

26 марта 2024 г.

Дирекция инвестиционной аналитики  
bcsresearch@msk.bcs.ru

## Динамика индексов МосБиржи и РТС



Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Индекс МосБиржи — Нейтральный

Потенциал роста (с дивидендами) **22%**  
Потенциал роста (без дивидендов) **12%**

### Взгляд на сектора

| Сектор               | Потенц. роста | Изб. дох-сть | Взгляд      |
|----------------------|---------------|--------------|-------------|
| Нефть и газ          | 38%           | 18%          | Позитивный  |
| Металлургия и добыча | 39%           | 15%          | Позитивный  |
| Финансы              | 46%           | 26%          | Позитивный  |
| Девелоперы           | 28%           | 8%           | Нейтральный |
| TMT                  | 17%           | -4%          | Нейтральный |
| Ритейл               | 29%           | 6%           | Нейтральный |
| Электроэнергетика    | 9%            | -11%         | Негативный  |
| Промышленность       | -3%           | -23%         | Негативный  |
| Транспорт            | 21%           | -1%          | Нейтральный |
| Удобрения            | 34%           | 16%          | Позитивный  |

Источник: БКС Мир инвестиций

### Дивидендная корзина

| Бумага            | Дивиденд, руб./акц. | Дивдох. на 4 мес. |
|-------------------|---------------------|-------------------|
| Сургутнефтегаз-ап | 11.2                | 17.8%             |
| МТС               | 36                  | 12.4%             |
| Транснефть-ап     | 186                 | 11.5%             |
| Сбер-ао           | 33.9                | 11.5%             |
| Северсталь        | 191.51*             | 10.7%             |
| ЛСР               | 100*                | 10.6%             |

\*уже объявлены  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Долгосрочные фавориты: взгляд и оценки

|            | Взгляд      |             | Цел. цена, RUB |        | Изм. | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |          | P/E   |       |          |
|------------|-------------|-------------|----------------|--------|------|------------|------------|-----------|-------|----------|-------|-------|----------|
|            | Новый       | Старый      | Новая          | Старая |      |            |            | 2023п     | 2024п | Цель '24 | 2023п | 2024п | Цель '24 |
| Лукойл     | Позитивный  | Нейтральный | 10 300         | 8500   | 21%  | 37%        | 16%        | 2.9       | 4.1   | 5.6      | 4.5   | 5.5   | 6.3      |
| Татнефть   | Позитивный  | Нейтральный | 1050           | 850    | 24%  | 44%        | 23%        | 4.3       | 4.6   | 6.6      | 5.5   | 5.5   | 8.0      |
| Сбер       | Позитивный  | Позитивный  | 410            | 370    | 11%  | 39%        | 18%        | 0.9       | 0.8   | 1.4      | 3.8** | 3.5** | 6.3**    |
| ТКС        | Позитивный  | Позитивный  | 5400           | 5400   | 0%   | 77%        | 57%        | 2.2       | 1.8   | 3.2      | 7.5** | 6.1** | 11.0**   |
| Северсталь | Нейтральный | Позитивный  | 2100           | 2000   | 5%   | 18%        | -3%        | 5.4       | 4.8   | 5.7      | 7.7   | 7.0   | 8.3      |
| Магнит     | Нейтральный | Нейтральный | 9400           | 8600   | 9%   | 25%        | -1%        | 4.3       | 3.8   | 4.1      | 9.1   | 7.6   | 9.1      |
| МТС        | Позитивный  | Позитивный  | 380            | 380    | 0%   | 31%        | 11%        | 4.5       | 4.2   | 4.8      | 9.0   | 9.5   | 12.4     |

\* Избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на закрытие 22 марта \*\* P/BV

Источник: БКС Мир инвестиций

## Российский рынок акций Рекордные дивиденды на пороге

Мы сохраняем цель по индексу МосБиржи на 12 месяцев вперед на уровне 3650 п. (4000 п. с учетом дивидендов, потенциал роста 22%), снижаем долгосрочный взгляд до нейтрального. При этом мы сохраняем позитивный краткосрочный взгляд с потенциалом роста 15% до конца июля в свете сезона выплаты дивидендов.

- Цель та же — 4000 п. с дивидендами и 3650 п. без, но взгляд теперь нейтральный
  - С последней стратегии индекс вырос на 8% (на 11% с дивидендами)
- Сохраняем позитивный краткосрочный взгляд, грядет дивидендный сезон
- Сейчас лучшее время вкладывать в дивидендные бумаги
  - Ждем рекордных выплат, роста рынка на 15% до конца июля
- Наш дивидендный топ — СургутНГ-ап, МТС, Транснефть, Сбер-ао, Северсталь и ЛСР
- По окончании дивсезона разумно нормализовать микс акций/облигаций
- Снижение ставки — катализатор роста в акциях
  - Но рост будет умеренный, оценка рынка приблизится к справедливой
- Топ-7: Лукойл, Татнефть, Сбер, ТКС, Северсталь, Магнит и МТС

Долгосрочный взгляд снижаем до нейтрального, цель по индексу на год — 4000 п. Мы сохраняем целевой уровень индекса на год вперед на прежнем уровне — 4000 п. с дивидендами и 3650 п. без дивидендов. С учетом того, что за три месяца с момента публикации предыдущей стратегии индекс вырос на 8% (на 11% с дивидендами), потенциал роста до целевых 4000 п. сократился до 22% — мы меняем долгосрочный взгляд на нейтральный. Мультипликатор российского рынка P/E (соотношение капитализации к прибылям) находится на уровне 4.8x, что на 21% ниже среднего исторического уровня. Такой уровень обуславливает потенциал роста в 22% с учетом дивидендов.

Краткосрочный взгляд — позитивный, ждем рекордных дивидендных выплат до конца июля. Мы считаем, что основной рост рынка будет на дивидендах и составит с их учетом 15% до конца июля. Наш анализ показал, что более 50% дивидендных выплат происходят в мае-июле, а покупка дивидендных бумаг за 10 недель до даты отсечки оптимальна, поскольку позволит обогнать рынок в среднем на 5.5% (32% годовых). Мы прогнозируем рекордную 10%-ную дивдоходность в следующие 12 месяцев по сравнению с историческими 4-8%. Наши топ-дивидендные истории — СургутНГ-ап, МТС, Транснефть, Сбер-ао, Северсталь и ЛСР с высокой вероятностью выплат и двузначной дивдоходностью. Отметим, что держать бумаги после дивотсечки нет особого смысла — дивгэп не закрывается.

После окончания сезона дивидендов рост рынка будет более умеренным. Мы прогнозируем снижение ключевой ставки начиная с июля, что почти совпадет с закрытием дивидендного сезона. Снижение ключевой ставки, катализатор дальнейшего роста в акциях, будет в цене. С учетом более справедливой к июлю оценки рынка по мультипликатору (текущий P/E с поправкой на 15%-ный рост составит 5.2x против исторических 6x), ожидаем более умеренного роста рынка в оставшиеся восемь месяцев (до конца марта 2025 г.). Мы видим смысл в нормализации соотношения акций и облигаций/депозитов после окончания дивидендного сезона.

Рекомендуем фокусироваться на экспортных историях и финсекторе. В краткосрочной перспективе мы советуем обратить внимание на дивидендные бумаги, но после дивидендного сезона рекомендуем делать выбор в пользу экспортеров нефти, золота и удобрений с учетом слабого рубля. Также видим хороший потенциал роста в финсекторе. Напомним, что динамика в акциях наших фаворитов уже 10 лет обгоняют рынок в среднем на 10-11 п.п. Мы выделяем Лукойл, Татнефть, Сбер, ТКС, Северсталь, Магнит и МТС в качестве наших фаворитов.

26 марта 2024 г.

## Оглавление

|                                   |           |                                |            |
|-----------------------------------|-----------|--------------------------------|------------|
| <b>Взгляд на рынок</b> .....      | <b>3</b>  | <b>ТМТ</b> .....               | <b>61</b>  |
| <b>Макроэкономика</b> .....       | <b>7</b>  | Яндекс .....                   | 62         |
| <b>Методология оценки</b> .....   | <b>9</b>  | VK .....                       | 64         |
| <b>Нефть и газ</b> .....          | <b>10</b> | Ozon.....                      | 66         |
| Лукойл.....                       | 11        | МТС.....                       | 68         |
| Роснефть.....                     | 13        | HeadHunter .....               | 70         |
| Газпром нефть.....                | 15        | АФК «Система».....             | 72         |
| Сургутнефтегаз .....              | 17        | Ростелеком .....               | 73         |
| Татнефть .....                    | 19        | Позитив.....                   | 75         |
| Башнефть.....                     | 21        | Группа Астра.....              | 77         |
| Газпром.....                      | 23        | Софтлайн.....                  | 79         |
| Новатэк .....                     | 25        | <b>Ритейл</b> .....            | <b>81</b>  |
| Транснефть.....                   | 27        | X5 Group.....                  | 82         |
| <b>Металлургия и добыча</b> ..... | <b>29</b> | Магнит .....                   | 84         |
| Норильский никель.....            | 30        | Fix Price.....                 | 86         |
| UC Rusal.....                     | 31        | Henderson .....                | 88         |
| Северсталь .....                  | 32        | М.Видео-Эльдорадо .....        | 90         |
| НЛМК .....                        | 33        | Novabev.....                   | 92         |
| ММК.....                          | 34        | <b>Электроэнергетика</b> ..... | <b>94</b>  |
| Мечел.....                        | 35        | Интер РАО .....                | 95         |
| Распадская .....                  | 36        | Русгидро .....                 | 97         |
| ТМК .....                         | 37        | Юнипро.....                    | 99         |
| Полюс.....                        | 38        | ФСК-Россети .....              | 101        |
| Polymetal .....                   | 39        | Мосэнерго .....                | 102        |
| Южуралзолото (ЮГК).....           | 40        | ОГК-2 .....                    | 104        |
| Алроса .....                      | 41        | ТГК-1 .....                    | 106        |
| <b>Финансовый сектор</b> .....    | <b>43</b> | <b>Транспорт</b> .....         | <b>108</b> |
| Сбер.....                         | 44        | Совкомфлот .....               | 109        |
| ВТБ .....                         | 46        | Globaltrans.....               | 111        |
| ТКС .....                         | 48        | Аэрофлот.....                  | 113        |
| МКБ.....                          | 50        | <b>Удобрения</b> .....         | <b>115</b> |
| Банк Санкт-Петербург .....        | 51        | Фосагро.....                   | 116        |
| Московская биржа .....            | 52        | <b>Промышленность</b> .....    | <b>118</b> |
| <b>Девелоперы</b> .....           | <b>53</b> | Segezha .....                  | 119        |
| ПИК .....                         | 54        |                                |            |
| Самолет.....                      | 56        |                                |            |
| ЛСР.....                          | 58        |                                |            |
| Эталон .....                      | 60        |                                |            |

26 марта 2024 г.

## Взгляд на рынок

### Динамика индекса РТС и МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Индекс МосБиржи

Нейтральный

#### Потенциал роста

22% с дивидендами  
12% без дивидендов

#### Топовые дивидендные истории:

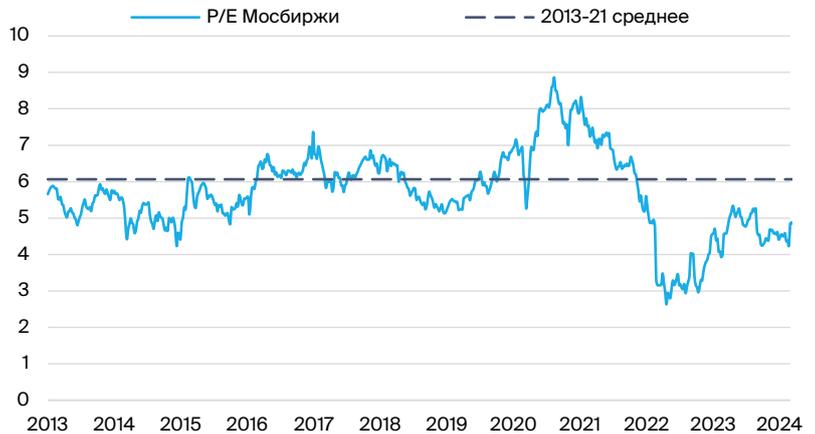
СургутНГ-ап, МТС, Транснефть, Сбер-ао, Северсталь, ЛСР

## Дивиденды снова дадут заработать, обещают быть рекордными

**Сохраняем цель по индексу в 3650 п. (4000 п. с дивидендами), долгосрочный взгляд понижен до нейтрального**

Мы сохранили цель по индексу на год вперед на прежних уровнях: 4000 п. с учетом дивидендов и 3650 п. без них. С учетом текущих уровней индекса (+8% к уровню в предыдущей стратегии) потенциал роста теперь составляет 22% (12% без дивидендов). Как следствие, мы пересмотрели долгосрочный взгляд на рынок на нейтральный, исходя из потенциала роста бумаг, и это согласуется с историческими оценками самого индекса. Так, соотношение капитализации к прогнозной на следующие 12 месяцев прибыли (мультипликатор P/E находится на уровне 4.8x (в прошлой стратегии – 4.4x), сократив дисконт к историческому среднему за 2013-21 гг. до 21%.

**Рынок РФ – дисконт P/E к историческим уровням сократился до 21%**



Источник: МосБиржа, БКС Мир Инвестиций

**Краткосрочный взгляд остается позитивным, дивидендный сезон будет рекордным**

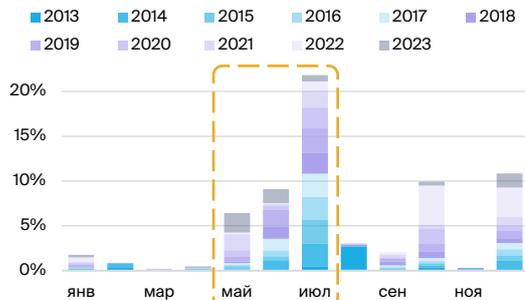
Мы сохраняем позитивный краткосрочный взгляд и ждем 15%-ную доходность рынка (с учетом дивидендов) уже до конца июля – окончания дивидендного сезона, который исторически приходится на май-июль. Дивидендный сезон обещает быть рекордным: наш прогноз дивдоходности почти 10% на 12 месяцев вперед сильно выше 4-8% за прошлые годы.

**Дивдоходность индекса МосБиржи ожидается рекордной**



Источник: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

### Дивдоходность по месяцам, пик – с мая и по июль



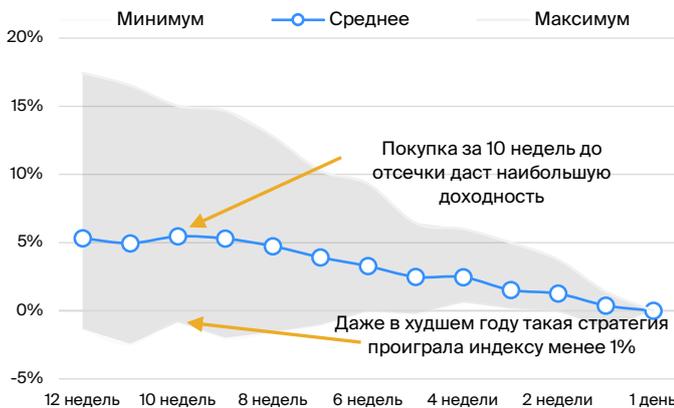
Источник: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

Мы проанализировали поведение цен 175 высоколиквидных акций за последние семь лет и рассчитали, что оптимальным временем для покупки дивидендных бумаг является период за 10 недель до экс-дивидендной даты. Исторически это позволяло получить доходность в среднем на 5.5% выше индекса полной доходности. Даже в самом негативном сценарии такая стратегия не проигрывала индексу больше 1%.

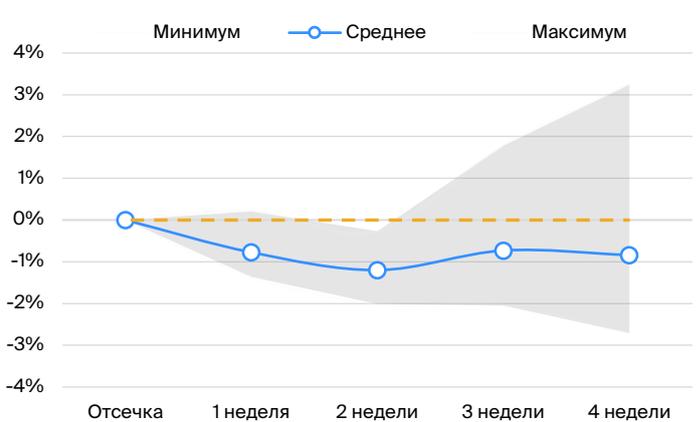
При этом удерживать акции после экс-дивидендной даты нет смысла: средняя просадка в цене бумаг составляет 14-16%, а с учетом уплаты НДФЛ прибыль от такого удержания становится околонулевой. Стратегия покупки акций после дивидендного гэпа, рассчитывая на его скорое закрытие, также несостоятельна. В абсолютном большинстве случаев закрытие дивгэпа это миф: цены таких бумаг после дивотсечки не обгоняют рынок, а гэп закрывается в течении полутора месяцев лишь в 50% случаев.

Динамика дивидендных бумаг против индекса с 2016 г.



Источник: МосБиржа, БКС Мир Инвестиций

Быстрое закрытие дивгэпа – не более чем миф



Источник: МосБиржа, БКС Мир Инвестиций

**Наша дивидендная корзина**

Мы выделяем топ-10 дивидендных историй на следующие четыре месяца с учетом ожидаемой дивидендной доходности и высокой уверенности в том, что дивиденды будут выплачены. Мы рекомендуем вкладываться в эти дивидендные бумаги уже сейчас, так как дивотсечки по ним наступят через 5-16 недель – и до наступления дивотсечек считаем, что бумаги покажут себя лучше рынка.

