднесрочной перспективе стать негативным для котировок Норникеля фактором.

ОК РУСАЛ может рассчитывать на восстановление прибыли в 2023 г. за счет ослабления рубля. После разочарывающих результатов за 2П22 мы ожидаем существенного восстановления прибыли ОК РУСАЛ в этом году благодаря ослаблению рубля до спотовых уровней USD/RUB 76–77 (прибыль компании крайне чувствительна к изменениям курса). Производственные денежные затраты в 2П22 составили \$2339/т, увеличившись на 29% г/г, главным образом ввиду сильного рубля (средний курс за период — USD/RUB 63), но, полагаем, должны нормализоваться в 1П23. Кроме того, ожидаем повышения средней цены алюминия до \$2700/т, так как половина его мирового производства убыточна при текущих спот-ценах.

Внесли корректировки в прогнозы цен на сырье. Не так давно мы изменили в моделях прогнозы на 2023 г. на более низкие (кроме алюминия), что призвано отразить ослабление спроса в мировом масштабе и риски рецессии. В этом году мы закладываем на среднюю цену алюминия на уровне \$2700/т (на одном уровне с 2022 г.), никеля — \$24 000/т (при прошлогодних \$25 465/т), меди — \$8500/т (\$8825/т). Мы также прогнозируем снижение цен на палладий на 24% до \$1600/тр. унцию.

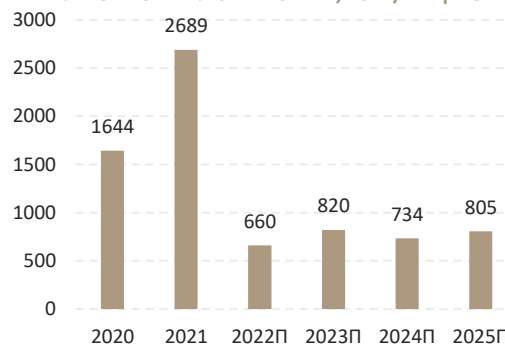
ОК РУСАЛ остается нашей предпочтительной ставкой в секторе. Новые целевые цены предполагают в одном случае очень хороший потенциал роста (75%, ОК РУСАЛ), в другом — ограниченный (10%, Норильский никель). Акции ОК РУСАЛ торгуются с привлекательными коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2023П в 4,7 и 5,6 соответственно, с дисконтами к оценкам Норникеля (5,7 и 6,9).

ДОЛЯ РФ В ПРОИЗВОДСТВЕ КЛЮЧЕВЫХ ТОВАРОВ



Источники: данные компаний, ИБ Синара

ЩЕДРЫЙ ПОТОК ДИВИДЕНДОВ НОРИЛЬСКОГО НИКЕЛЯ ЗАКОНЧИЛСЯ В 2022 Г., РУБ./АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ И УГЛЯ

Мы по-прежнему считаем привлекательными акции стальных и угольных компаний ввиду восстановления спроса в Китае, при этом ралли в ценах на сталь, экспортных и внутренних, еще не нашло отражения в котировках. К апрелю цены на экспортируемый г/к прокат выросли с начала года уже на 36%, достигнув \$730/т, и внутренние цены, как мы полагаем, последуют за ними, чему должно способствовать и скорое сезонное усиление спроса со стороны строителей, восстановление Турции от землетрясения и ожидаемое в этом году ускорение китайской экономики. Мы рассчитываем, что производители стали в среднесрочной перспективе возобновят выплату дивидендов, что также должно стать важным фактором роста. Мы повысили целевую цену по бумагам НЛМК на 21% до 205 руб. за акцию, что на целых 50% превышает их текущие уровни. Для Северстали и ММК новые целевые цены составляют 1360 руб. и 51 руб. за акцию, рекомендация — «Покупать» в обоих случаях. По акциям Распадской и Мечела целевые цены повышены соответственно на 30% и 25% до 550 руб. и 330 руб. ввиду ослабления рубля и роста цен на уголь коксующих марок.

Катализаторы: ослабление рубля (до USD/RUB 75–80); возобновление выплаты дивидендов в 2П22; восстановление экспортных цен на сталь.

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

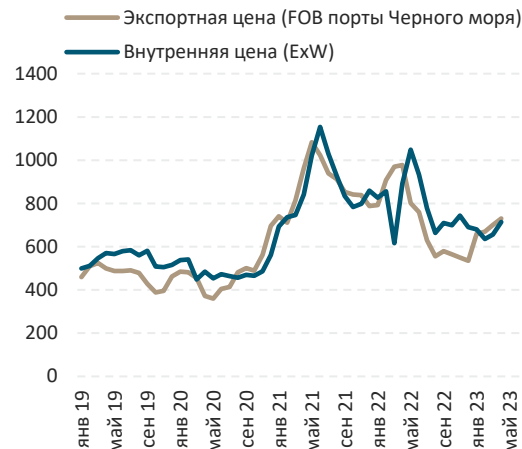
Ключевой вопрос — возобновление выплаты дивидендов. Представители черной металлургии прекратили выплачивать дивиденды, а также публиковать отчетность по МСФО с тем, чтобы минимизировать риски дополнительных налогов и санкций. На наш взгляд, они за последние 15 месяцев накопили уже достаточные денежные средства, чтобы обратить их в дивиденды при низких уровнях долга. По дивидендам этого года доходность составит, по нашим расчетам, 15–20%, что должно способствовать росту котировок в секторе.

Наш фаворит — НЛМК. Наш выбор базируется на том, что компанию меньше других задела санкции и она играет важную роль в поставках полуфабрикатов, располагая собственными прокатными мощностями в Европе и США. Мировые цены на сталь сейчас во многом зависят от темпов роста экономики Китая в 2023 г., тогда как за пределами Поднебесной макроэкономические условия вызывают много вопросов, при этом риски рецессии остаются осязаемыми. Мы считаем, НЛМК может возобновить выплату дивидендов с их объявления за 4К22, что стало бы первым с 3К21 объявлением дивидендов во всей отрасли. Инвестиции в НЛМК — это взвешенная ставка на ослабление рубля, рост цен на сталь и возобновление выплаты дивидендов (за 4К22 и 2023 г.).

Изменения в ценовых допущениях. Мы повысили прогноз экспортной цены на г/к прокат на 2023 г. с \$650/т до \$720/т, а на ЖРС — с \$105/т до \$130/т, чтобы отразить ралли на спот-рынке в последнее время и восстановление спроса со стороны Китая. Учитывая взлет спотовых цен на твердый коксующийся уголь в Австралии на 30% всего за три последних месяца (до \$330/т) при узком зазоре между спросом и предложением на мировом рынке, мы повысили и прогноз по ценам на этот вид угля на 2023 г. с \$270/т до \$285/т.