**Дивидендная корзина**

| Компания      | Цел. цена, RUB | Взгляд      | Дивиденд RUB/акц. | Дивдох. на 4 мес. | Вероят. выплаты | Дата дивотсечки |
|---------------|----------------|-------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| СургутНГ-ап   | 72             | Нейтральный | 11.2              | 17.8%             | Высокая         | 18 июля         |
| МТС           | 380            | Позитивный  | 36                | 12.4%             | Высокая         | 28 июня         |
| Транснефть-ап | 2000           | Нейтральный | 186               | 11.5%             | Высокая         | 11 июля         |
| Сбер-ао       | 410            | Позитивный  | 33.9              | 11.5%             | Высокая         | 10 мая          |
| Северсталь    | 2100           | Нейтральный | 191.51*           | 10.7%             | Высокая         | 18 июня         |
| ЛСР           | 800            | Негативный  | 100*              | 10.6%             | Высокая         | 2 мая           |
| ММК           | 80             | Позитивный  | 5.2               | 9.4%              | Высокая         | 2 июня          |
| Магнит        | 9400           | Нейтральный | 618               | 8.2%              | Высокая         | 25 июня         |
| Интер РАО     | 6.0            | Позитивный  | 0.326*            | 8.0%              | Высокая         | 3 июня          |
| МосБиржа      | 260            | Нейтральный | 17.35             | 8.0%              | Высокая         | 14 мая          |

\*уже объявлены  
Источник: БКС Мир инвестиций

**Ограниченный рост рынка после дивидендного сезона**

После окончания сезона дивидендов в июле мы рекомендуем инвестору нормализовывать соотношение акций и облигаций/депозитов со смещением в сторону последних. С учетом ожидаемого роста рынка на 15% в ближайшие четыре месяца и 22%-го потенциала на 12 месяцев остаточный рост рынка составит 6%. На этом фоне доходности облигаций/депозитов станут более привлекательными, хотя и будут на начальном этапе снижения, при этом риски в таких инструментах меньше.

26 марта 2024 г.

### Динамика индекса МосБиржи и дивдоходности рынка



Источники: МосБиржа, БКС Мир Инвестиций

С одной стороны, снижение ключевой ставки будет катализатором для рынка. С другой — снижение ставки, ожидаем, будет плавным и уже учтено рынком. При этом P/E рынка на 12 месяцев вперед (сейчас 4.8x) после 15%-го роста индекса в следующие четыре месяца составит 5.2x при неизменном консенсус-прогнозе. Таким образом, дисконт к историческому среднему в 6x сократится до 15%. Это также косвенно подтверждает ограниченный потенциал роста рынка в оставшиеся восемь месяцев (до конца марта 2025 г.).

### Наши фавориты – экспортеры и финансовый сектор

После дивидендного сезона мы рекомендуем выбирать экспортеров нефти, золота и удобрений с учетом более слабого рубля. Мы также видим хороший потенциал роста в финсекторе. При нейтральном взгляде на рынок в целом у нас позитивный взгляд на нефтегазовый, металлургический, финансовый и сектор удобрений — рекомендуем оставаться в них. Динамика в акциях наших фаворитов обгоняет рынок в среднем на 10-11 п.п. в последние 10 лет. Мы выделяем Лукойл, Татнефть, Сбер, ТКС, Северсталь, Магнит и МТС в качестве наших фаворитов.

### БКС Мир инвестиций – наши фавориты

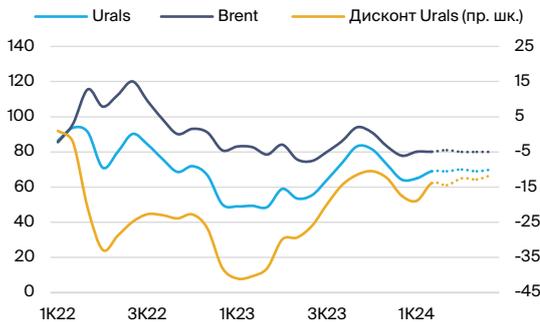
| Фаворит    | Причина для покупки  |
|------------|--|
| Лукойл     | Мы отдаем предпочтение Лукойлу по трем причинам. Во-первых, ослабление рубля улучшает и без того хорошую рентабельность EBITDA. Во-вторых, возврат к выплатам 100% свободного денежного потока в ближайшие 2-3 года обеспечит сильный рост дивидендов. В-третьих, по нашим оценкам, одобрение правительством предлагаемого обратного выкупа у иностранных акционеров может увеличить стоимость акций на 15-34%.  |
| Татнефть   | Акции компании выглядят привлекательно, во-первых, благодаря увеличению прибыли от ослабления рубля и устойчивых цен на нефть. Во-вторых, мы ожидаем, что компания существенно увеличит выплаты дивидендов в 2023 г., возможно, с минимума в 50% до 75%, что станет потенциальным позитивным катализатором в апреле.   |
| Сбер       | Сильные рыночные доли, разумная политика рисков и управления капиталом позволяют Сберу демонстрировать высокие финансовые результаты при уверенном органическом наращивании капитала. Сбер остается фундаментально привлекательным кейсом с историей развития в человекоцентричную компанию и сильным капиталом, что предполагает высокие дивиденды.   |
| ТКС        | ТКС имеет сильные позиции в финтехе и растущую клиентскую базу, которая достигла 40 млн клиентов (37.6 млн в 3К23). Компания предлагает широкий спектр продуктов и сервисов с онлайн-обслуживанием — более половины выручки приходится на бизнесы, несвязанные с кредитованием. Потенциальная интеграция с Росбанком позволит усилить рыночные позиции, приобрести экспертизу в корпоративном бизнесе и достичь целевой рентабельности 30%+ для новой структуры. |
| Северсталь | Компания сохраняет сильные рыночные позиции, высокую рентабельность и чистую денежную позицию, подкрепленную стабильно положительным свободным денежным потоком.   |

26 марта 2024 г.

|        |   |
|--------|---|
| Магнит | В приближении дивидендного сезона ждем позитивной динамики в бумагах. Прогнозируем дивдоходность 6-12% за 2023п. На 12 мес. взгляд нейтральный: перспективы роста выручки Магнита по-прежнему неопределенные, и на этом фоне оценка в 3.8x EV/EBITDA и 8x P/E 2024п выглядит справедливо. |
| МТС    | У нас позитивный взгляд на акции МТС: считаем оценку в 4.1x EV/EBITDA 2024п и 9x P/E 2024п привлекательной на фоне катализаторов. Ключевой из них – дивиденд за 2023 г. с ожидаемой нами доходностью 12%. Также возможное IPO МТС Банка позитивно для настроений в акциях.                |

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика цены нефти, \$/барр.



Источник: БКС Мир инвестиций

**Геополитические и макрориски – все еще на радаре, но небольшие**

**Геополитические и санкционные риски**

Ключевые риски ограничений на внешнеэкономическую деятельность российских компаний лежат в области контроля за соблюдением действующих санкций и предотвращению мер их обхода. Вероятность введения новых жестких ограничений не рассматривается как основной сценарий, так как нет предпосылок для качественного изменения внешнеполитического ландшафта.

**Риск мировой рецессии / замедления крупнейших экономик**

Текущие темпы роста ниже среднегодовых за последнее время, однако рецессии удалось избежать. Экономика США продолжает расти более чем на 3%, а Китай постепенно выходит из застоя в направлении целевых 5% роста. Новогодние праздники подтолкнули потребительскую активность в Поднебесной, склонность к потреблению восстанавливается в сторону допандемийных уровней, а власти таргетируют рост экспорта, ограничивая укрепление юаня.

**Риски нефтегазовых поступлений в бюджет**

Цены на российскую марку нефти Urals остаются выше заложенной на этот год цены отсечения по бюджетному правилу в \$60/баррель, что позитивно для российского бюджета. Налоговые платежи поддерживают курс рубля вблизи заложенного в бюджет уровня, в том числе благодаря механизму обязательной продажи валюты.

**Риски негативного влияния высоких ставок на рост экономики**

Повышенные ставки не мешают высоким темпам кредитования физических и юридических лиц, поддерживая тем самым повышенный спрос в экономике и инфляцию. При этом более медленные темпы дезинфляции сдвигают вправо (по временной шкале) ожидания аналитиков и рынка относительно периода смягчения денежно-кредитной политики.

**Налоговые риски**

Прояснение контуров новой бюджетно-налоговой политики на долгосрочную перспективу займет некоторое время. Расходы и налоги будут выше. Ожидается рост налоговой нагрузки как на население, так и на бизнес. Мы полагаем, что добывающий сектор будет ключевым источником повышения налогов. Наиболее существенное увеличение налоговой нагрузки с точки зрения объемов и восприятия налогоплательщиками ожидается на экспортно ориентированный сектор добычи твердых полезных ископаемых и продуктов их первичного передела.

26 марта 2024 г.

## Макроэкономика

### Ждем, что период высоких ставок затянется

**ЦБ считает разгон инфляции сугубо внутренним явлением.** Банк России воспринимает текущий инфляционный цикл как сугубо внутреннее явление, связанное с расширением бюджетных стимулов экономики. В этих условиях возвращать инфляцию к целевому показателю ЦБ (4–4.5%) придется долго. Нужно будет держать высокие ставки дольше, чем ожидалось: как в начале таргетирования инфляции в РФ в 2013 г. или в период высокой инфляции в США в 1980-х (в коммуникациях с рынком и аналитиками ЦБ неоднократно ссылаются на опыт ФРС). После недавних заявлений регулятора рынок стал закладывать начало снижения ставки на второе полугодие.

**Серьезное снижение ставки начнется не раньше осени.** Мы не ожидаем, что ЦБ начнет понижать ставку в общей сумме на 100 б.п. и более раньше осени. Совет директоров Банка России склоняется к плавному смягчению монетарной политики. Это логично, учитывая довольно инертную инфляцию и слабое замедление кредитования при высоких ставках. Скорее всего, ЦБ будет выбирать между плавным снижением ставки на 0.25–0.50 п.п и большими шагами с паузами. Основной эффект смягчения придется на 4К24. Вероятно, ставку начнут понижать не раньше июля: к июльскому заседанию регулятор будет лучше понимать траекторию замедления инфляции во втором полугодии. На конец года ожидаем ключевую ставку не менее 12%.

**Кредитная активность превзошла ожидания.** Одна из ключевых причин, почему снижение ставок задерживается, заключается в более высоком, чем ожидалось, кредитовании физических и юридических лиц. В январе объем выданных займов вырос по сравнению с январем 2023 г. на 27% и 20.3% для физлиц и юрлиц соответственно. Население кредитуются благодаря росту номинальных заработных плат, а также из-за опасений высокой инфляции и сокращения программ льготной ипотеки в будущем. Компании берут больше кредитов по плавающей ставке или в валюте на фоне высокой выручки и спроса. Часть юрлиц, связанных с импортозамещением и выполнением оборонного заказа, кредитуются по льготным ставкам. У них почти нет ограничений по финансовым ресурсам.

**Заработные платы активно растут, стимулируя внутренний спрос.** Рынок труда остается дефицитным и провоцирует рост заработных плат. В 2023 г. зарплаты выросли в среднем на 14.1% г/г, а в декабре – на 16.6%. Тренд по большей части наблюдается у сотрудников с низкими доходами: «голубые воротнички», низкоквалифицированная рабочая сила, и так далее. С ростом доходов у этих работников расширяются потребительские возможности в ранее недоступных секторах. В результате совокупный спрос становится устойчивым и менее чувствительным к процентной ставке.

**Снижение инфляции будет медленным** из-за устойчивого роста реальных доходов, сдержанного предложения и индексации тарифов. Рост реальных доходов и устойчиво высокое кредитование поддерживают инфляцию выше 7% с конца 2023 г. А на фоне сильного спроса производители переносят в цены растущие издержки, в том числе и повышение зарплат. Завершение выборов и формирование нового правительства – благоприятный период для нового уровня цен, особенно в продовольствии. При этом предстоящая индексация тарифов, которой не было полтора года, и туристический сезон дополнительно скажутся на ценах. Уже в феврале рост цен превысил прогнозы (+7.7% против 7.6%) за счет инфляции в выездном туризме и авиаперелетах. Свою роль сыграли сильный спрос и ограниченное предложение. Все эти факторы будут мешать активному снижению инфляции летом.

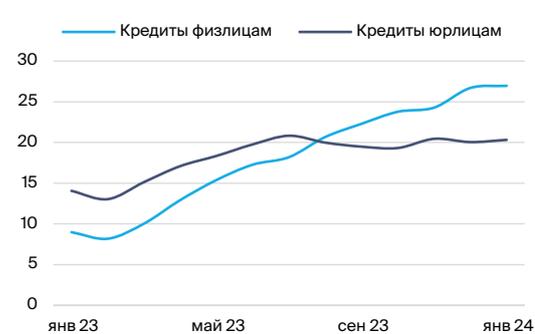
**Сильный внутренний спрос поддержит рост ВВП в 2024 г.** Мы повысили прогноз роста ВВП на 2024 г. до 2% г/г с 1% за счет сильного спроса в экономике, в том числе благодаря кредитованию. Однако у нас нет данных по внешней торговле и изменению структуры инвестиций, в том числе в запасы, поэтому прогнозировать ВВП сложно. Экономика ищет новую точку равновесия и претерпевает качественные изменения. При этом она явно перегрета, о чем говорят инфляция и рынок труда. Кроме того, оценить потенциальные темпы роста ВВП непросто еще и потому, что статистика сейчас искажена оборонными расходами (данные по инвестициям в запасы) и недавней интенсификацией рынка труда.

### Прогноз инфляции и ключевой ставки



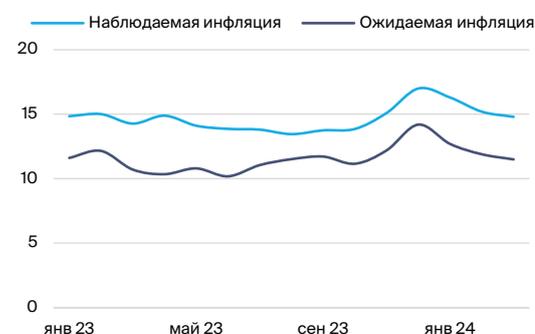
Источники: Росстат, Банк России, БКС Мир инвестиций

### Темп роста кредитования, % г/г



Источники: Банк России, БКС Мир инвестиций

### Наблюдаемая и ожидаемая инфляция, % г/г



Источники: Банк России, БКС Мир инвестиций

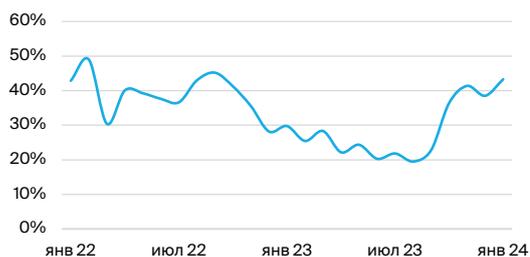
### Темп роста заработных плат и инфляции, % г/г



Источники: Банк России, Росстат, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Доля продажи валюты от экспорта товаров, %



Источники: Банк России, БКС Мир инвестиций

Резервы экономики, связанные с повышением эффективности трудовых ресурсов до 2022 г. были достаточно велики. Потому дефицит труда может оказаться не таким серьезным, а потенциальные темпы роста ВВП выше прежних оценок. До появления длинных статистических рядов сложно делать точные оценки роста ВВП на долгий горизонт.

**Рубль в 2024 г. будет стабилен благодаря продаже валюты.** Обязательная продажа валюты обеспечила достаточное предложение (доля от экспорта вернулась к 40-50% – докризисному уровню февраля 2022 г.) и помогла укрепить курс на 10%. Вероятность, что обязательные продажи продлят до конца 2024 г. крайне высока, так как они доказали свою эффективность и устраивают ключевых игроков. Также рубль поддержит продажа валюты ЦБ в рамках зеркалирования операций по использованию средств ФНБ для внутренних инвестиций и финансирования дефицита бюджета сверх бюджетного правила. Наш прогноз среднего курса на 2024 г. – RUB 91.9.

## Обязательная продажа валюты и курс рубля



Источники: Банк России, БКС Мир инвестиций

## Ключевые макроэкономические прогнозы

|  | 2023 | Новый | 2024п  |          | Изм.  | 2025п  |          | Изм. |
|--|------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|------|
|  |      |       | Старый | Новый    |       | Старый |          |      |
| Рост ВВП, г/г                          | 3.6  | 1.9%  | 1.0%   | 0.9 п.п. | 2.0%  | 1.0%   | 1.0 п.п. |      |
| Номинальная процентная ставка, средняя | 9.9  | 15.1% | 14.1%  | 1.0 п.п. | 10.4% | 9.1%   | 1.3 п.п. |      |
| Инфляция, конец периода                | 7.4  | 5.1%  | 5.0%   | 0.1 п.п. | 4.2%  | 4.1%   | 0.1 п.п. |      |
| Курс RUB /USD, средний                 | 85.2 | 91.9  | 86.6   | 6.12%    | 95.2  | 85     | 12.0%    |      |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Обновленные прогнозы курса рубля и цен на нефть и газ

|  | 4К23  | 1К24п | 2К24п | 3К24п | 4К24п | 1К25п | 2К25п | 3К25п | 4К25п | 2022   | 2023  | 2024п | 2025п |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| RUB/\$, конец периода (новый)                | 89.7  | 90.2  | 92.1  | 92.9  | 94.1  | 94.5  | 95.0  | 96.6  | 97.2  | 70.3   | 89.7  | 94.1  | 97.2  |
| RUB/\$, средний (новый)                      | 92.7  | 90.5  | 91.2  | 92.5  | 93.5  | 94.3  | 94.8  | 95.8  | 96.9  | 68.1   | 85.1  | 91.9  | 95.5  |
| RUB/\$, конец периода (старый)               | 90.9  | 87.8  | 85.4  | 85.1  | 85.2  | 84.2  | 84.5  | 85.9  | 85.9  | 70.3   | 90.9  | 85.2  | 85.9  |
| RUB/\$, средний (старый)                     | 93.2  | 89.4  | 86.6  | 85.2  | 85.1  | 84.7  | 84.4  | 85.2  | 85.9  | 68.1   | 85.1  | 86.6  | 85.0  |
| Изменение: RUB/\$, конец периода             | -1.2  | 2.4   | 6.7   | 7.8   | 8.9   | 10.3  | 10.5  | 10.7  | 11.3  |        | -1.2  | 8.9   | 11.3  |
| Изменение: RUB/\$, средний                   | -0.4  | 1.1   | 4.6   | 7.3   | 8.4   | 9.6   | 10.4  | 10.6  | 11.0  |        |       | 5.3   | 10.4  |
| Brent, \$ за барр. (новый)                   | \$83  | \$81  | \$81  | \$80  | \$80  | \$80  | \$80  | \$80  | \$80  | \$99   | \$82  | \$81  | \$80  |
| Urals, \$ за барр. (новый)                   | \$69  | \$69  | \$70  | \$69  | \$70  | \$75  | \$75  | \$75  | \$75  | \$80   | \$64  | \$70  | \$75  |
| Brent-Urals спред (новый)                    | \$14  | \$12  | \$11  | \$11  | \$10  | \$5   | \$5   | \$5   | \$5   | \$19   | \$18  | \$11  | \$5   |
| Brent, \$ за барр. (старый)                  | \$83  | \$83  | \$80  | \$78  | \$78  | \$80  | \$80  | \$80  | \$80  | \$99   | \$82  | \$80  | \$80  |
| Urals, \$ за барр. (старый)                  | \$69  | \$66  | \$66  | \$67  | \$70  | \$75  | \$75  | \$75  | \$75  | \$80   | \$64  | \$67  | \$75  |
| Brent-Urals спред (старый)                   | \$14  | \$17  | \$14  | \$11  | \$8   | \$5   | \$5   | \$5   | \$5   | \$19   | \$18  | \$13  | \$5   |
| Изменение: Brent, \$ за барр.                |       | -\$2  | \$1   | \$2   | \$2   |       |       |       |       |        |       | \$1   |       |
| Изменение: Urals, \$ за барр.                |       | \$3   | \$4   | \$2   |       |       |       |       |       |        |       | \$3   |       |
| Изм.: Brent-Urals спред, \$ за барр.         |       | -\$5  | -\$3  |       | \$2   |       |       |       |       |        |       | -\$2  |       |
| Цены на газ в Европе, \$/тыс. куб. м (нов.)  | \$495 | \$320 | \$300 | \$305 | \$345 | \$355 | \$365 | \$280 | \$280 | \$1360 | \$475 | \$320 | \$320 |
| Цены на газ в Европе, \$/тыс. куб. м (стар.) | \$495 | \$345 | \$345 | \$350 | \$385 | \$385 | \$365 | \$280 | \$280 | \$1360 | \$475 | \$355 | \$328 |
| Изменение: \$/тыс. куб. м                    |       | -\$25 | -\$45 | -\$45 | -\$40 | -\$30 |       |       |       |        |       | -\$35 | -\$8  |

Источники: Интерфакс, Investing.com, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Методология оценки

### Премия за риск, безрисковая ставка и диапазоны оценки

Безрисковая ставка больше не растет после повышений ставки ЦБ. Повышение базовой ставки кредитования до 16% в декабре с 7.5% летом 2023 г. совпало с ростом доходностей 10-летних рублевых суверенных облигаций, по которым мы определяем безрисковую ставку (RFR) для наших моделей дисконтирования денежных потоков (ДДП) и дивидендов (МДД). Однако после выхода нашей [стратегии на 1К24](#) в декабре 2023 г. доходность 10-летних облигаций осталась на уровне 12%.

Сохраняем премию за риск на уровне 8.5%. Наша стоимость акционерного капитала (COE), то есть сумма безрисковой ставки и премии за риск составляет  $12\% + 8.5\% = 20.5\%$ . В нашей [стратегии на 4К23](#) COE была 20%.

**Как присваивается рекомендация: избыточная доходность и оценка.** Наши аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев по акциям под покрытием, применяя различные методологии: анализ мультипликаторов, модели дисконтирования денежных потоков и дивидендов. Для присвоения позитивного взгляда бумаге недостаточно просто иметь потенциал роста до целевой цены за год. Потенциал должен быть достаточным, чтобы оправдать стоимость капитала для инвестирования. Например, учитывая, что сейчас наша стоимость капитала составляет 20.5%, акция с потенциалом роста 25% до целевой цены на 12 месяцев будет иметь избыточную доходность лишь  $25\% - 20.5\% = 4.5\%$ .

Мы присваиваем акциям с избыточной доходностью меньше -10% взгляд «негативный», больше +10% – «позитивный», а бумагам в промежутке между этими значениями – «нейтральный».

Кривая доходности суверенных 10-летних выпусков РФ и ключевая ставка ЦБ



Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Нефть и газ

### Слабее рубль – выше оценка в нефти возможны резкие движения

Оценки компаний растут на слабом рубле. Мы повысили целевые цены акций нефтегазовых компаний в среднем на 15%, полагая, что рубль будет слабеть, а рост СПГ мощностей Новатэка задерживается. При этом для акций нефтяников целевые подняли на 19%, а для газовых компаний – на 8%. Сектор снова выглядит недооцененным и мы улучшаем взгляд на семь бумаг (Лукойл, Роснефть, Татнефть-ао и Татнефть-ап, Газпром, Новатэк и Башнефть-ап) до позитивного, а на две (Сургутнефтегаз-ап и Газпром нефть) – до нейтрального. Ухудшили взгляд мы лишь на одну бумагу: на Транснефть-ап – до нейтрального из-за сильной динамики котировок.

Цены на нефть стабилизировались вблизи средних уровней, но риск волатильности высок. Наши прогнозы цены на нефть Brent на 2024-25 гг. остаются в районе \$80 за баррель, что несколько ниже текущих уровней. Мы повышаем прогноз цены нефти Urals на 2024 г. на \$3 до \$70 за баррель, поскольку дисконт Urals к Brent вернулся к \$10 раньше, чем ожидалось. Brent близка к историческому уровню середины цикла с поправкой на инфляцию, но, как показывает наш анализ, цены могут резко уйти как вверх, так и вниз.

После теплой зимы – негативный сценарий цен на газ. Мы понижаем прогноз стоимости газа в Европе на 2024 г. на 10% (или \$35) до \$320 за тыс. куб. м, а на 2025 г. – на 2% (\$8) до \$320. Зима в регионе была теплой и ветреной, и запасы газа в хранилищах обновили рекорды. Теперь газ будет дешеветь весь год или по крайней мере до начала отопительного сезона в октябре.

Нефть: рентабельность остается высокой. ОПЕК+ все больше сокращает добычу, налоги в 2024 г. году немного вырастут, а простои НПЗ из-за внешних факторов создают проблемы. Однако слабый рубль и сужение дисконта Urals к Brent означают, что рентабельность остается высокой. Результаты нефтяных компаний за 2023 г. по МСФО подтверждают, что EBITDA в долларах США остается выше докризисных 2015-21 гг. При этом РФ сократит добычу на 500 тыс. баррелей в сутки (на 4%), чтобы сравняться с Саудовской Аравией, которая добывает 9 млн баррелей. Таким образом, мы повышаем среднюю целевую цену на нефть на 15%.

Газ: в поисках новых трубопроводных клиентов, проблемы с танкерами. Акции газового сектора не особо помогает ослабление рубля, и они остаются под давлением. Газпром рассчитывает на Китай и Центральную Азию, чтобы заместить огромные потери в европейском экспорте, а Новатэк не может найти танкеры ледового класса, чтобы нарастить производство СПГ. Мы повысили целевые цены газовых акций в среднем на 8%.

Катализаторы: Сила Сибири-2, СПГ-танкеры, обратный выкуп у Лукойла, ценовой шок в нефти. Шансы, что РФ и Китай подпишут контракт по Силе Сибири-2 во 2К24 невелики, но сделка может поддержать акции Газпрома. Арктик СПГ-2 Новатэка еще не получил ни одного танкера ледового класса, хотя первая линия уже готова. Поэтому любой СПГ-танкер – позитив для бумаг компании. Заявку Лукойла на выкуп 25% акций со скидкой 50% вряд ли одобряют, но, если это произойдет, котировки могут прибавить 15-35%. Наконец, мы не исключаем мощного скачка цен на нефть вверх или вниз с текущих среднециклических уровней, что способно повлиять на весь рынок акций РФ.

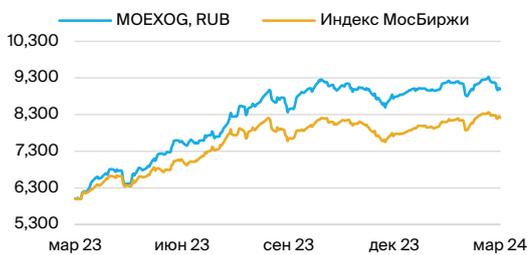
### Взгляд на сектор

Позитивный

Средний потенциал роста 38%

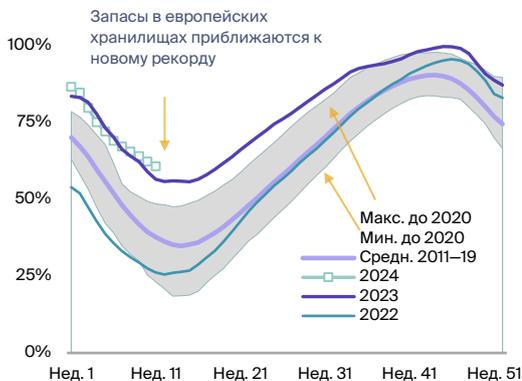
Фавориты Татнефть, Лукойл

### Динамика индекса нефти и газа МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

### Заполняемость газохранилищ Европы, % от полной



Источники: GIE

### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|               | Взгляд      |             | Целевая цена, RUB |        | Изм. | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |           | P/E   |       |           |
|---------------|-------------|-------------|-------------------|--------|------|------------|------------|-----------|-------|-----------|-------|-------|-----------|
|               | Новый       | Старый      | Новая             | Старая |      |            |            | 2023п     | 2024п | Цель 2024 | 2023п | 2024п | Цель 2024 |
| Газпром       | Позитивный  | Нейтральный | 230               | 210    | 10%  | 42%        | 22%        | 4.6       | 4.6   | 5.6       | 6.0   | 4.1   | 5.8       |
| Лукойл        | Позитивный  | Нейтральный | 10 300            | 8500   | 21%  | 37%        | 16%        | 2.9       | 4.1   | 5.6       | 4.5   | 5.5   | 6.3       |
| Новатэк       | Позитивный  | Нейтральный | 1900              | 1800   | 6%   | 43%        | 22%        | 9.3       | 8.2   | 11.6      | 8.7   | 5.4   | 7.7       |
| Газпром нефть | Нейтральный | Негативный  | 1050              | 930    | 13%  | 27%        | 8%         | 4.0       | 4.5   | 5.5       | 6.1   | 6.1   | 7.8       |
| Роснефть      | Позитивный  | Нейтральный | 840               | 710    | 18%  | 44%        | 23%        | 4.8       | 5.0   | 5.9       | 3.6   | 4.0   | 5.8       |
| СургутНГ-ао   | Негативный  | Негативный  | 30                | 30     | 0%   | 1%         | -20%       | отр.      | отр.  | отр.      | 1.1   | 1.9   | 1.9       |
| СургутНГ-ап   | Нейтральный | Негативный  | 72                | 54     | 33%  | 16%        | -2%        | отр.      | отр.  | отр.      | 2.2   | 3.9   | 4.6       |
| Татнефть-ао   | Позитивный  | Нейтральный | 1050              | 850    | 24%  | 44%        | 23%        | 4.3       | 4.6   | 6.6       | 5.5   | 5.5   | 8.0       |
| Татнефть-ап   | Позитивный  | Нейтральный | 980               | 810    | 21%  | 36%        | 14%        |           |       |           | 5.5   | 5.5   | 7.4       |
| Транснефть-ап | Нейтральный | Позитивный  | 2000              | 2000   | 0%   | 26%        | 8%         | 0.7       | 0.8   | 0.8       | 4.0   | 4.5   | 5.7       |
| Башнефть-ао   | Нейтральный | Нейтральный | 3400              | 2800   |      | 17%        | -2%        | 1.4       | 1.5   | 1.9       | 2.8   | 3.7   | 4.4       |
| Башнефть-ап   | Позитивный  | Нейтральный | 2900              | 2400   |      | 35%        | 14%        |           |       |           | 2.1   | 2.7   | 3.7       |

Данные на 22 марта; \* Избыточная доходность = потенциал роста – стоимость акционерного капитала  
Источники: Интерфакс, МосБиржа, оценки БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

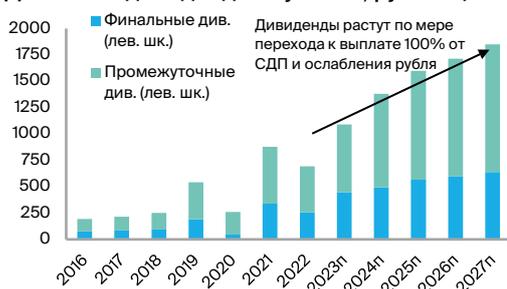
## ЛКОН RX

| Взгляд            |        | Позитивный      |         |
|-------------------|--------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 10,300 | Рын. кап, \$млн | 55,248  |
| Цена, RUB         | 7,350  | EV, \$млн       | 56,328  |
| Потенциал         | 37%    | ADTV 3м, \$млн  | 51.6    |
| Изб. доходность   | 16%    |                 | 23E 24E |
| Free float        | 54%    | EV/EBITDA       | 2.9 4.1 |
| Free float, \$млн | 29,834 | P/E adj.        | 4.5 5.5 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Лукойла, руб./акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E Лукойла и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Лукойл

Мы меняем взгляд на акции Лукойла на позитивный и повышаем целевую цену на 21% до RUB 10 300/акц. с учетом ослабления ожиданий по рублю. Бумага торгуется на уровне 5.5x по мультипликатору P/E на 2024г, с 10%-ным дисконтом к 10-летнему среднему.

### Взгляд на компанию

Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи. Прибыль нефтяного сектора в 2023г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015-21гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. Ключевой акционер Лукойла находится под санкциями, что несет средние риски для бизнеса компании.

### Драйверы роста

- **Важный катализатор – вероятный обратный выкуп акций.** При одобрении правительства Лукойл планирует выкупить 25% акций у инвесторов из «недружественных стран» с 50%-ным дисконтом. В зависимости от параметров сделки такой шаг может повысить нашу оценку на 15-34%.
- **Дивиденды за 2023 г. стали рекордными, ждем роста выплат.** Промежуточные дивиденды разочаровали ожидания, но дивиденды за весь год в размере RUB 945/акц. по-прежнему оказались рекордными за всю историю, и мы ожидаем значительного роста в ближайшие годы, когда компании возвращается к политике выплаты 100% свободного денежного потока.

### Ключевые риски

- **Ралли в рубле может снизить инвестиционную привлекательность бумаги.** Прибыль нефтяников в рублевом выражении чувствительна к обменному курсу рубля к доллару. Скорее ралли в российской валюте, а не медленное понижение ее курса скажется на динамике котировок.
- **Волатильность цен на нефть может повыситься, уровень \$80/барр. исторически нестабилен.** Сейчас цены на нефть находятся вблизи долгосрочного среднего с поправкой на инфляцию, но исторически **черное золото торгуется гораздо выше или ниже**. В ближайшие 12 месяцев вероятен как мощный рост цен, так и падение.

### Основные изменения

Мы повышаем оценки чистой прибыли Лукойла на 2024-25 гг. После корректировок модели на фоне отчета компании за 2023 г. по МСФО. Также мы понизили прогнозы по курсу рубля, что подстегнет рост прибыли в долларовом выражении на фоне сокращения расходов относительно цен на нефть. Наша оценка на 2024 г. более консервативна, чем консенсус Санкт-Петербургской международной товарно-сырьевой биржи (СПбМТСБ), но гораздо выше рынка на 2025 г., вероятно, из-за различий в макропрогнозах.

### Оценка и взгляд

Мы повысили целевую цену, так как ждем более серьезного ослабления рубля. Мы повысили целевую цену по акциям Лукойла на 21% до RUB 10 300/акц. на фоне ослабления прогнозов по рублю. Мы меняем взгляд на позитивный с избыточной доходностью 13.5%. Бумага торгуется 5.5x по мультипликатору P/E на 2024г, с 8%-ным дисконтом к среднему за 10 лет.

26 марта 2024 г.

**Лукойл – ключевые изменения прогнозов**

| \$ млрд                       | 2024п |        |           | 2025п |        |          |
|-------------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|----------|
|                               | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                       | 79.9  | 81.2   | -2%       | 96.8  | 86.9   | 11%      |
| ЕБИТДА                        | 17.6  | 18.2   | -3%       | 23.5  | 20.6   | 14%      |
| Чистая прибыль                | 12.4  | 11.0   | 12%       | 14.2  | 11.9   | 19%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 22%   | 22%    | -0.4 п.п. | 24%   | 24%    | 0.6 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 16%   | 14%    | 1.9 п.п.  | 15%   | 14%    | 0.9 п.п. |
| Дивиденды объявл., руб./акц.  | 1380  | 1,155  | 19%       | 1750  | 1,340  | 31%      |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Лукойл – прогнозы БКС против консенсуса**

| \$ млрд                       | 2024п |       | Откл.  | 2025п |       | Откл.    |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|
|                               | БКС   | Конс. |        | БКС   | Конс. |          |
| Выручка                       | 79.9  | 100.1 | -20%   | 96.8  | 87.2  | 11%      |
| ЕБИТДА                        | 17.6  | 20.0  | -12%   | 23.5  | 16.4  | 43%      |
| Чистая прибыль                | 12.4  | 12.2  | 2%     | 14.2  | 8.9   | 59%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 22%   | 20%   | 2 п.п. | 24%   | 19%   | 5.4 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 16%   | 12%   | 3 п.п. | 15%   | 10%   | 4.4 п.п. |
| Дивиденды, RUB/акц.           | 1380  | 1151  | 20%    | 1750  | 713   | 145%     |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

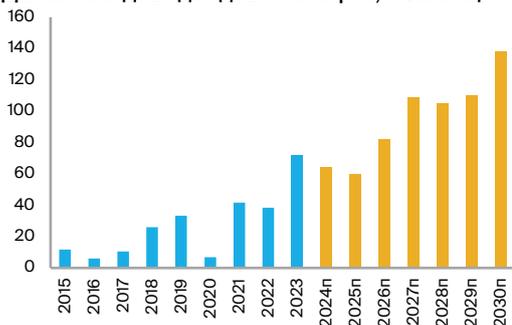
## ROSN RX

| Взгляд            |       | Позитивный      |         |
|-------------------|-------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 840   | Рын. кап, \$млн | 57,326  |
| Цена, RUB         | 557   | EV, \$млн       | 138,518 |
| Потенциал         | 44%   | ADTV 3м, \$млн  | 22.5    |
| Изб. доходность   | 23%   |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 11%   | EV/EBITDA       | 4.8 5.0 |
| Free float, \$млн | 6,306 | P/E adj.        | 3.6 4.0 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Роснефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E Роснефти и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Роснефть

Мы меняем взгляд на акции российского нефтедобытчика Роснефть на позитивный и повышаем целевую цену на 18% до RUB 840/акц. на фоне ослабления прогнозов по курсу рубля. Бумага торгуется на уровне 5.5x по мультипликатору P/E, с дисконтом 10% к 10-летнему среднему. Дивидендная доходность на 12 месяцев вперед составляет 12%.

### Взгляд на компанию

Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи. Прибыль нефтяного сектора в 2023 г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015-21 гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. Роснефть находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

### Драйверы роста

- Динамика прибыли – по-прежнему выше тренда. EBITDA Роснефти за 2023 г. составила \$35.3 млрд., что на 40% выше докризисных уровней 2015-21 гг. в долларовом выражении, чистая прибыль выросла на 170%.
- Проект Восток Ойл, вероятно, будет отложен, но инфраструктуру начнут использовать раньше. Нефтедобыча с новых месторождений Восток Ойл, вероятно, будет отложена из-за ограничений ОПЕК+, но диверсификация экспортных путей будет реализована к началу 2025 г., когда нефть из Ванкорского кластера будет перенаправлена на экспортные мощности Восток Ойл.