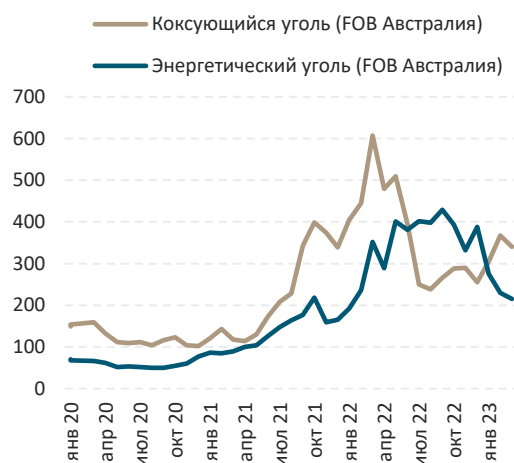
Еще много скрытой стоимости в угольных эмитентах. Австралийский бенчмарк твердого коксующегося угля сейчас находится на уровне \$330/т, тогда как в РФ цены составляют \$125–130/т, а значит, могут в 2К23–3К23 вырасти на 30–40%. Благоприятная ценовая конъюнктура и ослабление рубля должны помочь Распадской и Мечелу увеличить прибыль в 2023 г. Бумаги обеих компаний остаются привлекательными в плане коэффициентов P/E 2023П (Распадская — 2,9, Мечел — 1,1), что подкрепляет наш оптимистичный взгляд на эмитентов. По итогам года они должны получить высокие прибыли и выплатят, как мы предполагаем, дивиденды за 2023 г. в размере 83 руб. (Распадская) и 70 руб. (Мечел, ап), что соответствует дивидендной доходности в 30% и 40%.

ЭКСПОРТНЫЕ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ ВЫРОСЛИ С НАЧАЛА ГОДА НА 36%, \$/Т



Источники: ИБ Синара, Металл Эксперт

ЦЕНЫ НА КОКСУЮЩИЙСЯ УГОЛЬ РАСТУТ В 2023 Г., \$/Т



Источники: ИБ Синара, Металл Эксперт

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ЗОЛОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ

Мы повышаем целевые цены по акциям компаний Полюс и Polymetal на 5% и 25% соответственно до 12 500 руб. и 725 руб. за штуку (главные причины — уточнение прогнозов по ценам на золото и курсу USD/RUB, результаты за 2022 г.), сохраняя в обоих случаях рейтинги «Покупать». Обе компании в среднесрочной перспективе возобновят, как мы предполагаем, выплату дивидендов. В следующих кварталах мы ожидаем коррекции цен на золото с \$2000 до \$1800 за унцию ввиду снижения рисков в банковском секторе США и занятой ФРС «ястребиной» позиции. Предпочтение отдаем Полюсу: при 27%-ном потенциале роста отметим (1) неплохой прогноз по денежным затратам и объему производства, (2) низкие риски, связанные со структурой акционеров, (3) ожидаемую выплату дивидендов за 2022 г. Ключевой фактор роста стоимости Polymetal мы видим в «переезде» компании в Казахстан в 2K23–3K23, что позволит возобновить выплату дивидендов. По акциям Селигдара оставляем без изменения рейтинг «Держать» с новой целевой ценой в 50 руб. за штуку, так как текущие оценки, в отличие от Полюса и Polymetal, выглядят справедливыми.

Катализаторы: девальвация рубля до уровней USD/RUB 75–80; возобновление выплаты дивидендов; макроэкономическая среда, благоприятная для высоких цен на золото.

Риски: ужесточение санкций в отношении РФ вообще и производителей золота в частности; увеличение дисконта цен на золото из РФ; усиление рубля.

Мы повысили прогноз средней в 2023 г. цены на золото до \$1850/унцию. С начала года металл подорожал на 15% до ~\$2000/унцию — слишком высокий уровень по отношению к реальным и номинальным ставкам, а также к доллару США, что указывает на риски снижения цен. На 2023 г. мы, учитывая еще риски рецессии и геополитической эскалации, а также предполагая сохранение повышенной инфляции, прогнозируем среднюю цену в \$1850. Катализаторами роста цен могут стать мировая рецессия, резкое торможение инфляции в США, а также разворот тренда в доходности КО США.

Полюс: возобновление выплаты дивидендов и рост производства в 2023 г. Прошлый год выдался непростым для компании из-за падения производства золота на 11% и 28%-ного роста денежных затрат. Однако золото из России, несмотря на санкции на золотодобывающую отрасль, до сих пор продается без больших дисконтов, в связи с чем Полюс, как ожидается, восстановит объем производства на 10–15% в 2023 г. Если добавить высокие цены на металл и ослабление рубля, это должно позволить возобновить выплату дивидендов (их размер за 2022 г. мы оцениваем в 390 руб. на акцию). По нашим расчетам, Полюс сейчас недорого оценивается рынком по EV/EBITDA 2023П (около 6,2). Мы подтверждаем по акциям Полюса рейтинг «Покупать» с целевой ценой на 12-месячном горизонте в 12 000 руб. за штуку (потенциал роста — 27%).

Polymetal: «переезд» в Астану, возобновление выплаты дивидендов. Мы повысили целевую цену с 575 руб. до 725 руб. за акцию и оставляем рейтинг «Покупать», принимая во внимание планы компании перенести регистрацию в Казахстан и возобновить в 2П23 выплату дивидендов. С операционной точки зрения Polymetal не вызывает опасений: компания пока не пересматривает ни план производства (1,7 млн унций в 2023–2024 гг.), ни ориентир по затратам. Мы видим в акциях эмитента потенциал роста на 31% и предполагаем, что переоценка рынком корпоративных рисков окажет на бумагу положительное влияние. По 2023П EV/EBITDA Polymetal оценивается в 5,0, с дисконтом в 20–25% к среднему за пять лет значению.

Селигдар: хороший рост производства уже учтен в цене акций. Мы сохраняем нейтральный взгляд на Селигдар, так как прогнозируемый существенный рост производства золота уже учтен в котировках. Новая целевая цена на 12 месяцев вперед — 50 руб./акцию (прежняя — 45 руб.), рейтинг прежний — «Держать», потенциал роста — 2%. Селигдар, как мы полагаем, продолжит выплачивать дивиденды, прогнозируемая доходность в 2023 г. — около 5%. За счет ослабления рубля и подорожания золота компания должна увеличить прибыль по итогам 2023 г.