### Ключевые риски

- Волатильность цен на нефть может повыситься, уровень \$80/барр. исторически не стабилен. Сейчас цены на нефть находятся вблизи долгосрочного среднего с поправкой на инфляцию, но исторически черное золото торгуется гораздо выше или ниже. В ближайшие 12 месяцев вероятен как мощный рост цен, так и падение.
- Повышение ставок увеличивает стоимость обслуживания долга. Долговая нагрузка Роснефти – самая высокая в российском нефтегазе, чистый долг оценивается в \$50 млрд. Рост ставок, по нашим оценкам, повысит стоимость фондирования, так как приближается дата погашения существующего долга, который заменят новые выпуски.

### Основные изменения

Рост процентных расходов и снижение добычи повлияют на результаты 2024 г. Мы понизили прогнозы прибыли и дивидендов на 2024 г. на фоне сокращения добычи после решения ОПЕК+ на мартовском заседании и увеличения ожиданий по процентным расходам. Наша оценка чистой прибыли за 2024-25 гг. на 5-10% ниже рынка.

### Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену на фоне снижений прогнозов по курсу рубля, меняем взгляд на позитивный. Наша оценка на основе метода дисконтирования дивидендов (МДД) предполагает увеличение целевой цены акций Роснефти на 18% до RUB 840/акц. На это повлияли два фактора: ослабление курса рубля и расширение модели до 2030 г., что позволит полнее охватить прекрасные перспективы роста компании. С учетом избыточной доходности 23% мы меняем взгляд на бумагу с нейтрального на позитивный. Акции торгуются на уровне 5.5x по 2024п P/E, с 10%-ным дисконтом к 10-летнему среднему.

26 марта 2024 г.

## Роснефть – ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                  | 2024п        |        |           | 2025п        |        |           |
|--------------------------|--------------|--------|-----------|--------------|--------|-----------|
|                          | Новый        | Старый | Изм.      | Новый        | Старый | Изм.      |
| Выручка                  | <b>106.5</b> | 108.1  | -1%       | <b>111.8</b> | 108.1  | 3%        |
| ЕБИТДА                   | <b>35.0</b>  | 41.3   | -15%      | <b>35.0</b>  | 41.3   | -15%      |
| Чистая прибыль           | <b>14.9</b>  | 17.9   | -17%      | <b>13.3</b>  | 17.9   | -26%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | <b>33%</b>   | 38%    | -5.3 п.п. | <b>31%</b>   | 38%    | -6.9 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | <b>14%</b>   | 17%    | -2.6 п.п. | <b>12%</b>   | 17%    | -4.7 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB  | <b>65</b>    | 73     | -12%      | <b>60</b>    | 73     | -18%      |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Роснефть – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                  | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                          | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                  | 106.5 | 109.0 | -2%     | 111.8 | 105.5 | 6%      |
| ЕБИТДА                   | 35.0  | 34.5  | 2%      | 35.0  | 31.2  | 12%     |
| Чистая прибыль           | 14.9  | 16.6  | -10%    | 13.3  | 14.3  | -7%     |
| Дивиденды на акцию, RUB  | 64.6  | 75.3  | -14%    | 59.8  | 68.7  | -13%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 33%   | 32%   | 1 п.п.  | 31%   | 30%   | 2 п.п.  |
| Рент-ть чистой прибыли   | 14%   | 15%   | -1 п.п. | 12%   | 14%   | -2 п.п. |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

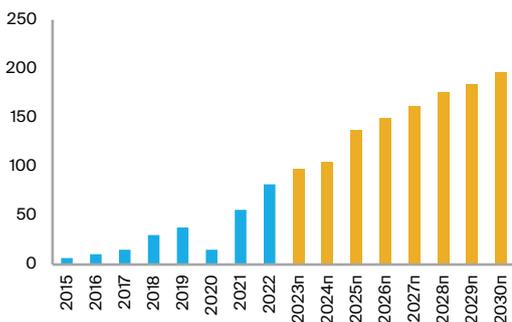
## SIBN RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 1,050       | Рын. кап, \$млн | 38,076  |
| Цена, RUB         | 744         | EV, \$млн       | 46,796  |
| Потенциал         | 27%         | ADTV 3м, \$млн  | 10.6    |
| Изб. доходность   | 8%          |                 | 23E 24E |
| Free float        | 4%          | EV/EBITDA       | 4.0 4.5 |
| Free float, \$млн | 1,523       | P/E adj.        | 6.1 6.1 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Газпром нефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E Газпром нефти и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Газпром нефть

На фоне снижения ожиданий по курсу рубля мы повышаем целевую цену по акциям Газпром нефти на 13% до RUB 1050/акц. и меняем взгляд на нейтральный. Отметим, что бумага торгуется по P/E 2024п на уровне 4.1x, с 8%-ной премией к историческому среднему 3.7x.

### Взгляд на компанию

**Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи.** Прибыль нефтяного сектора в 2023 г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015–21 гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. Несколько дочерних компаний Газпром нефти находятся под санкциями, что несет средние риски для бизнес-модели компании.

### Драйверы роста

- **Долгосрочная история роста впечатляет.** Существенный потенциал роста Газпром нефти завязан на ее проекты (проект «Зима», нефтяные оторочки сверхгигантских газовых месторождений Газпрома). Но для реализации этих планов в полной мере необходима отмена квот на добычу ОПЕК+.
- **Повышение дивидендов, похоже, подтверждено.** Выручка материнской компании Газпром от экспорта газа в Европу серьезно упала, поэтому ей потребуются больше дивидендов от дочерней Газпром нефти. Компания объявила о выплате 75% чистой прибыли за 9M23 при минимальном размере, согласно дивидендной политике, 50%. Мы полагаем, что выплата 75% чистой прибыли станет «новой нормой».

### Ключевые риски

- **Ралли в рубле может снизить инвестиционную привлекательность бумаги.** Прибыль нефтяников в рублевом выражении чувствительна к обменному курсу рубля к доллару. Скорее, ралли в российской валюте, а не медленное понижение ее курса скажутся на динамике котировок.
- **Волатильность цен на нефть может повыситься, уровень \$80/барр. исторически не стабилен.** Сейчас цены на нефть находятся вблизи долгосрочного среднего с поправкой на инфляцию, но исторически **черное золото торгуется гораздо выше или ниже**. В ближайшие 12 месяцев вероятен как мощный рост цен, так и падение.

### Основные изменения

**Улучшение динамики прибыли и прогноза дивидендов.** Мы повысили прогноз дивидендов на 2024 г. на 3% на фоне улучшения оценки прибыли. Мы исходили из выплаты 75% чистой прибыли. Консенсус по EBITDA на 2024 г. и особенно 2025 г. выглядит консервативно, но, возможно, основная причина в разнице макропрогнозов.

### Оценка и взгляд

**Мы меняем взгляд на нейтральный благодаря ослаблению прогнозов по рублю.** Снижение ожиданий по курсу российской валюты привело к повышению целевой цены Газпром нефти на 13% до RUB 1050/акц. При избыточной доходности 8% мы меняем взгляд на компанию на нейтральный.

26 марта 2024 г.

## Газпром нефть – ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                  | 2024п       |        | Изм.      | 2025п       |       | Изм      |
|--------------------------|-------------|--------|-----------|-------------|-------|----------|
|                          | Новый       | Старый |           | Старый      | Новый |          |
| Выручка                  | <b>39.7</b> | 40.5   | -2%       | <b>41.4</b> | 45.1  | -8%      |
| ЕБИТДА                   | <b>14.1</b> | 14.4   | -2%       | <b>16.5</b> | 17.8  | -7%      |
| Чистая прибыль           | <b>6.9</b>  | 7.2    | -3%       | <b>8.6</b>  | 8.9   | -4%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | <b>35%</b>  | 36%    | -0.1 п.п. | <b>40%</b>  | 39%   | 0.4 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | <b>17%</b>  | 18%    | -0.2 п.п. | <b>21%</b>  | 20%   | 1 п.п.   |
| Дивиденды на акцию, RUB  | <b>101</b>  | 98     | 3%        | <b>130</b>  | 121   | 8%       |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Газпром нефть – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                  | 2024п |       | Откл.   | 2025п |      | Откл.   |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|------|---------|
|                          | БКС   | Конс. |         | Конс. | БКС  |         |
| Выручка                  | 39.7  | 38.3  | 4%      | 41.4  | 38.4 | 8%      |
| ЕБИТДА                   | 14.1  | 12.7  | 11%     | 16.5  | 10.6 | 56%     |
| Чистая прибыль           | 6.9   | 8.3   | -17%    | 8.6   | 6.7  | 29%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 35%   | 33%   | 2 п.п.  | 40%   | 28%  | 12 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 17%   | 22%   | -4 п.п. | 21%   | 17%  | 3 п.п.  |
| Дивиденды, RUB/акц.      | 101   | 102   | -1%     | 130   | 60   | 118%    |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

|                  | SNGS RX    | SNGSP RX    |
|------------------|------------|-------------|
| Взгляд           | Негативный | Нейтральный |
| Целевая цена     | 30         | 72          |
| Цена             | 29         | 63          |
| Потенциал        | 1%         | 16%         |
| Изб. доходность  | -20%       | -2%         |
| Валюта           | RUB        | RUB         |
| ADTV 3м, \$млн   | 11.4       | 19.7        |
| Рын. кап., \$млн | 16,307     | 16,307      |
| EV, \$млн        | -39,133    | -39,133     |
| EV/EBITDA, 24E   | neg.       | neg.        |
| P/E adj., 24E    | 1.9        | 3.9         |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика дивидендов Сургутнефтегаза, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E обычки Сургутнефтегаза и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E префов Сургутнефтегаза и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Сургутнефтегаз

Мы сохраняем целевую цену по обыкновенным акциям Сургутнефтегаза на уровне RUB 30/акц. и подтверждаем негативный взгляд. По привилегированным бумагам наша целевая цена повышена на 33% до RUB 72/акц., а взгляд мы поменяли на нейтральный. Отметим, что обычка торгуется по 2024п P/E на уровне 1.9x, а префы – 3.9x, с 56%- и 12%-ными дисконтами к историческим средним. Все же инвесторам стоит обращать больше внимания на прогноз дивидендов, чем на мультипликаторы прибыли.

### Взгляд на компанию

Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи. Прибыль нефтяного сектора в 2023г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015–21гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. В отношении главы компании и нескольких «дочек» введены санкции, что несет средние риски для компании.

### Драйверы роста

- Вновь ожидаются «супердивиденды» за 2023 г. по префам, но выплаты за 2024 г. будут скромнее. В 2023 г. ожидается рекордный дивиденд на фоне высокой прибыли от курсовых разниц. Ждем рекордной выплаты по префам RUB 11.2/акц. (дивыходность 18%). Без столь мощной поддержки со стороны курса рубля выплата по префам за 2024 г. может упасть до RUB 6.3/акц. Дивыходность все еще неплохая – 10%, хотя и немного ниже аналогов, но оправдывает повышение взгляда до нейтрального.

### Ключевые риски

- Основные риски со стороны цен на нефть и рубля. Всем нефтяным компаниям России на руку рост цен на нефть и ослабление рубля. В обратной ситуации наши прогнозы прибыли и дивидендов снизятся.
- Рост дивидендов по обычке в ближайшем будущем маловероятен. Устав Сургутнефтегаза не требует минимальных выплат по обычке. Мы полагаем, что дивидендная доходность сохранится в пределах 2-3%.

### Основные изменения

Слабый рубль повысит прибыль, но мы переносим сроки выравнивания дивидендов. Мы понизили прогноз по курсу рубля, что значительно повысило целевую цену по префам. А целевая цена обычки прежняя: мы переносим сроки предполагаемого выравнивания дивидендов с 2027г. на 2029г. Мы более пессимистичны, чем рынок, по поводу перспектив чистой прибыли, следовательно и дивидендов по префам за 2023-24 гг., но немного опережаем консенсус по цифрам на 2025 г.

### Оценка и взгляд

Поменяли взгляд на префы. Мы сохраняем целевую цену по обычке Сургутнефтегаза на уровне RUB 30/акц. из-за переноса сроков выравнивания дивидендов на 2029 г. Мы подтверждаем негативный взгляд на обыкновенные акции компании с избыточной доходностью -20%. По префам наша целевая цена повышена на 33% до RUB 72/акц. за счет ослабления рубля. Мы сменили взгляд на нейтральный при избыточной доходности -2%.

26 марта 2024 г.

## Сургутнефтегаз – ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                          | 2023п |        |          | 2024п |        |           | 2025п |        |           |
|----------------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|
|                                  | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      |
| Выручка                          | 26.5  | 26.1   | 2%       | 27.0  | 27.4   | -1%       | 29.0  | 31.7   | -9%       |
| ЕБИТДА                           | 6.9   | 6.8    | 2%       | 6.1   | 7.0    | -13%      | 7.1   | 9.7    | -27%      |
| Прибыль от курсовых разниц       | 9.9   | 9.2    | 8%       | 1.7   | 1.7    | -1%       | 1.2   | 0.4    | 224%      |
| Чистая прибыль                   | 14.3  | 13.6   | 5%       | 7.4   | 8.0    | -7%       | 8.1   | 8.0    | 0%        |
| Рентабельность по ЕБИТДА         | 26%   | 26%    | 0 п.п.   | 22%   | 25%    | -2.9 п.п. | 24%   | 31%    | -6.1 п.п. |
| Рентабельность по чистой прибыли | 54%   | 52%    | 1.6 п.п. | 28%   | 29%    | -1.6 п.п. | 28%   | 25%    | 2.5 п.п.  |
| Дивиденды на об. акцию, RUB      | 0.82  | 0.82   | 0%       | 0.84  | 0.84   | 0%        | 0.86  | 0.88   | -2%       |
| Дивиденды на прив. акцию, RUB    | 11.2  | 10.7   | 5%       | 6.3   | 6.7    | -7%       | 7.1   | 7.1    | 0%        |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Сургутнефтегаз – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                       | 2023п |       |         | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|-------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                       | 26.5  | 27.3  | -3%     | 27.0  | 27.9  | -3%     | 29.0  | 27.7  | 5%      |
| ЕБИТДА                        | 6.9   | 8.2   | -16%    | 6.1   | 7.0   | -13%    | 7.1   | 7.3   | -3%     |
| Чистая прибыль                | 14.3  | 16.4  | -13%    | 7.4   | 8.1   | -9%     | 8.1   | 7.9   | 2%      |
| Дивиденды на об. акцию, RUB   | 0.82  | 0.81  | 2%      | 0.84  | 0.81  | 3%      | 0.86  | 0.80  | 8%      |
| Дивиденды на прив. акцию, RUB | 11.2  | 11.8  | -5%     | 6.3   | 5.9   | 6%      | 7.1   | 5.8   | 22%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 26%   | 30%   | -4 п.п. | 22%   | 25%   | -2 п.п. | 24%   | 26%   | -2 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 54%   | 60%   | -6 п.п. | 28%   | 29%   | -2 п.п. | 28%   | 29%   | -1 п.п. |

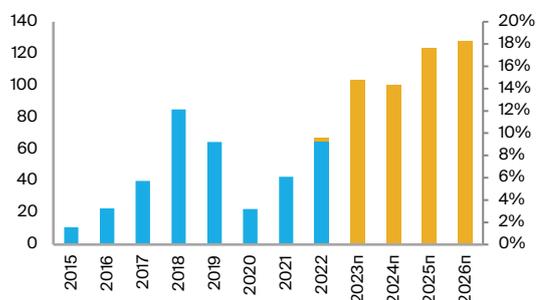
Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

|                  | TATN RX    | TATNP RX   |
|------------------|------------|------------|
| Взгляд           | Позитивный | Позитивный |
| Целевая цена     | 1,050      | 980        |
| Цена             | 701        | 698        |
| Потенциал        | 44%        | 36%        |
| Изб. доходность  | 23%        | 14%        |
| Валюта           | RUB        | RUB        |
| ADTV 3м, \$млн   | 14.3       | 4.1        |
| Рын. кап., \$млн | 17,102     | 17,102     |
| EV, \$млн        | 17,259     | 17,259     |
| EV/EBITDA, 24E   | 4.6        | -          |
| P/E adj., 24E    | 5.5        | 5.5        |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика дивидендов Татнефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень – обычка Татнефти



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень – префы Татнефти



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Татнефть

Мы повышаем целевые цены на обыкновенные и привилегированные акции Татнефти на 24% и 21% до RUB 1050 и RUB 980 соответственно и улучшаем взгляд до позитивного по обеим бумагам. Акции торгуются с мультипликатором 5.5x P/E 2024г, что соответствует дисконту 16% против исторического среднего 6.6х.

### Взгляд на компанию

Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи. Прибыль нефтяного сектора в 2023 г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015–21 гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. Татнефть продала дочернюю компанию по производству шин, находящуюся под санкциями, и общий санкционный риск сейчас находится на средне-низком уровне.

### Драйверы роста

- Мы предполагаем выплату 75% после 100% в 3К23. Объявление финальных дивидендов за 2023 г., вероятно, станет ключевым моментом для бумаги, который подтвердит или опровергнет этот важный драйвер стоимости обыкновенных и привилегированных акций Татнефти. Мы ожидаем доходность за полный 2023 г. на уровне примерно 14% и дальнейший рост до 17% в 2025 г.
- Долгосрочная история роста в стратегии до 2030 г. Стратегия развития Татнефти до 2030 г. предусматривает долгосрочный целевой уровень нефтедобычи в 810 тыс. барр./сутки – гораздо выше пикового уровня добычи в постсоветскую эпоху (585 тыс. барр./сутки в 2019 г.). Рост ограничивают квоты на добычу для России со стороны ОПЕК+. Если появятся признаки сокращения глобального баланса нефти, акции Татнефти могут показать опережающую динамику.

### Ключевые риски

- Риски цен на нефть и рубля. Все российские нефтяные компании выигрывают при росте цен на нефть и ослаблении рубля. Поэтому, если цена на нефть упадет, а рубль вырастет, наши ожидания по прибыли и дивидендам снизятся, и наоборот.
- Волатильность цен на нефть может повыситься, уровень \$80/барр. исторически не стабилен. Сейчас цены на нефть находятся вблизи долгосрочного среднего с поправкой на инфляцию, но исторически черное золото торгуется гораздо выше или ниже. В ближайшие 12 месяцев вероятен как мощный рост цен, так и падение.

### Основные изменения

Последствия колебаний рубля умеренно негативные. Наши оценки на 2024 г. повышаются на 3% на фоне ослабления рубля и корректировки модели после выхода отчета по МСФО за финансовый 2023 г. Наши оценки ниже оценок рынка на 2024 г., но выше на 2025 г., возможно, ввиду разницы в макропрогнозах.

### Оценка и взгляд

Мы улучшили взгляд и на привилегированные, и обыкновенные акции до позитивного. Мы повысили целевую цену по обыкновенным акциям на 24% до RUB 1 050, по привилегированным – на 21% до RUB 980 в основном с учетом прогнозов об ослаблении рубля. Исходя из избыточной доходности 23% и 14% соответственно мы повышаем взгляд на обыкновенные и привилегированные акции Татнефти до позитивного.

26 марта 2024 г.

## Татнефть— ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                  | 2024п       |        |          | 2025п       |        |          |
|--------------------------|-------------|--------|----------|-------------|--------|----------|
|                          | Новый       | Старый | Изм.     | Новый       | Старый | Изм.     |
| Выручка                  | <b>17.6</b> | 17.7   | 0%       | <b>18.4</b> | 19.6   | -6%      |
| ЕБИТДА                   | <b>4.6</b>  | 4.4    | 4%       | <b>5.3</b>  | 5.1    | 4%       |
| Чистая прибыль           | <b>3.2</b>  | 3.1    | 3%       | <b>3.9</b>  | 3.2    | 21%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | <b>26%</b>  | 25%    | 1 п.п.   | <b>29%</b>  | 26%    | 2.8 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | <b>18%</b>  | 18%    | 0.6 п.п. | <b>21%</b>  | 16%    | 4.6 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB  | <b>99</b>   | 90     | 10%      | <b>123</b>  | 106    | 16%      |

Источники: БКС Мир инвестиций

## Татнефть – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                  | 2024п |       |         | 2025п |       |        |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
|                          | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                  | 17.6  | 17.6  | 0%      | 18.4  | 19.7  | -7%    |
| ЕБИТДА                   | 4.6   | 5.1   | -11%    | 5.3   | 4.2   | 28%    |
| Чистая прибыль           | 3.2   | 3.6   | -10%    | 3.9   | 2.8   | 36%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 26%   | 29%   | -3 п.п. | 29%   | 21%   | 8 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 18%   | 20%   | -2 п.п. | 21%   | 14%   | 7 п.п. |

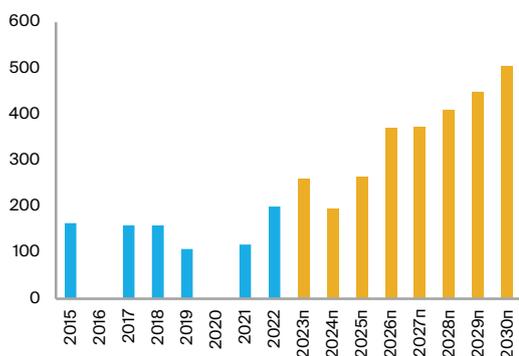
Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

|                  | BANE RX     | BANEP RX   |
|------------------|-------------|------------|
| Взгляд           | Нейтральный | Позитивный |
| Целевая цена     | 3,400       | 2,900      |
| Цена             | 3,030       | 2,125      |
| Потенциал        | 17%         | 35%        |
| Изб. доходность  | -2%         | 14%        |
| Валюта           | RUB         | RUB        |
| ADTV 3м, \$млн   | 1.8         | 6.7        |
| Рын. кап., \$млн | 5,328       | 5,328      |
| EV, \$млн        | 3,918       | 3,918      |
| EV/EBITDA, 24E   | 1.5         | -          |
| P/E adj., 24E    | 3.7         | 27         |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

#### Динамика дивидендов Башнефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

#### Историческая динамика P/E и целевой уровень – обычка Башнефти



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Башнефть

Мы повышаем свою целевую цену по обыкновенным и привилегированным акциям нефтедобывающей компании Башнефть на 21% до RUB 3400 и RUB 2900 соответственно. Мы сохраняем нейтральный взгляд на обыкновенные акции, но улучшаем взгляд до позитивного на привилегированные акции. Обыкновенные акции Башнефти торгуются с мультипликатором 3.7x P/E 2024п, что соответствует дисконту 26% к исторической средней 5.0x.

### Взгляд на компанию

Рост цен на Urals и ослабление рубля с лихвой компенсируют снижение добычи. Прибыль нефтяного сектора в 2023 г. оказалась гораздо выше докризисных уровней 2015–21 гг. Снижение прогнозов по курсу рубля и возвращение дисконта Urals к Brent к \$10/барр. с лихвой компенсируют дополнительное «добровольное» сокращение добычи в России на 500 тыс. барр./сутки и умеренный рост налогов. На данный момент на Башнефть распространяются санкции Украины и секторальные США и стран ЕС, мы оцениваем санкционный риск как средний.

### Драйверы роста

- **Дивидендная политика** – ключевая переменная для инвесторов. Мы полагаем, что в долговременной дивидендной политике будет пересмотрена норма выплат с 25% до 35% с 2026 г., что приведет к повышению целевой цены на 25% против базового сценария.
- **Почти полная переработка собственной добываемой нефти.** У Башнефти максимальный уровень переработки среди российских интегрированных компаний. Башнефть в большинстве случаев за год перерабатывает 80-90% своей добываемой нефти против средних по стране 50%.

### Ключевые риски

- **Риски цен на нефть и рубля.** Все российские нефтяные компании выигрывают при росте цен на нефть и ослаблении рубля. Поэтому, если цена на нефть упадет, а рубль вырастет, наши ожидания по прибыли и дивидендам снизятся, и наоборот.
- **Ограниченное раскрытие информации.** Уровень раскрытия финансовой информации Башнефти достаточно низкий даже на фоне снижения раскрытия после кризиса у других компаний сектора. Операционные данные с 2016 г. доступны в очень ограниченном объеме.

### Основные изменения

Последствия колебаний рубля умеренно позитивные. Наши оценки на 2024 г. снижены на 5% на фоне сокращения добычи после дополнительных ограничений Россией на 500 тыс. барр./сутки. Оценки на 2025 г. изменены несущественно. Отметим, что в консенсус-оценках учтено недостаточно большое число мнений аналитиков не из БКС для адекватного сопоставления с мнением рынка.

### Оценка и взгляд

По обычке сохраняем нейтральный взгляд, по префам – повышаем до позитивного. Наша целевая цена по обыкновенным акциям Башнефти повышена на 21% до RUB 3400, а по привилегированным – на 21% до RUB 2900, в основном в связи со снижением прогнозов по рублю. С учетом избыточной доходности -2% и +14% соответственно мы сохраняем нейтральный взгляд на обыкновенные акции и повышаем взгляд до позитивного на привилегированные.

26 марта 2024 г.

**Башнефть— ключевые изменения прогнозов**

| \$ млрд                  | 2024п |        |           | 2025п |        |          |
|--------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|----------|
|                          | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                  | 11.3  | 11.5   | -1%       | 12.1  | 12.5   | -3%      |
| ЕБИТДА                   | 2.6   | 2.7    | -5%       | 3.1   | 3.1    | 0%       |
| Чистая прибыль           | 1.4   | 1.5    | -5%       | 1.9   | 1.8    | 2%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 23%   | 23%    | -0.8 п.п. | 26%   | 25%    | 1 п.п.   |
| Рент-ть чистой прибыли   | 13%   | 13%    | -0.5 п.п. | 16%   | 15%    | 0.8 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB  | 195   | 205    | -5%       | 264   | 260    | 2%       |

Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

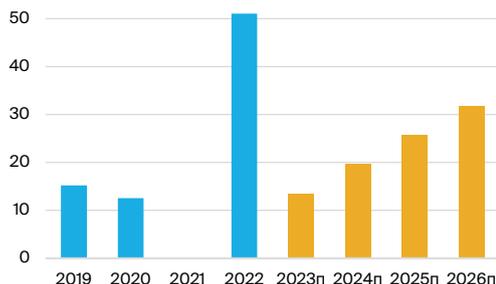
## GAZP RX

| Взгляд            |        | Позитивный      |         |
|-------------------|--------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 230    | Рын. кап, \$млн | 40,302  |
| Цена, RUB         | 157    | EV, \$млн       | 76,098  |
| Потенциал         | 42%    | ADTV 3м, \$млн  | 32.6    |
| Изб. доходность   | 22%    |                 | 23E 24E |
| Free float        | 49%    | EV/EBITDA       | 4.6 4.6 |
| Free float, \$млн | 19,748 | P/E adj.        | 6.0 4.1 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Газпрома, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Газпром

Мы повышаем целевую цену по акциям Газпрома на 10% до RUB 230 за акцию и меняем взгляд на позитивный. Прогнозируем дивидендную доходность за 2023 г. на уровне 8% – ниже нашей предыдущей оценки в 10%. Акции Газпрома торгуются по P/E на 2024 г. в 5.5x – с дисконтом 10% к среднему уровню за 10 лет.

## Взгляд на компанию

Европейский экспортный бизнес потерян, ближайшие перспективы Силы Сибири-2 выглядят неопределенными. Поставки газа Газпрома в Европу упали по меньшей мере на 75% с докризисных уровней, и в обозримом будущем ситуация вряд ли изменится. Вместе с тем цены на газ снизились с рекордно высоких до более нормальных значений. Катализатором для акций мог бы стать контракт с Китаем по Силе Сибири-2, но переговоры продвигаются медленно. Газпром находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

## Драйверы роста

- **Европейские поставки частично заместит Китай – потенциальный катализатор.** По контракту, к 2025 г. поставки по Силе Сибири-1 вырастут до 38 млрд куб. м с 22 млрд куб. м в 2023 г. Еще 10 млрд куб. м к 2027 г. добавит соглашение по Дальнему Востоку. Подписание соглашения по Силе Сибири-2 в ближайшее время маловероятно.
- **Вся надежда на жидкие углеводороды.** По нашим прогнозам, EBITDA в 2023 г. составит \$20 млрд. Из них только на долю Газпром нефти придется \$14 млрд, или 70%. Дополнительные объемы, вероятно, даст газоконденсатный бизнес на уровне материнской компании.

## Ключевые риски

- **Экспорт в Европу – на постсоветских минимумах и может больше не восстановиться.** Мы ожидаем, что в 2023 г. поставки газа в Европу упадут до примерно 40 млрд куб. м по сравнению с 175 млрд куб. м в 2021 г. Это потеря огромной доли рынка, которую вряд ли удастся полностью восстановить, даже после окончания украинского кризиса.
- **Рекордно высокие цены в Европе вряд ли вернуться.** Рекордно высокие цены 2021-22 гг. от \$1000/тыс. куб. м вряд ли повторятся. В этом году причиной низких цен стала теплая зима. Скорее всего, цены будут держаться на уровне \$350/тыс. куб. м еще долгое время.

## Основные изменения

Понижаем оценки на 2023 г. Мы понизили оценки по EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. с учетом более низких прогнозных цен на газ в Европе и ожидаемого ослабления рубля. Наши прогнозы на 2023 г. пессимистичнее рынка.

## Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену и меняем взгляд на позитивный. С учетом ожидаемого ослабления рубля мы повышаем целевую цену по акциям Газпрома на 10% до RUB 230 за акцию. Учитывая избыточную доходность 22%, мы меняем наш взгляд на позитивный.

26 марта 2024 г.

## Газпром – ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                         | 2023п |        |           | 2024п |        |           | 2025п |        |           |
|---------------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|
|                                 | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      |
| Выручка                         | 100.6 | 99.9   | 1%        | 95.8  | 97.7   | -2%       | 101.5 | 109.9  | -8%       |
| ЕБИТДА                          | 20.2  | 21.7   | -7%       | 20.7  | 20.0   | 3%        | 24.2  | 26.9   | -10%      |
| Чистая прибыль                  | 0.9   | 2.0    | -57%      | 6.5   | 9.7    | -33%      | 9.7   | 11.7   | -17%      |
| Скorr. чистая прибыль           | 7.6   | 9.0    | -16%      | 9.6   | 9.2    | 4%        | 12.3  | 13.4   | -9%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА        | 20%   | 22%    | -1.6 п.п. | 22%   | 21%    | 1.1 п.п.  | 24%   | 24%    | -0.6 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли          | 1%    | 2%     | -1.2 п.п. | 7%    | 10%    | -3.2 п.п. | 10%   | 11%    | -1 п.п.   |
| Объявл. дивиденды на акцию, RUB | 13    | 16     | -16%      | 20    | 16     | 21%       | 26    | 25     | 4%        |
| Дивдоходность                   | 8%    | 10%    | -1.5      | 12%   | 10%    | 2.1       | 16%   | 15%    | 0.7       |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Газпром – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                  | 2023п |       |         | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                          | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                  | 100.6 | 102.3 | -2%     | 95.8  | 95.1  | 1%      | 101.5 | 99.8  | 2%      |
| ЕБИТДА                   | 20.2  | 26.4  | -23%    | 20.7  | 19.7  | 5%      | 24.2  | 26.9  | -10%    |
| Чистая прибыль           | 0.9   | 8.2   | -89%    | 6.5   | 7.8   | -16%    | 9.7   | 11.8  | -18%    |
| Скorr. чистая прибыль    | 7.6   | 13.7  | -45%    | 9.6   | 7.3   | 30%     | 12.3  | 13.8  | -11%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 20%   | 26%   | -6 п.п. | 22%   | 21%   | 1 п.п.  | 24%   | 27%   | -3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 1%    | 8%    | -7 п.п. | 7%    | 8%    | -1 п.п. | 10%   | 12%   | -2 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB  | 13.5  | 15.0  | -10%    | 19.7  | 15.3  | 29%     | 25.7  | 13.3  | 93%     |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

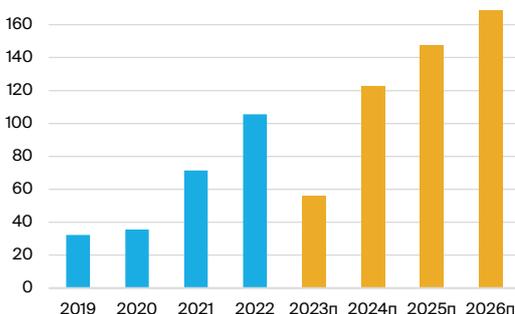
## NVTK RX

| Взгляд            |        | Позитивный      |          |
|-------------------|--------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 1,900  | Рын. кап, \$млн | 44,477   |
| Цена, RUB         | 1,353  | EV, \$млн       | 45,468   |
| Потенциал         | 43%    | ADTV 3м, \$млн  | 19.0     |
| Изб. доходность   | 22%    |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 23%    | EV/EBITDA       | 8.2 11.6 |
| Free float, \$млн | 10,074 | P/E adj.        | 8.7 5.4  |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Новатэка, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Новатэк

Мы повышаем целевую цену по акциям Новатэка на 6% до RUB 1900 за акцию и взгляд до позитивного с учетом просадки акций. Если компания решит проблему с танкерами, наращивание добычи на Арктик СПГ 2 может стать катализатором для котировок. Бумаги Новатэка торгуются по P/E на 2024п на уровне 5.4x – с дисконтом 50% к среднему уровню за 10 лет.

### Взгляд на компанию

Собственные технологии важны для роста бизнеса СПГ, но сейчас в центре внимания – логистика. Серьезным испытанием для истории роста Новатэка стали санкции, затрагивающие новые СПГ-проекты. Новатэк замещает импортные технологии, внедряя собственные разработки – «Арктический каскад» и «Арктический микс». Однако построить СПГ-танкеры ледового класса – задача куда более сложная. Новатэк находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

### Драйверы роста

- **СПГ остается драйвером роста.** Сильная история роста Новатэка завязана на новых СПГ-проектах. Новейший из них – Мурманский СПГ мощностью 20 млн т в год. Строительство должно начаться в августе 2024 г., а начало добычи намечено на конец 2027 г.
- **Наращивание добычи на Арктик СПГ 2 – потенциальный катализатор в 2024 г.** На первой линии все готово к добыче, но есть серьезная проблема – не хватает танкеров из-за санкций. Поставка значимого количества СПГ-танкеров ледового класса Arc7 в этом году могла бы сильно поддержать котировки.

### Ключевые риски

- **Получение СПГ-танкеров ледового класса – серьезный вызов.** Цель санкций – помешать поставкам СПГ с проекта «Арктик СПГ-2». Решением может стать производство новых танкеров ледового класса в России, но в такой узкоспециализированной отрасли это может оказаться непросто и потребовать много времени.
- **Масштабирование и отладка Арктического микса могут вызвать сложности.** Новатэк уже столкнулся с проблемами на четвертой линии Ямал СПГ, тестовой площадке для Арктического каскада. Теперь ситуация может повториться с Арктическим миксом – ключевой технологией для Мурманского СПГ.

### Основные изменения

Наращивание добычи на Арктик СПГ 2 откладывается. Понижаем прогнозы на 2024 г. и 2025 г. на 5% до 14% из-за замедления темпов добычи на Арктик СПГ 2: вероятно, уйдут годы на то, чтобы получить СПГ-танкеры ледового класса. Мы оптимистичнее рынка в прогнозах чистой прибыли на 2024 г. и всех основных показателей компании на 2025 г.

### Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену на 6%, меняем взгляд на позитивный. Мы повышаем целевую цену по акциям Новатэка на 6% до RUB 1900 за акцию, поскольку ожидаем, что снижение темпов производства на Арктик СПГ 2 в будущем компенсирует ослабление рубля. Вместе с тем, учитывая слабую динамику котировок и избыточную доходность 15%, мы меняем взгляд на позитивный. Бумага торгуется по P/E на 2024п на уровне 5.4x – с дисконтом 50% к среднему уровню за 10 лет.

26 марта 2024 г.