НА ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО ДАВЛЕНИЕ ОКАЗЫВАЕТ СИЛЬНЫЙ ДОЛЛАР



Источники: ИБ Синара, Yahoo Finance

ВЫСОКАЯ ДОХОДНОСТЬ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ НЕГАТИВНО ВЛИЯЕТ НА ЗОЛОТО



Источники: ИБ Синара, Yahoo Finance

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ

Акции представителей сектора за последние 12 месяцев могли обеспечить инвесторам один из лучших уровней доходности, ведь их котировки выросли на 20–30%, тогда как индекс МосБиржи, из-за санкций и геополитических рисков, сейчас находится примерно на 10% ниже уровня годичной давности. Однако за тот же отрезок в 12 месяцев спот-цены на экспортируемый карбамид упали на 58% до \$300/т, а на ДАФ — на 39% до \$600/т (FOB порты Балтики). Главные причины столь масштабной коррекции — нормализация спот-цен на газ (TTF) на уровне \$450/тыс. м3 и перезапуск мощностей по производству карбамида в ЕС. В этой связи мы ожидаем существенного снижения прибыли и FCF ФосАгро и Акрона в 2023 г. (на 30–40% г/г), и это падение еще не нашло отражения в котировках их акций. И хотя цены на удобрения, как мы полагаем, далее стабилизируются на тех уровнях, где находятся сейчас, текущие оценки компаний сектора нам представляются несколько завышенными. Мы понижаем рейтинг по акциям ФосАгро до уровня «Держать» (новая целевая цена — 7500 руб. за штуку), а акциям Акрона присваиваем рейтинг «Продавать» с целевой ценой в 15 500 руб.

Катализаторы: ослабление рубля до курса USD/RUB 75-80; выплата дивидендов в объеме 100% FCF и более; спот-цены на газ в Европе выше \$1000/тыс. м3.

Риски: низкие цены на газ в ЕС; дальнейшее снижение цен на удобрения; ослабление спроса на удобрения в сценарии глобальной рецессии.

Цены на удобрения: праздник подходит к концу. Цены, по нашему мнению, достигли пика в 2022 г. и в 2023–2025 гг. снизятся, скорее всего. В этом году ослабление спроса на азотные и фосфорные удобрения не ожидается, но цены на карбамид, МАФ и ДАФ, вероятно, пойдут вниз, так как с запуском новых мощностей (и перезапуском старых в Европе) на мировом рынке сохранится профицит. На 2023 г. прогнозируем среднюю цену на карбамид в \$305/т (-46% г/г), на 2024 г. — \$300/т. Мы понизили прогноз средней в 2023 г. цены на ДАФ с \$700/т до \$600/т, а в 2024 г. ожидаем дальнейшей коррекции до \$500/т.

ФосАгро: дивиденды в 2023 г. уменьшатся на 45% г/г. В 2022 г. ФосАгро первой из компаний сектора возобновила и публикацию квартальной отчетности, и выплату дивидендов. В сумме выплаты за 2022 г. оказались рекордными — 1173 руб./акцию, включая 390 руб. за 1К22, 318 руб. — за 3К22 и 465 руб. — за 4К22 (утверждены ГОСА в марте), что соответствует дивидендной доходности в 16%. За 2023 г. ФосАгро, по нашей оценке, выплатит куда более скромную сумму — 644 руб. на акцию (доходность — 8,6%, что может разочаровать часть розничных инвесторов, если они рассчитывали на двузначный показатель).

Акрон: пока без дивидендов и с высокими оценками. Компания в последний раз публиковала отчетность и выплачивала дивиденды за 9М21 и перспективы вернуться к прежним практикам на сегодня остаются крайне неопределенными как из-за санкций Запада в отношении основного акционера (В. Кантор), так и по причине ограничений на движение капитала, введенных властями РФ (тот же главный акционер не является резидентом РФ). По нашему мнению, сроки возобновления дивидендных выплаты и публикации отчетов напрямую зависят от ослабления санкций и деэскалации на Украине.

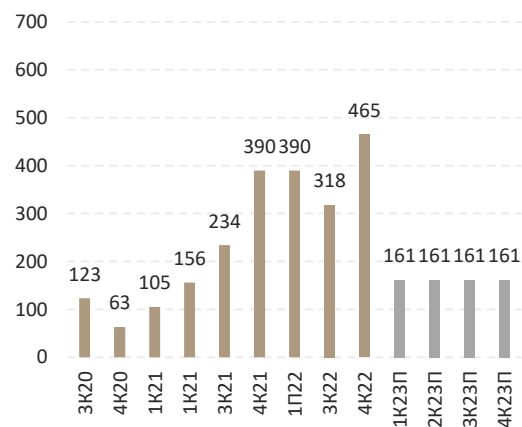
Оценка стоимости: понижение целевых цен и рейтингов. Используя новые допущения в отношении макроэкономики и цен на удобрения на 2023–2025 гг., мы пересчитали EBITDA и FCF обеих компаний (ФосАгро и Акрон). Это привело к понижению целевой цены по акциям ФосАгро на 11% до 7500 руб. за штуку (ранее 8500 руб.), а также рейтинга по ним до уровня «Держать». Мы полагаем, компания продолжит ежеквартально выплачивать дивиденды в сумме равной 100% FCF. Текущие коэффициенты P/E и EV/EBITDA 2023П (8,6 и 7,3) нам представляются справедливыми. Акрон оценивается с премией в 20–25% к ФосАгро, и мы понижаем рейтинг эмитента до «Продавать» с целевой ценой в 15 500 руб. за акцию (потенциал снижения — 20%).

ЦЕНЫ НА УДОБРЕНИЯ ОСТАЮТСЯ ПОД ДАВЛЕНИЕМ, \$/Т



Источники: Федеральная таможенная служба РФ, справочник Nutrien, ИБ Синара

ЩЕДРЫЙ ПОТОК ДИВИДЕНДОВ ОТ ФОСАГРО ОБМЕЛЕЕТ В 2023 Г., РУБ./АКЦИЮ



Источники: данные компании, ИБ Синара

Дмитрий Смолин
Старший аналитик

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЕ КОМПАНИИ

Сектор переживает трансформацию, при которой его местные участники укрепляют свои позиции на рынке и исследуют новые возможности в связи с уходом ряда глобальных игроков. Несмотря на в целом слабую динамику рекламного рынка, ключевые российские интернет-компании продолжают выигрывать от увеличения доли онлайн-рекламы. Хотя инвестиции в новые направления бизнеса могут в краткосрочной перспективе оказать давление на показатели рентабельности, позитивным для экономики технологических компаний фактором должна стать специализация, в том числе за счет нескольких крупных сделок слияний и поглощений, совершенных в 2022 г.

Катализаторы: увеличение доли на рынке рекламы; развитие специализации.

Риски: рост расходов на персонал; зарубежная регистрация ряда компаний, реорганизация (Yandex).

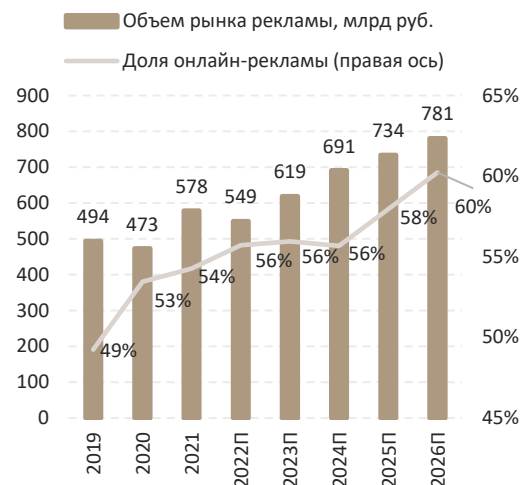
Более рациональная структура рынка. Ряд прошедших в прошлом году сделок M&A способствовали развитию специализации и оптимизации структуры в индустрии. Например, в собственность VK перешли сервисы Яндекс.Дзен и Яндекс.Новости, и теперь компания в большей мере фокусируется на контент-сервисах, попутно избавившись от My.Games, чтобы сосредоточиться на отечественном рынке. Yandex, в свою очередь, консолидировал бизнес по доставке, сосредотачивается скорее на технологической стороне в противовес контенту. В электронной коммерции ведущие маркетплейсы продолжают расти быстрее рынка, оттесняя некоторых традиционных игроков, что позволяет более разумно формировать цены и улучшать экономику бизнеса.

Наш выбор — Yandex, несмотря на риски реструктуризации. Мы считаем, что в среднесрочной перспективе компания сохранит свои позиции главного игрока на рынке онлайн-рекламы благодаря лидерству в сегменте поиска. Кроме того, Yandex — лидер на рынках каршеринга, такси и доставки еды. Мы по-прежнему видим солидный потенциал компании по фундаментальным факторам, что подтверждается ее хорошими финансовыми результатами. Однако Yandex готовится разделить свой российский и глобальный бизнесы, поэтому для цены акций ключевым фактором станут детали реорганизации. Первые сообщения СМИ о возможной схеме позволяют рассчитывать, что нынешние миноритарии сохраняют присутствие в наиболее прибыльной — то есть в российской — части бизнеса, но пока риски размытия нельзя полностью исключить.

Нейтральный взгляд на Ozon. Компания в последних кварталах демонстрирует хорошую динамику операционных показателей и способна, на наш взгляд, надолго оставаться одним из двух главных игроков на растущем рынке электронной коммерции. Соответственно, мы видим в компании значительную фундаментальную ценность, которая, впрочем, на данный момент уже учтена рынком. От экономики и розничного рынка мы в ближайшее время ожидаем роста умеренными темпами, но сегмент e-commerce должен прибавлять при этом за счет традиционных ретейлеров, а юнит-экономика должна улучшаться по мере расширения бизнеса. Ozon уже смог достичь прибыли на уровне EBITDA в 2K22 и 3K22. Отметим и риски, связанные с тем, что Ozon все еще генерирует в основном отрицательный свободный денежный поток, поэтому в какой-то момент может понадобиться внешнее финансирование, чтобы поддерживать рост.

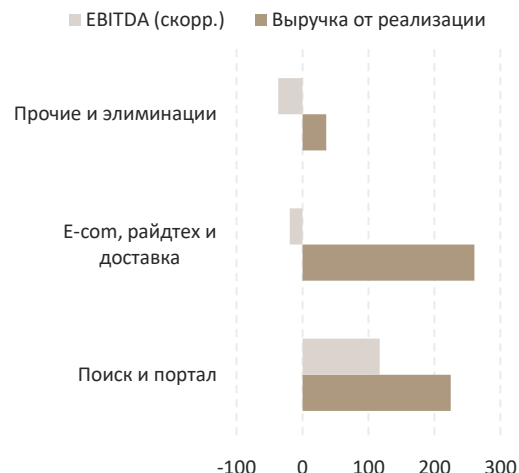
Возможное давление на рентабельность VK в перспективе. VK — ведущий игрок рынка соцсетей, управляющий двумя крупнейшими сетями в России. Компания активно развивает новые направления, включая те, где может использовать возможности, возникающие в связи с уходом с рынка глобальных игроков и увеличением спроса на местные решения. Хотя VK выигрывает от роста доли местных игроков на рынке онлайн-рекламы, компания полагается и на другие источники дохода, прибыльность которых может быть ниже. Учитывая, что инвестиции в новые направления бизнеса продолжат, скорее всего, оказывать в среднесрочной перспективе давление на рентабельность, мы на данный момент придерживаемся нейтрального взгляда на акции VK.

ПРОГНОЗ РОССИЙСКОГО РЫНКА РЕКЛАМЫ



Источники: АКАР, ИБ Синара

YANDEX: КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО СЕГМЕНТАМ (2022 Г.), МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Бумаги операторов связи — это инвестиционная возможность с относительно низким уровнем риска. В то время как выручка в традиционном сегменте связи растет умеренными темпами, а продажи телефонов снижаются, возможности для роста просматриваются в новых направлениях бизнеса. Маржинальность в секторе остается стабильной, следовательно, сохраняется вероятность выплаты дивидендов, особенно в случае МТС. Ростелеком тоже может выплатить дивиденды в этом году. Опасения вызывают сложности с поставками телекоммуникационного оборудования, но мы не считаем риски критическими. В этом секторе мы отдаем предпочтение МТС, учитывая лидирующие позиции компании на рынке мобильной связи и большую прозрачность по сравнению с подконтрольным государству Ростелекомом.

Катализаторы: объявление дивидендов; повышение тарифов.

Риски: недоступность оборудования; ограничение инвестиций в новейшие технологии.