## Новатэк – ключевые изменения прогнозов

| \$ млрд                  | 2024п       |        |           | 2025п       |        |           |
|--------------------------|-------------|--------|-----------|-------------|--------|-----------|
|                          | Новый       | Старый | Изм.      | Новый       | Старый | Изм.      |
| Выручка                  | <b>16.8</b> | 18.6   | -10%      | <b>17.8</b> | 20.4   | -12%      |
| ЕБИТДА – «дочки»         | <b>5.5</b>  | 5.7    | -4%       | <b>5.6</b>  | 5.9    | -6%       |
| Общая ЕБИТДА             | <b>14.5</b> | 15.9   | -9%       | <b>15.7</b> | 18.3   | -14%      |
| Скорр. чистая прибыль    | <b>8.1</b>  | 9.6    | -16%      | <b>9.1</b>  | 11.5   | -21%      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | <b>32%</b>  | 31%    | 1.9 п.п.  | <b>31%</b>  | 29%    | 2.1 п.п.  |
| Рент-ть чистой прибыли   | <b>48%</b>  | 52%    | -3.3 п.п. | <b>51%</b>  | 57%    | -5.5 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB  | <b>124</b>  | 130    | -5%       | <b>145</b>  | 161    | -10%      |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Новатэк – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млрд                  | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                          | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                  | 16.8  | 16.1  | 4%      | 17.8  | 15.9  | 12%     |
| ЕБИТДА – «дочки»         | 5.5   | 5.8   | -6%     | 5.6   | 3.9   | 41%     |
| Скорр. чистая прибыль    | 8.1   | 6.5   | 24%     | 9.1   | 6.2   | 47%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 32%   | 36%   | -4 п.п. | 31%   | 25%   | 6 п.п.  |
| Рент-ть чистой прибыли   | 48%   | 41%   | 8 п.п.  | 51%   | 39%   | 12 п.п. |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

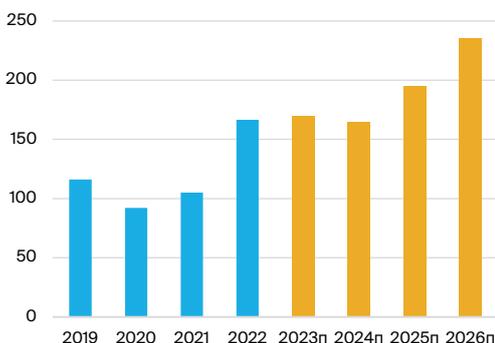
## TRNFP RX

| Взгляд            |       | Нейтральный     |         |
|-------------------|-------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 2,000 | Рын. кап, \$млн | 2,723   |
| Цена, RUB         | 1,615 | EV, \$млн       | 14,453  |
| Потенциал         | 26%   | ADTV 3м, \$млн  | 21.8    |
| Изб. доходность   | 8%    |                 | 23E 24E |
| Free float        | 49%   | EV/EBITDA       | 0.7 0.8 |
| Free float, \$млн | 1,334 | P/E adj.        | 4.0 4.5 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика дивидендов Транснефти, RUB/акц.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Транснефть

Оставляем целевую цену по привилегированным акциям Транснефти на уровне RUB 2000 за акцию, при этом меняем взгляд на нейтральный с позитивного. Причина – динамика котировок после сплита 100 к 1, по итогам которого у компании существенно расширилась база инвесторов. Префы компании торгуются по мультипликатору P/E 2024п на уровне 3.9x – с дисконтом 21% к среднему за 10 лет.

## Взгляд на компанию

**Оператор крупнейшей в мире системы нефтепроводов, по которой транспортируется 80% нефти и 30% светлых нефтепродуктов РФ.** Относительную прогнозируемость выручки и прибыли обеспечивает регулируемый характер бизнеса, а рост достигается за счет регулярного ежегодного повышения тарифов. Дивидендные риски минимальны: на выплаты направляется как минимум 50% чистой прибыли по МСФО, а государство владеет всеми обыкновенными акциями компании. Тем не менее Транснефть находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

## Драйверы роста

- **Дивидендный сюрприз возможен, но вероятность невелика.** Правительство испытывает потребность в дополнительных вливаниях в бюджет, а значит Транснефть может направить на дивиденды больше 50% чистой прибыли. Однако вероятность этого, на наш взгляд, невысока.

## Ключевые риски

- **Объемы добычи нефти сократятся на 500 тыс. барр./сутки, по решению ОПЕК+.** Прибыль компании главным образом зависит от объемов транспортировки нефти. На мартовской встрече ОПЕК+ Россия приняла на себя обязательства сократить летом добычу нефти еще на 500 тыс. барр./сутки, что негативно отразится на прибыли Транснефти.
- **Тарифы уже утверждены, но сюрпризы возможны.** Официальная тарифная политика на это десятилетие утверждена на уровне 99.9% от прогнозируемой инфляции. Однако нельзя исключать и разовое решение снизить размер повышения тарифов, хотя это и маловероятно.

## Основные изменения

Корректировка прогнозов на 2023 г. после публикации отчетности за 3К23. Мы понижаем прогнозы на 2024 г. на фоне решения сократить объемы добычи нефти в России на 500 тыс. барр./сутки. Наши прогнозы заметно ниже консенсуса на 2024 г. и умеренно ниже на 2025 г.

## Оценка и взгляд

**Понижаем взгляд до нейтрального.** Оставляем целевую цену по привилегированным акциям Транснефти на уровне RUB 2000 за акцию, при этом меняем взгляд на нейтральный с позитивного с учетом избыточной доходности 8%. Наш прогноз дивидендов на 2023 г. в размере RUB 186 на акцию предполагает дивдоходность порядка 12%. Бумага торгуется по P/E на 2024п на уровне 3.9x – с дисконтом 21% к среднему за 10 лет (5.0x), в то время как наша целевая цена предполагает P/E на уровне 4.6x.

26 марта 2024 г.

## Транснефть – ключевые изменения прогнозов

| RUB млрд                        | 2024п       |        |           | 2025п      |        |           |
|---------------------------------|-------------|--------|-----------|------------|--------|-----------|
|                                 | Новый       | Старый | Изм.      | Новый      | Старый | Изм.      |
| Выручка                         | <b>1300</b> | 1304   | 0%        | 1439       | 1418   | 1%        |
| Выручка за вычетом продаж нефти | <b>1000</b> | 1032   | -3%       | 1104       | 1119   | -1%       |
| ЕБИТДА                          | <b>519</b>  | 550    | -6%       | 592        | 609    | -3%       |
| Чистая прибыль                  | <b>236</b>  | 272    | -13%      | 285        | 302    | -6%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА        | <b>40%</b>  | 42%    | -2.2 п.п. | 41%        | 43%    | -1.8 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли          | <b>18%</b>  | 21%    | -2.7 п.п. | 20%        | 21%    | -1.5 п.п. |
| Дивиденды на акцию, RUB         | <b>165</b>  | 181    | -9%       | <b>195</b> | 207    | -6%       |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Транснефть – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                 | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|--------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                          | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                  | 1300  | 1352  | -4%     | 1,439 | 1,408 | 2%      |
| ЕБИТДА – «дочки»         | 519   | 578   | -10%    | 592   | 611   | -3%     |
| Чистая прибыль           | 236   | 272   | -13%    | 285   | 293   | -3%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 40%   | 43%   | -3 п.п. | 41%   | 43%   | -2 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 18%   | 20%   | -2 п.п. | 20%   | 21%   | -1 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Металлургия и добыча

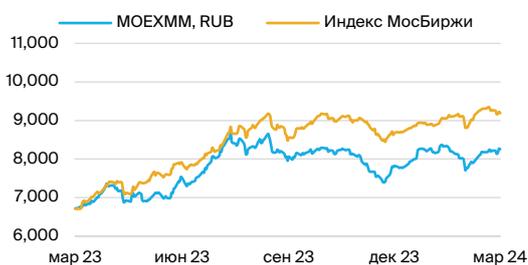
### Взгляд на сектор

**Позитивный**

Средний потенциал роста 39%

Фавориты Северсталь, Мечел, ЮГК

### Динамика индекса металлургии и добычи МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта

Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

### Позитивный взгляд с учетом ослабления рубля

После выхода стратегии на 1К24 в декабре большинство компаний под нашим покрытием выпустили финансовые результаты за 2023 г. Они достаточно сильно различались от сектора к сектору. Например, золотодобывающие и сталелитейные компании показали позитивную динамику благодаря росту цен и продаж. В то же время цифры угольщиков были скромнее, во многом из-за падения цен на сырье на 20-30% г/г. Компании цветной металлургии также были под давлением – цены на их продукцию упали из-за избытка производства и недостаточного спроса. Наконец, алмазная отрасль почти весь прошлый год была в депрессивном состоянии. Продукция в этом секторе дешевила до 15%: у огранщиков накопились избыточные запасы, а в США и Китае был слабый спрос. В СМИ появилась информация, что власти РФ изучают возможность повышения налога на прибыль до 25% с 20%. Если правительство примет такое решение, мы можем понизить целевые цены акций сектора на 5-10%.

Мы нейтрально смотрим на сектор стали на ближайшие 12 месяцев после сильной динамики внутреннего рынка в 2023 г. Вместе с тем глобальный рынок остается под давлением из-за спада промышленной активности в Европе и кризиса в секторе недвижимости в Китае. Несмотря на слабую мировую конъюнктуру, мы ждем, что на рынке РФ сохранится стабильность. Рынок цветных металлов начал постепенно восстанавливаться: в условиях низкой рентабельности игроки пересматривают операционные показатели. Мы считаем, что цены уже приближаются к справедливым уровням. Золото может еще некоторое время оставаться на высоких уровнях. Цены на него поддерживают активный спрос мировых центробанков и ожидания по смягчению монетарной политики ФРС. Алмазный рынок, на наш взгляд, находится на низшей точке, но ясности по развороту тренда вверх пока нет.

Бессменными фаворитами в секторе остаются Мечел и Северсталь, и мы решили добавить ЮГК. Финрезультаты Мечела за 2023 г. на первый взгляд могут показаться не столь оптимистичными, но, несмотря на падение прибыли по большей части из-за слабого 1П23, компания планомерно снижала долговую нагрузку и, по нашему мнению, будет и дальше ее сокращать. Именно снижение долга – ключевой фактор инвестиционного кейса Мечела, а это возможно при восстановлении продаж угля и росте цен на сталь. Северсталь остается привлекательной бумагой прежде всего в краткосрочной перспективе – компания первой из сталеваров вернулась к дивидендам, а возврат к ежеквартальным выплатам с учетом отрицательного чистого долга может стать дополнительным катализатором на горизонте двух-четырех месяцев. ЮГК мы добавили в фавориты благодаря высоким ценам на золото и ослаблению рубля, которые с учетом растущей добычи помогут хорошо заработать в 2024 г. Компания завершает цикл высоких инвестиций и, по нашим расчетам, в ближайшие три года (начиная с 2025 г.) будет наращивать выпуск золота в среднем где-то на 20% в год.

### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|              | Взгляд      |             | Цел. цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |         | P/E   |       |         |
|--------------|-------------|-------------|----------------|--------|--------|------------|------------|-----------|-------|---------|-------|-------|---------|
|              | Новый       | Старый      | Новая          | Старая |        |            |            | 2024п     | 2025п | Цель 25 | 2024п | 2025п | Цель 25 |
| Норникель    | Нейтральный | Нейтральный | 18 000         | 19 000 | -5%    | 20%        | -2%        | 6.3       | 4.7   | 5.4     | 8.5   | 5.9   | 7.2     |
| UC Rusal     | Негативный  | Негативный  | 38             | 40     | -4%    | 13%        | -13%       | 4.6       | 2.5   | 3.0     | 16.0  | 4.6   | 5.2     |
| Северсталь   | Нейтральный | Позитивный  | 2100           | 2000   | 5%     | 17%        | -4%        | 4.8       | 4.3   | 5.2     | 7.0   | 6.8   | 8.0     |
| НЛМК         | Нейтральный | Позитивный  | 260            | 250    | 4%     | 19%        | -3%        | 4.9       | 4.6   | 5.4     | 6.7   | 6.4   | 7.7     |
| ММК          | Позитивный  | Позитивный  | 80             | 75     | 7%     | 45%        | 22%        | 2.4       | 2.2   | 3.4     | 4.9   | 4.5   | 6.5     |
| ТМК          | Нейтральный | Позитивный  | 290            | 280    | 4%     | 34%        | 7%         | 4.0       | 4.0   | 4.7     | 4.7   | 4.7   | 6.3     |
| Мечел-ао     | Позитивный  | Позитивный  | 640            | 630    | 2%     | 126%       | 99%        | 4.2       | 3.8   | 5.5     | 3.6   | 2.5   | 5.6     |
| Мечел-ап     | Позитивный  | Позитивный  | 640            | 630    | 2%     | 106%       | 79%        | 4.2       | 3.8   | 5.5     | 3.6   | 2.5   | 5.6     |
| Распадская   | Нейтральный | Позитивный  | 510            | 580    | -12%   | 29%        | 6%         | 3.1       | 3.0   | 4.0     | 6.0   | 5.9   | 7.6     |
| Полюс        | Нейтральный | Нейтральный | 15 000         | 14 000 | 7%     | 30%        | 4%         | 5.3       | 4.5   | 5.4     | 5.6   | 4.8   | 6.3     |
| Polymetal    | Нейтральный | Негативный  | 400            | 390    | 3%     | 21%        | -3%        | 2.5       | 4.0   | 3.2     | 3.4   | 5.5   | 6.7     |
| Южуралзолото | Позитивный  | Нейтральный | 1.2            | 0.9    | 33%    | 51%        | 28%        | 6.1       | 3.6   | 5.0     | 11.3  | 4.9   | 7.4     |
| Алроса       | Негативный  | Негативный  | 84             | 75     | 12%    | 9%         | -13%       | 4.3       | 3.6   | 3.9     | 6.7   | 5.4   | 6.0     |

Данные на 22 марта; \*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала

Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## GMKN RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |          |
|-------------------|-------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 18,000      | Рын. кап, \$млн | 24,934   |
| Цена, RUB         | 14,968      | EV, \$млн       | 35,590   |
| Потенциал         | 20%         | ADTV 3м, \$млн  | 17.3     |
| Изб. доходность   | -2%         | 23E             | 24E      |
| Free float        | 37%         | EV/EBITDA       | 5.2 6.3  |
| Free float, \$млн | 9,226       | P/E adj.        | 10.5 8.5 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Норильский никель

Мы понижаем целевую цену акций Норильского никеля на 5% до RUB 18 000 с RUB 19 000. Мы полагаем, что цены на палладий снизятся сильнее, чем мы ожидали ранее, что нивелирует позитивный эффект ослабления рубля. Подтверждаем нейтральный взгляд.

### Взгляд на компанию

Стабильная рентабельность, несмотря на волатильность цен. Благодаря первоклассной ресурсной базе бизнес Норникеля остается устойчивым, даже когда сильно падают цены на большинство металлов компании (см. график слева). Но когда цены сохраняются на низком уровне, есть риск, что в будущем дивиденды будут низких. Как минимум при текущих ценах на металлы и курсе рубля дивидендность Норникеля всего 5-6%. Норникель не находится под санкциями, что несет низкие риски для бизнес-модели.

### Драйверы роста

- **Рост цен на металлы за счет сокращения выпуска и восстановления мирового спроса.** Как и ранее, фактор цен на металлы играет одну из ключевых ролей в инвестиционном кейсе компании. За последние три месяца почти все металлы компании подорожали на 5-10%. Впрочем, этого всё еще недостаточно для ререйтинга бумаги.
- **Слабый рубль.** Несмотря на курсовые пошлины, снижение курса рубля все еще оказывает некоторую поддержку прибыли компании, хотя его влияние заметно ослабло. По нашим оценкам, падение нацвалюты на 10% вызывает рост скорректированной чистой прибыли на 10-12%.

### Ключевые риски

- **Увеличение налоговой нагрузки.** Сообщения о возможном повышении налога на прибыль с 20% до 25% может снизить целевую цену на 10%, однако взгляд останется нейтральным.
- **Санкции.** Если введут ограничения против металлов и/или компаний, Норникелю придется ускорить переориентацию на азиатские рынки, что может снизить его финансовые показатели на какое-то время.

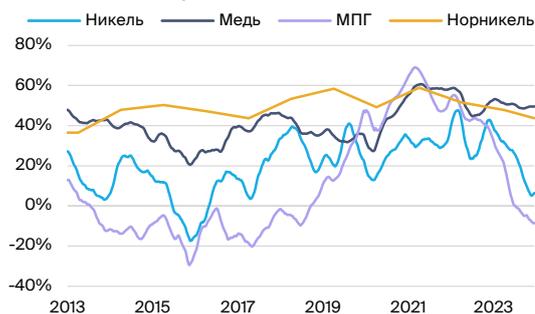
### Основные изменения

Падение цен на палладий нивелирует позитив от ослабления рубля. Мы ухудшаем оценку курса рубля: более слабая нацвалюта позитивна для финансов Норникеля, если курсовую пошлину не продлят. Вместе с тем мы понизили прогноз цен на палладий на 15% с 2025 г. Как следствие, мы ожидаем более низкую (чем считали ранее) прибыль компании, которой уже не сможет помочь эффект слабого рубля.

### Оценка и взгляд

Понижаем целевую цену, сохраняем нейтральный взгляд. Мы понижаем целевую цену бумаг Норникеля по методу дисконтирования денежных потоков до RUB 18 000 с RUB 19 000 на акцию. Ввиду избыточной доходности -2% подтверждаем нейтральный взгляд.

## Рентабельность мирового производства металлов и Норникеля



Источники: БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Норильский никель – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п  |        |         | 2025п  |        |        | 2026п  |        |        |
|--------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                          | Новый  | Старый | Изм.    | Новый  | Старый | Изм.   | Новый  | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 12 840 | 15 250 | -16%    | 14 061 | 15 540 | -10%   | 14 607 | 15 928 | -8%    |
| ЕБИТДА                   | 5 615  | 6 572  | -15%    | 7 193  | 7 490  | -4%    | 7 672  | 7 700  | 0%     |
| Чистая прибыль           | 2 907  | 3 841  | -24%    | 3 998  | 4 402  | -9%    | 4 278  | 4 456  | -4%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 44%    | 43%    | 1 п.п.  | 51%    | 48%    | 3 п.п. | 53%    | 48%    | 4 п.п. |
| Рент. чистой прибыли     | 23%    | 25%    | -3 п.п. | 28%    | 28%    | 0 п.п. | 29%    | 28%    | 1 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Норильский никель – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п  |           |         | 2025п  |           |         | 2026п  |           |         |
|--------------------------|--------|-----------|---------|--------|-----------|---------|--------|-----------|---------|
|                          | БКС    | Консенсус | Откл.   | БКС    | Консенсус | Откл.   | БКС    | Консенсус | Откл.   |
| Выручка                  | 12 840 | 14 272    | -10%    | 14 061 | 15 215    | -8%     | 14 607 | 17 654    | -17%    |
| ЕБИТДА                   | 5 615  | 6 260     | -10%    | 7 193  | 6 723     | 7%      | 7 672  | 9 179     | -16%    |
| Чистая прибыль           | 2 907  | 3 652     | -20%    | 3 998  | 4 428     | -10%    | 4 278  | 5 517     | -22%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 44%    | 44%       | 0 п.п.  | 51%    | 44%       | 7 п.п.  | 53%    | 52%       | 1 п.п.  |
| Рент-ть чистой прибыли   | 23%    | 26%       | -3 п.п. | 28%    | 29%       | -1 п.п. | 29%    | 31%       | -2 п.п. |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## RUAL RX

| Взгляд            |      | Негативный      |           |
|-------------------|------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 38   | Рын. кап, \$млн | 5,590     |
| Цена, RUB         | 34   | EV, \$млн       | 4,315     |
| Потенциал         | 13%  | ADTV 3м, \$млн  | 4.9       |
| Изб. доходность   | -13% |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 18%  | EV/EBITDA       | 5.5 4.6   |
| Free float, \$млн | 984  | P/E adj.        | 19.8 16.0 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## UC Rusal

Мы понижаем целевую цену акций UC Rusal, одного из крупнейших мировых производителей алюминия, на 5% до RUB 38 с RUB 40 за акцию. Причина в том, что мы понизили целевую цену бумаг Норникеля, а также в некотором падении региональных премий на алюминий. Мы сохраняем негативный взгляд с учетом отрицательной избыточной доходности -13%.