Ограниченные риски на стороне спроса. Несмотря на слабый экономический рост, спрос на услуги связи со стороны населения остается стабильным, так как такие расходы обычно представляют лишь небольшую порцию в общих расходах домохозяйств. Крупные операторы повышают тарифы, но масштаб их роста ограничен и едва поспевает за потребительской инфляцией. Продажи телефонов продолжают снижаться, но это в значительной степени нейтральный по влиянию на EBITDA фактор. Возможности роста видятся в некоторых новых сегментах, таких как продукты экосистемы, но они пока не оказывают серьезного воздействия на финансовые показатели. Сложности с поставками оборудования сдерживают развитие сетей (развертывание 5G в том числе), а в перспективе могут отрицательно повлиять на рост в целом. Однако способность крупных операторов генерировать денежные потоки пока не вызывает у нас сомнений.

МТС — ведущий мобильный оператор в поисках новых возможностей. Компания продемонстрировала достаточно хорошие финансовые результаты в 2022 г., даже в непростых текущих условиях. Выручка выросла на 3% г/г до 542 млрд руб., в то время как показатель OIBDA уменьшился на 2% г/г до 224 млрд руб., но это означает рентабельность по OIBDA на по-прежнему приемлемом уровне — 41,4%. Компания активно ищет новые источники доходов, пробуя силы в таких областях, как медиа и развлечения, финтех, облачные решения, но услуги связи остаются главным источником доходов и прибыли. Банковский сегмент тоже сильно прибавил в выручке. Кроме того, МТС остается одной из самых надежных «дивидендных историй» на рынке благодаря финансовой устойчивости и своей роли ключевого источника денег для материнской компании (АФК Система). Недавно введенные в отношении МТС-Банка санкции могут создавать риски, но незначительные, на наш взгляд.

Ростелеком — подконтрольная государству и менее прозрачная компания. Ростелеком — ведущий игрок на рынке фиксированного ШПД и центров обработки данных, также входящий, через свое дочернее предприятие T2 РТК Холдинг (Tele2), в «большую четверку» мобильных операторов РФ. Компания выступает головным исполнителем по многим государственным программам цифровизации и стремится расширить свое присутствие на новых рынках. Мы считаем, что Ростелеком имеет возможность выплатить дивиденды в этом году, но окончательное решение зависит от правительства. Компания менее прозрачна, чем ее конкуренты, так как не раскрывала квартальную отчетность по МСФО в течение всего 2022 г. Стоит еще обратить внимание на возможные сделки слияний и поглощений, поскольку Ростелеком, по сообщениям СМИ, может проявлять интерес к другому крупному мобильному оператору — МегаФону.

VEON — высокая волатильность и уход из России. VEON находится в процессе продажи ВымпелКома группе менеджеров, завершение которого ожидается в июле 2023 г. Мы считаем такое решение стратегически оправданным, так как оно поможет значительно уменьшить долговую нагрузку. При текущих низких оценках возможны спекулятивные инвестиции, однако, высокая волатильность в акциях, скорее всего, сохранится.

СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ МТС В РОССИИ 2022 Г.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

КОМПАНИИ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

В этом секторе наши фавориты — X5 Retail Group и Магнит, так как они лучше всего адаптированы к текущей среде благодаря лидирующим позициям в массовом сегменте продуктовой розницы, своей финансовой устойчивости и масштабам бизнеса. Потребительский спрос в целом остается слабым, но это менее выражено в сегменте продуктов питания. Мы менее оптимистично оцениваем перспективы Ленты, работающей в основном в сегменте гипермаркетов и М.видео, ввиду большей волатильности рынка электроники и жесткой конкуренции со стороны онлайн-игроков.

Катализаторы: консолидация рынка; сдвиг спроса в сторону дискаунтеров и «магазинов у дома».

Риски: слабый спрос потребителей; давление на показатели рентабельности.

Достаточно устойчивый спрос в массовом сегменте продуктовой розницы. Макроэкономическая среда последних кварталов характеризовалась слабым ростом реальных располагаемых доходов и значительной неопределенностью, что негативно сказалось на розничном рынке. В декабре 2022 г. (это последние доступные данные) общий оборот розничной торговли снизился на 10,5% г/г. Спрос на продовольственные товары более стабилен, поэтому розничный рынок продуктов питания меньше всего пострадал, показав падение на 3,9% г/г в этот период. Кроме того, из-за относительно небольшой доли прямого импорта сегмент продуктов питания меньше подвержен рискам, связанным с нарушениями поставок и волатильностью валютных курсов.

«Магазины у дома» и жесткие дискаунтеры в более выгодном положении. Динамика в различных сегментах продуктовой розницы отличалась. Сдвиг в поведении потребителей в сторону снижения затрат, даже в ущерб удобству или разнообразию выбора, привел к тому, что преимущество получили ретейлеры, предлагающие самые низкие цены. Наиболее выгодной эта тенденция оказалась для сетей таких форматов, как «магазины у дома» и жесткие дискаунтеры, а проигрывают супер- и гипермаркеты. Если судить по последней отчетности, дискаунтеры показывали в 2022 г. значительно лучшую динамику продаж вообще и сопоставимых продаж в частности. При этом крупнейшие компании, такие как Магнит и X5, способны выторговывать более выгодные условия закупок благодаря своему доминированию на рынке.

Замедление роста сетей, больше СТМ и жестких дискаунтеров. На российском рынке розничной торговли подмечаем ряд основных тенденций: увеличение доли собственных торговых марок, расширение сетей жестких дискаунтеров при замедлении роста в традиционных форматах. В то время как продуктовая инфляция снижается, крупные ретейлеры могут испытывать краткосрочное давление на показатели рентабельности, хотя в среднесрочной перспективе их общее финансовое положение должно оставаться устойчивым. Этому, помимо прочего, благоприятствует регуляторная среда, где акцент делается на добровольном ограничении наценок на продукты некоторых категорий, а не на прямом госрегулировании цен, что соответствует практике рынка.

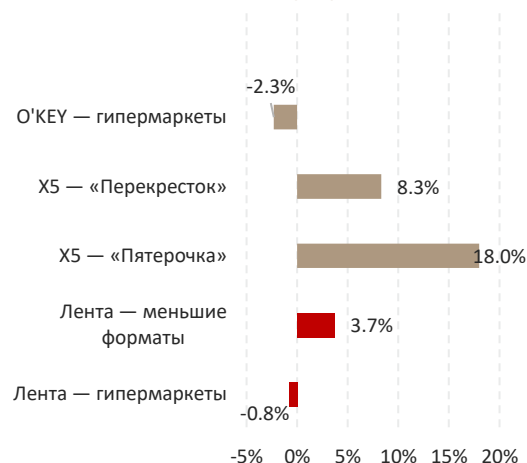
Более высокие риски непродовольственной розницы. Мы придерживаемся нейтрального взгляда на М.видео, учитывая нестабильный спрос на бытовую технику и электронику, более чувствительный к динамике доходов и курсам валют. Компании также необходимо перенастраивать цепочки поставок, она сталкивается с усилением конкуренции со стороны «чистых» онлайн-игроков — это ключевые для бизнеса М.видео риски. Кроме того, видим некоторую неопределенность относительно стратегии компании в связи с потенциальной сменой ее контролирующего акционера. Другой представитель непродовольственной розницы, Детский мир, собирается вновь стать частной компанией, и его акции подвержены влиянию скорее спекулятивных, чем фундаментальных факторов.