### Взгляд на компанию

Ждем слабого денежного потока из-за низкой прибыли и крупных инвестиций. Несмотря на положительный денежный поток (FCF) в 2023 г. за счет крупного высвобождения оборотного капитала, мы полагаем, что в будущем FCF будет низким ввиду слабых финансовых показателей, роста инвестиций (строительство глиноземного завода) и низких дивидендов от Норникеля. В дивиденды UC Rusal в среднесрочном периоде мы пока не верим, учитывая высокую долговую нагрузку. Считаем, что фокус компании будет на снижении долга до оптимальных уровней. UC Rusal не находится под санкциями, что несет низкие риски для бизнес-модели.

### Драйверы роста

- **Рост цен на алюминий.** UC Rusal крайне чувствителен к динамике цен на алюминий из-за низкой рентабельности или высокого операционного рычага. Даже умеренный рост стоимости может дать более заметный рост прибыли.
- **Слабый рубль, конец действия курсовой пошлины.** Если власти решат не продлевать курсовые пошлины после 2024 г. и рубль ослабнет, прибыль компании получит хорошую поддержку. UC Rusal одна из самых сильных зависимостей от курсовых колебаний в секторе.

### Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** В СМИ сообщают, что власти могут повысить налог на прибыль с 20% до 25%. Если этот риск реализуется, мы можем снизить целевую цену на 13% (с учетом доли владения в Норникеле).
- **Санкции.** Если против металлов и/или компаний введут санкции, UC Rusal придется ускорить переориентацию на менее прибыльные рынки Азии, что может привести к снижению финансовых показателей.

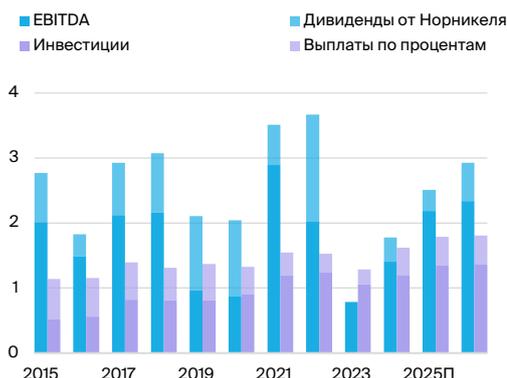
### Основные изменения

Снижение оценки Норникеля и региональных премий на алюминий. Мы ждем, что в дальнейшем курс рубля будет слабее нашей предыдущей оценки. При этом мы снизили целевую цену бумаг Норникеля, что вкупе с некоторым снижением региональных премий на алюминий свело на нет эффект слабого рубля. Как итог, понижаем целевую цену UC Rusal на 5% до RUB 38 за акцию.

### Оценка и взгляд

Сохраняем негативный взгляд, снижаем целевую цену. Мы понизили целевую цену акций Норникеля (UC Rusal владеет 26.4% компании). Это привело и к снижению целевой для UC Rusal до RUB 38, что соответствует избыточной доходности в -13%. Сохраняем негативный взгляд на бумагу.

### Прогноз финпоказателей UC Rusal, \$ млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

### UC Rusal – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п  |        |          | 2025п  |        |          | 2026п  |        |          |
|--------------------------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
|                          | Новый  | Старый | Изм.     | Новый  | Старый | Изм.     | Новый  | Старый | Изм.     |
| Выручка                  | 12 004 | 11 573 | 4%       | 12 669 | 12 371 | 2%       | 13 059 | 12 680 | 3%       |
| EBITDA                   | 972    | 738    | 32%      | 1 726  | 1 206  | 43%      | 1 867  | 1 186  | 57%      |
| Чистая прибыль           | 347    | 902    | -61%     | 1 171  | 1 376  | -15%     | 1 285  | 1 315  | -2%      |
| Рентабельность по EBITDA | 8%     | 6%     | 2 п.п.   | 14%    | 10%    | 4 п.п.   | 14%    | 9%     | 5 п.п.   |
| Рент-ть чистой прибыли   | 3%     | 8%     | - 5 п.п. | 9%     | 11%    | - 2 п.п. | 10%    | 10%    | - 1 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

### UC Rusal – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п  |           |          | 2025п  |           |          | 2026п  |           |          |
|--------------------------|--------|-----------|----------|--------|-----------|----------|--------|-----------|----------|
|                          | БКС    | Консенсус | Откл.    | БКС    | Консенсус | Откл.    | БКС    | Консенсус | Откл.    |
| Выручка                  | 12 004 | 11 763    | 2%       | 12 669 | 12 311    | 3%       | 13 059 | 12 504    | 4%       |
| EBITDA                   | 972    | 1 326     | -27%     | 1 726  | 1 469     | 17%      | 1 867  | 1 605     | 16%      |
| Чистая прибыль           | 347    | 1 348     | -74%     | 1 171  | 1 300     | -10%     | 1 285  | 1 605     | -20%     |
| Рентабельность по EBITDA | 8%     | 11%       | - 3 п.п. | 14%    | 12%       | 2 п.п.   | 14%    | 13%       | 1 п.п.   |
| Рент-ть чистой прибыли   | 3%     | 11%       | - 9 п.п. | 9%     | 11%       | - 1 п.п. | 10%    | 13%       | - 3 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

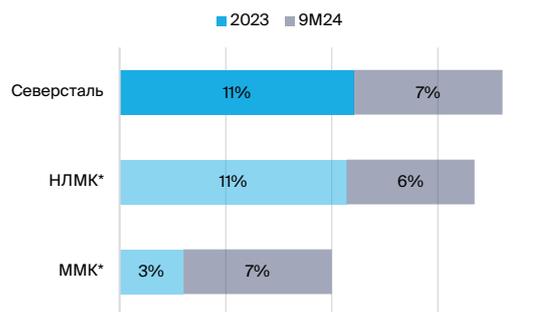
26 марта 2024 г.

## СНМФ RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 2,100       | Рын. кап, \$млн | 16,310  |
| Цена, RUB         | 1,796       | EV, \$млн       | 15,488  |
| Потенциал         | 17%         | ADTV 3м, \$млн  | 20.9    |
| Изб. доходность   | -4%         |                 | 23E 24E |
| Free float        | 23%         | EV/EBITDA       | 5.0 4.8 |
| Free float, \$млн | 3,746       | P/E adj.        | 7.2 7.0 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ожидаемая дивидендная доходность в 2024 г.



\* Дивиденды за 2023 год еще не рекомендованы. Уверенность в выплатах НЛМК средняя  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Северсталь

Мы повышаем целевую цену по сталелитейной компании Северсталь на 5% до RUB 2100 за акцию и меняем взгляд с позитивного на нейтральный.

### Взгляд на компанию

Северсталь первой из металлургов объявила дивиденды за 2023 г. Результаты за год показали, что компания полностью восстановилась после шока 2022 г. и уже готова вернуться к дивидендам. Пока другие игроки сектора временят с выплатами, Северсталь рекомендовала дивиденды за 2023 г. с доходностью 11%. Это событие стало мощным катализатором для акций компании. В среднесрочном плане накопленные на балансе средства могут и дальше обеспечивать высокие выплаты. Северсталь находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

### Драйверы роста

- Рост цен на сталь в РФ. При стабильных объемах продаж ключевую роль в финрезультатах Северстали играют цены на сталь. Отчасти они следуют как за мировыми рынками, так и за внутренним спросом. В базовом сценарии мы прогнозируем рост цен на сталь в РФ в 2024 г. на 11% г/г в рублях и на 3% в долларах, что в целом поддержит прибыль компании.
- Возврат к квартальной отчетности и дивидендам. Недавно компания заявила, что с высокой вероятностью может вернуться к квартальным отчетам. Это позитивно для настроений и даже может указывать на возобновление квартальных дивидендов. Мы считаем, что такое событие станет хорошим катализатором для котировок.

### Ключевые риски

- Рост налоговой нагрузки. В СМИ пишут, что налог на прибыль могут поднять до 25% с 20%. Если это произойдет, мы можем снизить целевую цену акций Северстали на 5%, но сохраним нейтральный взгляд.
- Сохранение жесткой денежно-кредитной политики. Более ястребиная монетарная политика ЦБ при снижении господдержки экономики может охладить деловую активность как в строительном секторе, так и в прочих отраслях, потребляющих сталь. В таком случае спрос/цены на сталь могут упасть, но вероятность такого сценария, на наш взгляд, пока ниже среднего.

### Основные изменения

Падение цен на сталь в USD, ослабление рубля, снижение инфляции. Мы снизили прогнозы внутренних цен в долларах на сталь в 2024-26 гг. на 5-7%. Закладываем более слабый рубль (на 7-9% против предыдущих оценок) и замедление инфляции.

### Оценка и взгляд

Целевая цена повышена, нейтральный взгляд. Мы повышаем целевую цену бумаг Северстали по методу дисконтирования денежных потоков на 5% до RUB 2100 за акцию во многом из-за ожиданий ослабления рубля и более низкой инфляции. С учетом избыточной доходности -4% меняем взгляд на нейтральный.

### Северсталь — ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 8 775 | 9 142  | -4%    | 8 873 | 9 436  | -6%    | 9 297 | 9 854  | -6%    |
| ЕБИТДА                   | 3 220 | 3 310  | -3%    | 3 414 | 3 491  | -2%    | 3 738 | 3 654  | 2%     |
| Чистая прибыль           | 2 314 | 2 449  | -6%    | 2 311 | 2 485  | -7%    | 2 509 | 2 506  | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37%   | 36%    | 0 п.п. | 38%   | 37%    | 1 п.п. | 40%   | 37%    | 3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 26%   | 27%    | 0 п.п. | 26%   | 26%    | 0 п.п. | 27%   | 25%    | 2 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

### Северсталь — прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п |           |        | 2025п |           |        | 2026п |           |        |
|--------------------------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  |
| Выручка                  | 8 775 | 8 741     | 0%     | 8 873 | 8 841     | 0%     | 9 297 | 9 033     | 3%     |
| ЕБИТДА                   | 3 220 | 2 973     | 8%     | 3 414 | 3 122     | 9%     | 3 738 | 3 228     | 16%    |
| Чистая прибыль           | 2 314 | 1 995     | 16%    | 2 311 | 2 017     | 15%    | 2 509 | 2 121     | 18%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37%   | 34%       | 3 п.п. | 38%   | 35%       | 3 п.п. | 40%   | 36%       | 4 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 26%   | 23%       | 4 п.п. | 26%   | 23%       | 3 п.п. | 27%   | 23%       | 4 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## NLMK RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |        |     |
|-------------------|-------------|-----------------|--------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 260         | Рын. кап, \$млн | 14,158 |     |
| Цена, RUB         | 218         | EV, \$млн       | 15,374 |     |
| Потенциал         | 19%         | ADTV 3м, \$млн  | 15.6   |     |
| Изб. доходность   | -3%         |                 | 23E    | 24E |
| Free float        | 21%         | EV/EBITDA       | 5.0    | 4.8 |
| Free float, \$млн | 2,931       | P/E adj.        | 7.3    | 6.7 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ожидаемая дивидендная доходность в 2024 г.



\* Дивиденды за 2023 год еще не рекомендованы. Уверенность в выплатах НЛМК средняя  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## НЛМК

Повышаем целевую цену по бумагам сталелитейной компании НЛМК на 4% до RUB 260 за акцию, но меняем взгляд на нейтральный.

### Взгляд на компанию

Наиболее закрытая компания в секторе. НЛМК, по понятным причинам, по-прежнему публикует ограниченную отчетность и пока не определилась с дивидендами. Продление квот на поставку стальных полуфабрикатов из РФ в ЕС до 2028 г. позитивно для бизнеса компании, но высокая доля экспорта в поставках создает риски для международных продаж на фоне слабого спроса на сталь в Европе. НЛМК не под санкциями, что несет низкие риски для бизнес-модели.

### Драйверы роста

- **Улучшение прозрачности.** Мы считаем, что рынок может позитивно воспринять более подробное раскрытие финансовых и операционных результатов (на уровне Северстали и ММК).
- **Рост цен на сталь.** Финпоказатели НЛМК все еще зависят от мировых цен на сталь. Поэтому подъем как мировых, так и внутренних котировок на сталь окажут поддержку прибыли компании.
- **Возобновление дивидендов.** НЛМК пока не давал никакой информации по дивидендам. Тем не менее на балансе компании накопились солидные средства: по нашим оценкам, это 15% капитализации. Потенциальная дивидендная доходность на ближайшие 12 месяцев составляет около 13%, однако вероятность выплат остается средней.

### Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** Информация в СМИ о возможном росте налога на прибыль до 25% с текущих 20% может снизить нашу целевую цену на 7%, при этом взгляд останется нейтральным.
- **Сохранение жесткой денежно-кредитной политики (ДКБ) Банка России.** Если ЦБ ужесточит монетарную политику, а господдержка экономики ослабнет, то деловая активность как девелоперов так и других секторов, потребляющих сталь, может охладиться. Это чревато падением спроса/цен на сталь, хотя, на наш взгляд, пока маловероятно.

### Основные изменения

Падение долларовых цен на сталь, ослабление рубля и инфляции. Мы понизили прогнозы внутренних цен в долларах на сталь в 2024-26 гг. на 5-7% и закладываем более слабый рубль (на 7-9% против предыдущих оценок) и замедление инфляции. Мы также учли фактор продления квот на поставки слябов в ЕС из РФ до 2028 г.

### Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену, нейтральный взгляд. Мы подняли целевую цену бумаг НЛМК по методу дисконтирования денежных потоков на 4% до RUB 260 — ждем ослабления рубля и более низкой инфляции. С учетом избыточной доходности -3% меняем взгляд на нейтральный.

### НЛМК — ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п  |        |        | 2025п  |        |        | 2026п  |        |        |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                          | Новый  | Старый | Изм.   | Новый  | Старый | Изм.   | Новый  | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 10 541 | 11 918 | -12%   | 10 528 | 12 072 | -13%   | 10 766 | 12 318 | -13%   |
| ЕБИТДА                   | 3 142  | 3 248  | -3%    | 3 219  | 3 384  | -5%    | 3 378  | 3 452  | -2%    |
| Чистая прибыль           | 2 109  | 2 166  | -3%    | 2 124  | 2 245  | -5%    | 2 208  | 2 285  | -3%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 30%    | 27%    | 3 п.п. | 31%    | 28%    | 3 п.п. | 31%    | 28%    | 3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 20%    | 18%    | 2 п.п. | 20%    | 19%    | 2 п.п. | 21%    | 19%    | 2 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

### НЛМК — прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п  |           |         | 2025п  |           |        | 2026п  |           |        |
|--------------------------|--------|-----------|---------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
|                          | БКС    | Консенсус | Откл.   | БКС    | Консенсус | Откл.  | БКС    | Консенсус | Откл.  |
| Выручка                  | 10 541 | 11 373    | -7%     | 10 528 | 11 606    | -9%    | 10 766 | 12 037    | -11%   |
| ЕБИТДА                   | 3 142  | 3 459     | -9%     | 3 219  | 3 276     | -2%    | 3 378  | 3 483     | -3%    |
| Чистая прибыль           | 2 109  | 2 263     | -7%     | 2 124  | 2 211     | -4%    | 2 208  | 2 274     | -3%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 30%    | 30%       | -1 п.п. | 31%    | 28%       | 2 п.п. | 31%    | 29%       | 2 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 20%    | 20%       | 0 п.п.  | 20%    | 19%       | 1 п.п. | 21%    | 19%       | 2 п.п. |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## MAGN RX

| Взгляд            |       | Позитивный      |       |
|-------------------|-------|-----------------|-------|
| Цел. цена, RUB    | 80    | Рын. кап, \$млн | 6,696 |
| Цена, RUB         | 55    | EV, \$млн       | 5,574 |
| Потенциал         | 45%   | ADTV 3м, \$млн  | 14.1  |
| Изб. доходность   | 22%   | 23E             | 24E   |
| Free float        | 20%   | EV/EBITDA       | 2.4   |
| Free float, \$млн | 1,353 | P/E adj.        | 4.8   |
|                   |       |                 | 4.9   |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## ММК

Мы повышаем целевую цену акций ММК на 7% до RUB 80 и сохраняем позитивный взгляд. Основная причина – прогнозируем более слабый курс рубля и низкую инфляцию.

## Взгляд на компанию

Вероятность возврата к дивидендам выше среднего, вопрос в сумме. ММК пока официально не объявлял решение по дивидендам, однако мы не исключаем, что в этом вопросе компания может последовать примеру Северстали. Но пока есть неопределенность с итоговой суммой, учитывая низкий денежный поток за 2023 г. и фазу крупных инвестиций на горизонте 1-2 лет. Тем не менее накопленная «кубышка» на балансе позволит компании выплатить в этом году дивиденды с доходностью 10-12%. ММК находится под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

## Драйверы роста

- **Рост цен на сталь в РФ.** При стабильных объемах продаж ключевую роль в финансовых результатах ММК играют цены на сталь, которые зависят как от мировых рынков, так и от внутреннего спроса. В базовом сценарии мы прогнозируем в 2024 г. рост внутренних цен на сталь на 11% г/г в рублях и на 3% в долларах, что в целом поддержит прибыль ММК.
- **Возобновление дивидендов.** ММК пока официально не раскрывал планы по ближайшим дивидендам. Но у компании на балансе есть значительные средства, которые в среднесрочной перспективе позволяют выплатить дивиденды с доходностью до 12%. На наш взгляд, вероятность выплат остается выше средней.

## Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** Если, как пишут СМИ, власти повысят налог на прибыль до 25% с 20%, мы не исключаем, что можем снизить целевую цену акций ММК на 6%, но взгляд останется позитивным.
- **Сохранение жесткой ДКП.** Более ястребиная монетарная политика ЦБ при снижении господдержки экономики может охладить деловую активность как в строительном секторе, так и в прочих секторах, потребляющих сталь. Таким образом, могут снизиться спрос/цены на сталь, хотя мы считаем, что вероятность такого сценария пока ниже среднего.

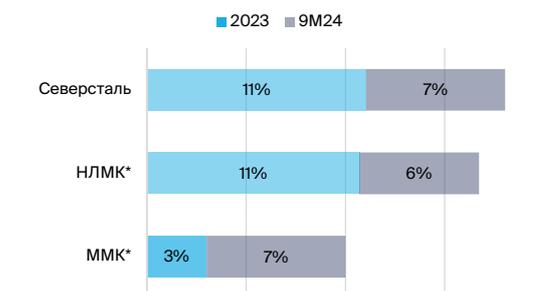
## Основные изменения

Падение цен на сталь в USD, слабость рубля, снижение инфляции. Мы понизили на 5-7% прогнозы внутренних цен на сталь в долларах США на 2024-26 гг. Закладываем более слабый рубль (на 7-9% против предыдущих оценок) и замедление инфляции.