ДИНАМИКА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ В РОССИИ



Источник: Росстат

ДИНАМИКА ВЫРУЧКИ НЕКОТОРЫХ РОЗНИЧНЫХ СЕТЕЙ В 4К22 (Г/Г)



Источники: данные компаний, ИБ Синара

Константин Белов
Старший аналитик

КОМПАНИИ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКИ

Компании сектора должны выиграть от повышения тарифов. Индексация декабря 2022 г. способствует улучшению их результатов уже в 2023 г., при этом лучшую динамику операционных денежных потоков покажут, как ожидается, РусГидро и Россети. Однако ни та, ни другая компания не закончат год со свободным денежным потоком из-за масштабных инвестпрограмм. Ввиду повышения безрисковой ставки в моделях и роста котировок мы понижаем рейтинги по акциям Россетей до уровня «Продавать», а по акциям РусГидро — до «Держать». Мы считаем привлекательными акции Интер РАО, Мосэнерго и Юнипро, так как все эти компании сохраняют способность генерировать свободные денежные потоки. Рейтинг «Держать» для акций ОГК-2 мы оставляем без изменения, принимая во внимание ожидаемую высокую дивидендную доходность, которая, по-нашему мнению, снизится в долгосрочной перспективе.

Катализаторы: консолидация в распределительном сегменте; сделки M&A; повышение тарифов и цен на электроэнергию; возобновление публикации отчетов по МСФО.

Риски: сокращение потребления электроэнергии; недостаточная прозрачность; обременительные инвестпрограммы; реализация рискованных проектов; неблагоприятные изменения в регулировании.

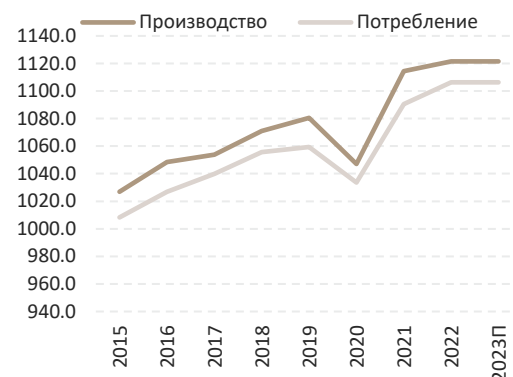
Не видим оснований для существенного роста потребления в 2023 г. По свежим данным Минэнерго, потребление э/энергии по сравнению с объемом начала года увеличилось лишь на 0,6%. Полагаем, оно останется стабильным на протяжении всего года, притом что мы прогнозируем увеличение ВВП на 0,5%. За последние 10 лет потребление увеличивалось в среднем на ~0,3% на каждый процент роста экономики.

Но прогнозируем сохранение благоприятной ценовой конъюнктуры. Цены на «продукцию» электроэнергетики должны подрасти за счет индексации тарифов на газ, пересмотра тарифов для генерирующих компаний и уже утвержденного правительством повышения тарифов для распределительных с декабря 2022 г. на 9%. Регулируемые тарифы на электричество для населения также выросли на 9% г/г с декабря. Оптовые цены на газ (это главная движущая сила на нерегулируемом энергорынке в европейской части страны) в декабре были увеличены на 8,5% г/г.

РусГидро и Россети имеют все возможности для наращивания операционных денежных потоков, хотя по-прежнему обременены капзатратами. По нашим расчетам, РусГидро и Россети могут увеличить EBITDA в этом году на 40% и 10% соответственно, но из-за масштабных инвестпрограмм обе компании останутся в области отрицательных значений по FCF. Дивидендная политика госкомпаний предусматривает выплату 50% скорректированной чистой прибыли, но для Россетей, с их дефицитом инвестиций в расширение инфраструктуры БАМа и Транссиба в 200 млрд руб., власти вполне могут сделать исключение. Мы по-прежнему нейтрально оцениваем Россети. Что касается РусГидро, свободный денежный поток, по нашей оценке, останется отрицательным в 2023 г., но в среднесрочной перспективе все-таки выйдет в плюс, при этом дивидендная доходность акций подрастет с 6% в 2022 г. до 9% в 2023 г.

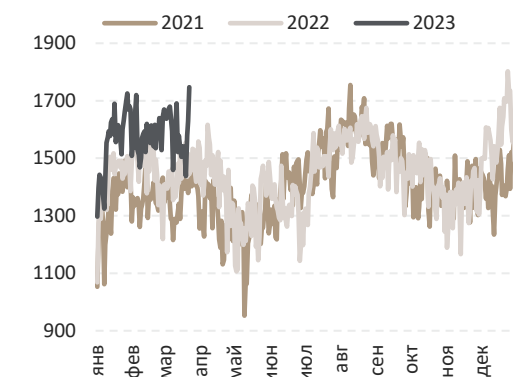
Для генерирующих компаний с тепловыми активами повышение цен имеет меньшее значение, но они по-прежнему получают положительные FCF. Повышение цен положительно влияет на выручку, но улучшению показателей рентабельности мешает подорожание топлива. Более того, на финансах отдельных компаний негативно отразится окончание срока действия ДПП, хотя и такие компании в наших прогнозах генерируют положительные свободные денежные потоки. Лучшее соотношение цены и потенциала роста мы видим в бумагах Интер РАО, где дивидендная доходность достигает 8%. Кроме того, компания может стать владельцем активов, которые сейчас принадлежат иностранным Fortum и Uniper.

ПРОИЗВОДСТВО И ПОТРЕБЛЕНИЕ Э/ЭНЕРГИИ В ЕДИНОЙ ЭНЕРГОСИСТЕМЕ РФ, МЛН МВТ*Ч



Источники: Системный оператор, ИБ Синара

ИНДЕКСАЦИЯ ТАРИФОВ НА ГАЗ В ДЕКАБРЕ 2022 Г. СДВИНУЛА ВВЕРХ И ЦЕНЫ НА Э/ЭНЕРГИЮ (ЦЗ-1), РУБ./МВТ*Ч



Источники: АТС, ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

Георгий Горбунов
Аналитик

ТРАНСПОРТНЫЕ КОМПАНИИ

Мы ожидаем от Совкомфлота и НМТП выплаты дивидендов за прошлый год (4,3 руб. и не менее 0,54 руб. на акцию соответственно при дивидендной доходности в 7,3% и 8,7%), тогда как акционерам Globaltrans, по-видимому, пока не стоит рассчитывать на выплату, так как регистрация головного холдинга на Кипре по-прежнему не позволяет перевести туда средства от операционных «дочек» из РФ. ДВМП еще несколько лет не собирается делиться прибылью, так как отдает приоритет инвестициям. В марте мы уже увидели, что, по данным некоторых источников, ставки аренды полувагонов начали снижаться, и в связи с этим исключили бумаги Globaltrans из «Модельного портфеля», сохранив, впрочем, рейтинг «Покупать».

Катализаторы: объявление дивидендов (Совкомфлот, НМТП); действия по разрешению вопроса с выплатой дивидендов (Globaltrans).

Риски: низкая прозрачность (отсутствие финансовой отчетности); дальнейшее ухудшение операционных результатов РЖД.

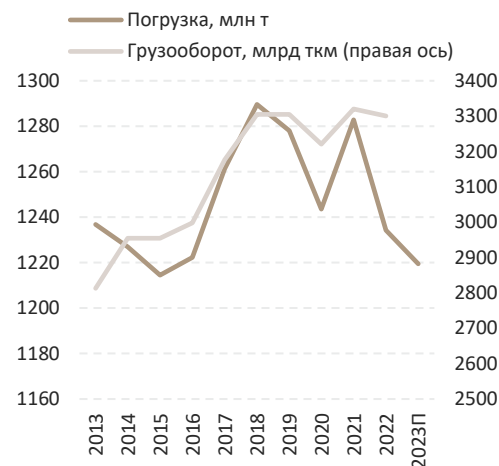
Цель по авиаперевозкам на 2023 г. предполагает ускорение роста до конца года. Росавиация и Минтранс ставят целью увеличить пассажироперевозки в этом году на 6,3% по сравнению с прошлым и довести их до 101,2 млн чел. Для этого в марте и апреле необходимо ускорить рост до 8,4% г/г, так как за 2М23 объем упал на 5,6% г/г. С нашей точки зрения, хорошие новости о росте объема перевозок (с низкой базы 2022 г.) должны улучшить отношение к акциям Аэрофлота. Среди рисков — уменьшение вчетверо субсидий на внутренние перелеты, что может повлиять отрицательно на «летательную активность» населения. Дивидендов за 2022 г. от Аэрофлота ждать не приходится.

Грузооборот вызывает опасения. В РЖД предполагают сокращение погрузки на сети по итогам года на 1,2% г/г до 1219,5 млн т. Но в 2М23 погрузка упала в годовом сопоставлении на 2,4%, составил 196,4 млн т; следовательно, с марта по декабрь погрузка не должна падать более чем на 1% г/г, чтобы составить искомые 1023,1 млн т. Негативным фактором стал запрет на экспорт металлов, угля, лесоматериалов и нефтепродуктов в ЕС. Отгрузки смещаются на восток, а значит, увеличивается среднее расстояние пробега, поддерживая ставки аренды подвижного состава. Однако в марте мы уже увидели первые признаки снижения ставок на полувагоны (RailCommerce), что подвигло нас к тому, чтобы исключить акции Globaltrans из «Модельного портфеля».

НМТП может выплатить не меньше, чем в прошлом году, дивиденды. Группа Global Ports заявила о смене кипрской прописки на российскую, а также о прекращении программы ГДР и листинга на LSE. Перспективы листинга в Москве остаются при этом неясными. Публичных стивидорных компаний с относительно ликвидными бумагами в РФ всего две — НМТП и ДВМП, и обе не раскрывают финансовую отчетность. Выплата дивидендов не входит в планы ДВМП еще на несколько лет, так как компания предпочитает инвестировать прибыль. НМТП выплатил за 2021 г. по 0,54 на акцию. Если посмотреть на операционную статистику морских портов за прошлый год, то мы увидим, что в Черноморском бассейне наливных грузов перевалено столько же, сколько в 2021 г., а в Балтийском объеме увеличился на 10%, из чего можно сделать вывод об успешной работе НМТП с видами на не меньше, чем за 2021 г., дивиденды.

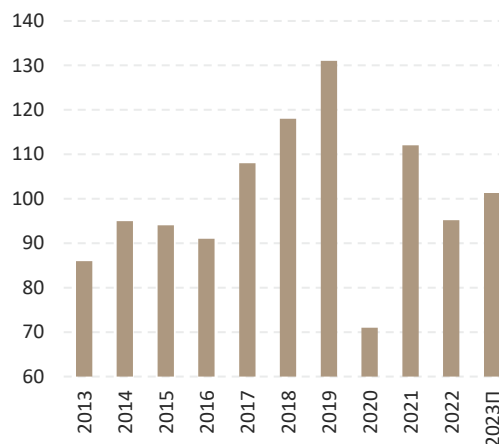
Совкомфлот тоже, скорее всего, выплатит дивиденды. Прошлый год оказался исключительно успешным для компании ввиду взлетевших до небес ставок фрахта танкерных перевозок сырой нефти и нефтепродуктов. Компания уже подтвердила намерение выплатить дивиденды за прошлый год в объеме 50% скорректированной чистой прибыли. По нашим расчетам, в таком случае выплата составит 4,3 руб. на акцию, а дивидендная доходность — 7,3%. В этом году мы не рассчитываем на повторение ценовых рекордов фрахта и не считаем доходность в 7,3% достаточной, чтобы Совкомфлот при текущей курсовой стоимости акций можно было отнести к привлекательным инвестиционным возможностям.

В 2023 Г. ОЖИДАЕТСЯ УМЕНЬШЕНИЕ ПОГРУЗКИ НА СЕТИ РЖД



Источники: РЖД, ИБ Синара

ПЕРЕВОЗКА ПАССАЖИРОВ АВИАКОМПАНИЯМИ РФ УВЕЛИЧИТСЯ В 2023 Г., НО ОСТАНЕТСЯ НИЖЕ ПОКАЗАТЕЛЯ 2019 Г., МЛН ЧЕЛ.



Источники: Росстат, Минтранс России, ИБ Синара

Матвей Тайц
Старший аналитик

Георгий Горбунов
Аналитик

СТРОИТЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ

Как и прежде, мы считаем, что ПИК СЗ и ГК Самолет занимают лучшие среди компаний сектора позиции, чтобы справиться с нынешней турбулентностью в экономике. На руку девелоперам должны играть и консолидация рынка в Московском регионе и активная экспансия в другие субъекты РФ. Семейная ипотека в своей новой редакции должна способствовать восстановлению спроса на квартиры в 2К23. Даже после увеличения безрисковой ставки, заложенной в DCF-модели, с 9% до 10% мы подтверждаем по акциям ПИК СЗ и ГК Самолет рейтинги «Покупать» при целевых ценах в 810 руб. и 3070 руб. за штуку соответственно. Однако мы отмечаем снижение спроса на квартиры бизнес- и элитного классов, поэтому пока оставляем без изменения и рейтинг «Держать» по акциям Группы ЛСР (530 руб.) и Etalon Group (56 руб.).

Катализаторы: меры поддержки вторичного рынка.

Риски: эскалация в геополитике; ухудшение макроэкономической ситуации, включая сокращение реальных располагаемых доходов и рост безработицы.

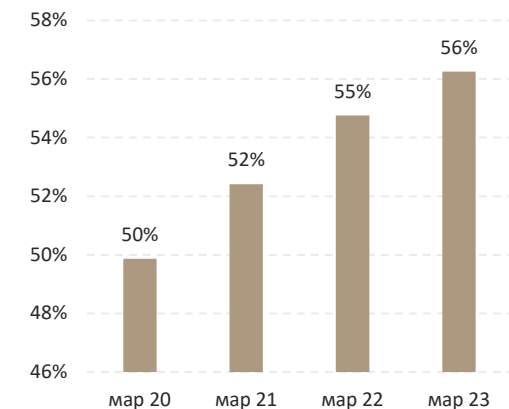
Семейная ипотека станет главным фактором поддержки рынка в 2К23. Доля семейной ипотеки во всех сделках застройщиков с использованием кредитов колебалась в диапазоне от 30% до 60%. Ввиду распространения льготной ипотеки не только на семьи с детьми, родившимися после 1 января 2018 г. но и на семьи с двумя несовершеннолетними детьми ожидаем увеличения доли семейной ипотеки в общем количестве выдаваемых ипотечных кредитов с 36% в 2022 г. до, как минимум, 45% в 2023 г. По данным Банка России, уже в феврале семейная ипотека стала самой популярной после изменения в начале года условий основной программы льготной ипотеки. Банки выдавали семейную ипотеку в 1,8 раза чаще, чем в январе, а общая сумма выросла с 56 млрд руб. до 100 млрд руб. «Основной» льготной ипотеки заемщики взяли в феврале на 90 млрд руб. (против 62 млрд руб. месяцем ранее). В этой связи мы полагаем, что, если не случится новых потрясений, семейная ипотека станет главным драйвером спроса на жилую недвижимость.

Снижение конкуренции поможет поддерживать стабильные цены. За 2М23 ввод жилья в эксплуатацию остался на том же уровне, что и год назад. В рамках базового сценария, изложенного в правительственной стратегии, объем завершено строительства в 2023–2024 гг. снизится до 94 млн м² в год (в рекордном 2022 г. — 102,7 млн м²). По нашим расчетам, в 2023 г. площадь введенных в эксплуатацию объектов уменьшится на 7% г/г из-за сокращения объемов строительства небольших девелоперов, что приведет к консолидации рынка и увеличению цен на объекты крупных игроков примерно на 3%.

Наш фаворит в секторе — ПИК СЗ с рейтингом «Покупать» и целевой ценой 810 руб. за акцию. Перед лицом экономических неурядиц ПИК СЗ сохраняет стабильность благодаря подавляющей (95%) доли проектов, приходящихся на эконом-класс. Кроме того, компания принимает активное участие в московской программе реновации и осуществляет экспансию в регионы, имея возможность покупать участки под застройку по привлекательным ценам. А благодаря доступу к дешевому проектному финансированию девелопер, на наш взгляд, сможет и далее предлагать ипотеку по ставкам на 2–3 п. п. ниже рыночных. Стабильный спрос вкупе с более низкой себестоимостью строительства на региональных рынках должны способствовать повышению рентабельности по EBITDA с 19% в 2021 г. до 22% в 2023 г.

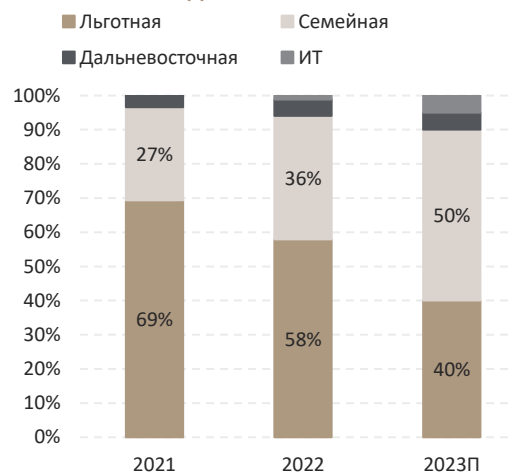
Второй по привлекательности эмитент — ГК Самолет, тоже «Покупать». По итогам 2022 г. компания показала, несмотря на нестабильность в экономике, значительный рост продаж — на 33% по сравнению с 2021 г. На наш взгляд, ГК Самолет сохранит высокие темпы роста выручки (CAGR 2022–2026 = 36%) за счет региональной экспансии, запуска проектов ИЖС, своей брокерской платформы «Самолет +» и включения в ипотеку дополнительных сервисов.

ДОЛЯ ТОП-10 ЗАСТРОЙЩИКОВ НА РЫНКЕ МОСКВЫ УВЕЛИЧИВАЕТСЯ



Источники. ДОМ.РФ, ИБ Синара

ДОЛЯ СЕМЕЙНОЙ ИПОТЕКИ СРЕДИ ЛЬГОТНЫХ ПРОГРАММ ПРОДОЛЖИТ РАСТИ



Источники. ДОМ.РФ, ИБ Синара

Ирина Фомкина
Аналитик

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Ирина Фомкина

FomkinaI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов
BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент

Ирина Фомкина
FomkinaI@sinara-finance.ru

Электрэнергетика, транспорт

Матвей Тайц
TaitsMV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт
BarendtSF@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов
GorbunovGI@sinara-finance.ru

© 2023, ПАО Банк Синара.

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

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

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

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

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

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 (список актуален на дату составления материала): АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», 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», Petrolavovsk PLC, АО «ГК «Пионер», Polymetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V, ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГЕНДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», АО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед»/ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сежега Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС.

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 следующую возможную оплошность 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. 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 риск 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 №065-08844-100000 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.