## Оценка и взгляд

Целевая цена повышена на ослаблении рубля, позитивный взгляд. Повышаем целевую цену бумаг ММК по методу дисконтирования денежных потоков на 7% до RUB 80 за акцию из-за ожиданий более слабого курса рубля и низкой инфляции. Избыточная доходность – 22%, подтверждаем позитивный взгляд.

## Ожидаемая дивидендная доходность в 2024 г.



\* Дивиденды за 2023 год еще не рекомендованы. Уверенность в выплатах НЛМК средняя

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## ММК – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |          | 2025п |        |          | 2026п |        |          |
|--------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|
|                          | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                  | 9 616 | 9 214  | 4%       | 9 561 | 9 377  | 2%       | 9 961 | 9 688  | 3%       |
| ЕБИТДА                   | 2 313 | 2 581  | -10%     | 2 458 | 2 624  | -6%      | 2 691 | 2 702  | 0%       |
| Чистая прибыль           | 1 370 | 1 480  | -7%      | 1 435 | 1 457  | -1%      | 1 570 | 1 480  | 6%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 24%   | 28%    | - 4 п.п. | 26%   | 28%    | - 2 п.п. | 27%   | 28%    | - 1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 14%   | 16%    | - 2 п.п. | 15%   | 16%    | - 1 п.п. | 16%   | 15%    | 0 п.п.   |

Источники: БКС Мир инвестиций

## ММК – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п |           |          | 2025п |           |        | 2026п |           |        |
|--------------------------|-------|-----------|----------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.    | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  |
| Выручка                  | 9 616 | 8 904     | 8%       | 9 561 | 9 027     | 6%     | 9 961 | 9 992     | 0%     |
| ЕБИТДА                   | 2 313 | 2 320     | 0%       | 2 458 | 2 313     | 6%     | 2 691 | 2 362     | 14%    |
| Чистая прибыль           | 1 370 | 1 332     | 3%       | 1 435 | 1 278     | 12%    | 1 570 | 1 314     | 19%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 24%   | 26%       | - 2 п.п. | 26%   | 26%       | 0 п.п. | 27%   | 24%       | 3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 14%   | 15%       | - 1 п.п. | 15%   | 14%       | 1 п.п. | 16%   | 13%       | 3 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

|                  | MTLR RX    | MTLRP RX   |
|------------------|------------|------------|
| Взгляд           | Позитивный | Позитивный |
| Целевая цена     | 640        | 640        |
| Цена             | 284        | 311        |
| Потенциал        | 126%       | 106%       |
| Изб. доходность  | 99%        | 79%        |
| Валюта           | RUB        | RUB        |
| ADTV 3м, \$млн   | 36.3       | 8.5        |
| Рын. кап., \$млн | 1,748      | 1,748      |
| EV, \$млн        | 4,834      | 4,834      |
| EV/EBITDA, 24E   | 4.2        | 4.2        |
| P/E adj., 24E    | 3.6        | 3.6        |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Мечел

Мы повышаем целевую цену по акциям горнодобывающей и сталелитейной компании Мечел на 2% до RUB 640 во многом на ожиданиях, что рубль будет слабеть. Взгляд остается позитивным.

### Взгляд на компанию

Долг падает, несмотря на снижение прибыли в 2023 г. В прошлом году долг Мечела (без учета валютных разниц) упал на 15%. Номинальный рост чистого долга и коэффициента Чистый долг/EBITDA в основном связан с валютной переоценкой долга в валюте (рубль к концу 2023 г. ослаб на 28% г/г). К концу года мы прогнозируем падение чистого долга на 12% и коэффициента Чистый долг/EBITDA до менее 2x за счет роста продаж угля и цен на сталь. Мечел под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

### Драйверы роста

- Сокращение долга. Фокус компании на сокращении долговой нагрузки и потенциальный выход на отрицательный чистый долг в к 2027 г. должны послужить сильным катализатором для акций Мечела.
- Рост продаж коксующегося угля и внутренних цен на сталь. На наш взгляд, в 2024 г. Мечел восстановит продажи коксующегося угля с низкой базы 2023 г. за счет рекордных инвестиций. Более того, повышение цен на сталь поддержит металлургический сегмент. Мы считаем, что все это поможет Мечелу восстановить финрезультаты в 2024 г. и уменьшить долг.

### Ключевые риски

- Рост налоговой нагрузки. Сообщение в средствах массовой информации о возможном увеличении налога на прибыль до 25% с текущих 20% может снизить целевую цену на 8%, тем не менее взгляд по обоим видам бумаг останется позитивным.
- Сохранение ястребиной ДКП. Ужесточение монетарной политики ЦБ при снижении поддержки экономики может охладить активность затройщиков и других потребляющих сталь секторов. Это чревато падением спроса/цен, но шансы на такое развитие событий, на наш взгляд, пока ниже среднего.
- Слабый спрос на уголь в АТР. Если цены на сталь будут низкими, спрос на коксующийся уголь также может упасть. Тем не менее в базовом сценарии мы не считаем, что это отразится на продажах Мечела. Скорее упадут цены на сырье, что мы и заложили в нашу модель.

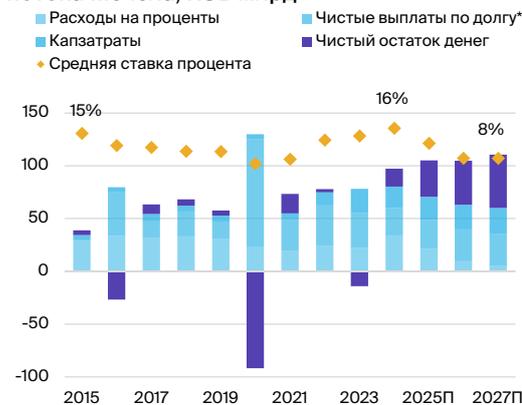
### Основные изменения

Падение цен на уголь, ослабление рубля и инфляции. Мы понизили оценки мировых цен на коксующийся уголь в 2025-26 гг. на 7% и 6%. При этом ослабление рубля и более низкая инфляция позитивны для компании.

### Оценка и взгляд

Целевая цена повышена, позитивный взгляд. Мы подняли целевую цену по методу дисконтирования денежных потоков на 2% до RUB 640 за акцию (как обыкновенную, так и привилегированную). С избыточной доходностью 99% по обычке и 79% по префам сохраняем позитивный взгляд на обе бумаги.

### Распределение операционного денежного потока Мечела, RUB млрд



\*Получение кредитов и займов минус выплата кредитов и займов в основной суммы обязательств по договорам аренды  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

### Мечел – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |         | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 4 916 | 5 430  | -9%     | 4 934 | 5 505  | -10%   | 5 114 | 5 622  | -9%    |
| EBITDA                   | 1 161 | 1 384  | -16%    | 1 232 | 1 337  | -8%    | 1 299 | 1 348  | -4%    |
| Чистая прибыль           | 493   | 734    | -33%    | 661   | 709    | -7%    | 808   | 711    | 14%    |
| Рентабельность по EBITDA | 24%   | 25%    | -2 п.п. | 25%   | 24%    | 1 п.п. | 25%   | 24%    | 1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 10%   | 14%    | -3 п.п. | 13%   | 13%    | 1 п.п. | 16%   | 13%    | 3 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

### Мечел – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п |           |         | 2025п |            |       | 2026п |            |       |
|--------------------------|-------|-----------|---------|-------|------------|-------|-------|------------|-------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.   | БКС   | Консенсус* | Откл. | БКС   | Консенсус* | Откл. |
| Выручка                  | 4 916 | 5 027     | -2%     | 4 934 | -          | -     | 5 114 | -          | -     |
| EBITDA                   | 1 161 | 1 209     | -4%     | 1 232 | -          | -     | 1 299 | -          | -     |
| Чистая прибыль           | 493   | 607       | -19%    | 661   | -          | -     | 808   | -          | -     |
| Рентабельность по EBITDA | 24%   | 24%       | 0 п.п.  | 25%   | -          | -     | 25%   | -          | -     |
| Рент-ть чистой прибыли   | 10%   | 12%       | -2 п.п. | 13%   | -          | -     | 16%   | -          | -     |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

\* Для формирования консенсуса за 2025-26 гг. недостаточно данных

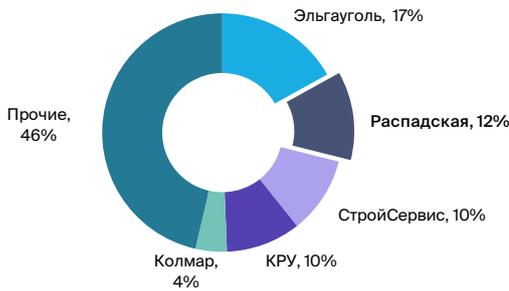
26 марта 2024 г.

## RASP RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 510         | Рын. кап, \$млн | 2,851   |
| Цена, RUB         | 395         | EV, \$млн       | 2,455   |
| Потенциал         | 29%         | ADTV 3м, \$млн  | 5.7     |
| Изб. доходность   | 6%          |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 7%          | EV/EBITDA       | 3.6 3.0 |
| Free float, \$млн | 200         | P/E adj.        | 7.0 6.0 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Доля крупнейших игроков по производству коксующегося угля в РФ (2023 г.)



Источник: MMI, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Распадская

Мы понижаем целевую цену акций Распадской угольной компании на 12% до RUB 510 и меняем взгляд на нейтральный с позитивного во многом из-за более консервативных прогнозов цен на уголь.

## Взгляд на компанию

Ситуация с логистикой ограничивает рост экспорта. Для Распадской, одной из крупнейших угольных компаний РФ, экспорт играет значимую роль в структуре продаж. Исторически его доля превышала половину в общем объеме продаж. Но из-за дефицита мощностей по вывозу угля на экспорт зарубежные поставки компании с высокой вероятностью не будут расти еще несколько лет. Поэтому мы полагаем, что Распадская может отложить на неопределенное время свои амбициозные планы по увеличению добычи. Компания не находится под санкциями, и риски для бизнес-модели низкие.

## Драйверы роста

- **Редомициляция Evraz в дружественную страну.** Материнская компания Распадской еще не сменила юрисдикцию на дружественную. Это не дает компании выплачивать дивиденды. Сроки переезда пока не определены, но мы полагаем, что когда в этом вопросе появится какая-то ясность, бумаги Распадской могут отреагировать позитивно.

## Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** СМИ сообщают, что для компаний налог на прибыль могут поднять до 25% с 20%. Если это произойдет, мы, вероятно, снизим целевую цену акций Распадской на 6%, сохранив нейтральный взгляд.
- **Слабый спрос на уголь в АТР.** Низкие цены на сталь могут обрушить спрос на коксующийся уголь, который, вероятно, продолжит дешеветь, что скажется на прибыли Распадской.

## Основные изменения

Падение цен на уголь, ослабление рубля, снижение инфляции. Мы пересмотрели в сторону понижения внутренние цены на коксующийся уголь в 2024-26 гг. на 10-17% против предыдущих оценок соответственно из-за падения мировых цен и избытка предложения сырья на внутреннем рынке. При этом ослабление рубля и более низкая инфляция частично смягчили негатив от падения цен.

## Оценка и взгляд

Целевая снижена на 12%, взгляд теперь нейтральный. Мы понижаем целевую цену бумаг Распадской по модели дисконтирования денежных потоков на 12% до RUB 510. Мы пересмотрели прогнозы цен на полумягкий коксующийся уголь, а также учли макрофакторы (курс рубля, инфляция). Избыточная доходность бумаги – 6%, меняем взгляд на нейтральный.

## Распадская – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |        | 2025п |        |         | 2026п |        |         |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.    |
| Выручка                  | 2 150 | 1 992  | 8%     | 2 126 | 2 231  | -5%     | 2 201 | 2 377  | -7%     |
| ЕБИТДА                   | 790   | 679    | 16%    | 783   | 880    | -11%    | 837   | 979    | -14%    |
| Чистая прибыль           | 476   | 399    | 19%    | 468   | 556    | -16%    | 505   | 632    | -20%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37%   | 34%    | 3 п.п. | 37%   | 39%    | -3 п.п. | 38%   | 41%    | -3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 22%   | 20%    | 2 п.п. | 22%   | 25%    | -3 п.п. | 23%   | 27%    | -4 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

## Распадская – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п |           |        | 2025п |           |        | 2026п |           |        |
|--------------------------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  |
| Выручка                  | 2 150 | 2 211     | -3%    | 2 126 | 2 365     | -10%   | 2 201 | 2 703     | -19%   |
| ЕБИТДА                   | 790   | 680       | 16%    | 783   | 704       | 11%    | 837   | 871       | -4%    |
| Чистая прибыль           | 476   | 404       | 18%    | 468   | 356       | 32%    | 505   | 516       | -2%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37%   | 31%       | 6 п.п. | 37%   | 30%       | 7 п.п. | 38%   | 32%       | 6 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 22%   | 18%       | 4 п.п. | 22%   | 15%       | 7 п.п. | 23%   | 19%       | 4 п.п. |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

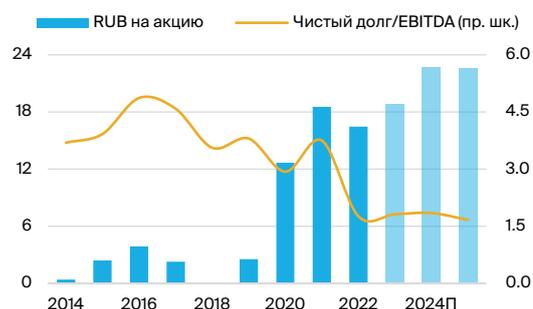
## TRMK RX

| Взгляд            |     | Нейтральный     |         |
|-------------------|-----|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 290 | Рын. кап, \$млн | 2,471   |
| Цена, RUB         | 217 | EV, \$млн       | 5,145   |
| Потенциал         | 34% | ADTV 3м, \$млн  | 6.4     |
| Изб. доходность   | 7%  |                 | 23E 24E |
| Free float        | 11% | EV/EBITDA       | 3.9 4.0 |
| Free float, \$млн | 274 | P/E adj.        | 5.4 4.7 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Дивиденды и долговая нагрузка ТМК



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## ТМК — ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |         | 2025п |        |         | 2026п |        |         |
|--------------------------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|
|                          | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.    |
| Выручка                  | 6 033 | 5 962  | 1%      | 5 900 | 5 765  | 2%      | 5 982 | 5 795  | 3%      |
| EBITDA                   | 1 309 | 1 379  | -5%     | 1 240 | 1 294  | -4%     | 1 177 | 1 298  | -9%     |
| Чистая прибыль           | 523   | 464    | 13%     | 503   | 535    | -6%     | 651   | 723    | -10%    |
| Рентабельность по EBITDA | 22%   | 23%    | -1 п.п. | 21%   | 22%    | -1 п.п. | 20%   | 22%    | -3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 9%    | 8%     | 1 п.п.  | 9%    | 9%     | -1 п.п. | 11%   | 12%    | -2 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

Недостаточно данных для формирования консенсуса

## ТМК

Мы повышаем целевую цену акций трубной компании ТМК на 4% до RUB 290. Мы пересмотрели некоторые статьи оборотного капитала, которые приведут к росту денежного потока. ТМК близка к завершению высоких инвестиций (часть реализована в 2023 г.), что тоже поддержит свободный денежный поток. Эти факторы компенсируют негатив для целевой цены от снижения прибыли. Избыточная доходность 7% подразумевает нейтральный взгляд на бумагу.

## Взгляд на компанию

Стабильный бизнес с фокусом на рынок РФ. ТМК — ведущий поставщик труб для нефтегазовой отрасли. По данным компании, доля нефтегазовых труб в продажах составляет 80%. В последнее время ТМК получает высокую прибыль за счет активизации бурения в РФ и сильных позиций на рынке, особенно после покупки конкурента ЧТПЗ. Тем не менее наш тезис о том, что с выходом на рынок новых конкурентов повышенная прибыль ТМК вернется к норме, остается актуальным. Компания попала под санкции, что несет средне-высокие риски для ее бизнес-модели.

## Драйверы роста

- **Высокие дивиденды.** ТМК в последнее время щедро делится прибылью с акционерами и в целом улучшает корпоративное управление. За 2П23 г. ТМК может выплатить RUB 5 на акцию, что вместе с RUB 13.45 за 1П23 даст, по нашим оценкам, свыше RUB 18. В будущем ожидаем стабильные выплаты на уровне RUB 20-25 за акцию за год с доходностью 10-12%.

## Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** Информация в СМИ о возможном увеличении налога на прибыль компаний до 25% с 20% может снизить целевую цену ТМК на 7%, при этом взгляд на акции останется нейтральным.
- **Потеря доли на рынке труб с приходом новых конкурентов.** В ближайшие два года на рынок нефтепромысловых труб планируют выйти ОМК и ЗТЗ. Тогда продажи ТМК в этом сегменте снизятся более чем на 10%, а рыночная доля, по нашим оценкам, упадет с 96% до 75%.

## Основные изменения

Рост затрат, пересмотр оборотного капитала. Мы ожидаем постепенного падения рентабельности бизнеса до исторических уровней. При этом ТМК, по нашим оценкам, получит приток средств от высвобождения оборотного капитала, и завершает активную фазу высоких капзатрат, что также увеличивает свободный денежный поток.

## Оценка и взгляд

Повышаем целевую на улучшениях в оборотном капитале, инвестициях. Мы повысили целевую цену акций ТМК по модели дисконтирования денежных потоков на 4% до RUB 290. Избыточная доходность 7% подразумевает нейтральный взгляд на бумагу.

26 марта 2024 г.

## PLZL RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 15,000      | Рын. кап, \$млн | 11,875  |
| Цена, RUB         | 11,498      | EV, \$млн       | 18,553  |
| Потенциал         | 30%         | ADTV 3м, \$млн  | 10.9    |
| Изб. доходность   | 4%          |                 | 23E 24E |
| Free float        | 22%         | EV/EBITDA       | 4.8 5.3 |
| Free float, \$млн | 2,642       | P/E adj.        | 6.9 5.6 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Полюс

Мы повышаем целевую цену акций Полюса на 7% до RUB 15 000 с RUB 14 000 во многом из-за ослабления рубля и роста цен на золото, при этом оставляем нейтральный взгляд. Полюс сохраняет долгосрочную привлекательность за счет стабильно низких издержек производства, но стоит отметить рост долговой нагрузки после выкупа акций на \$6 млрд летом 2023 г.

## Взгляд на компанию

**Высокая прибыль, рекордные цены, неясные перспективы дивидендов.** Полюс за 2023 г. получил рекордную прибыль благодаря росту цен на золото, ослаблению рубля и восстановлению объемов продаж. Тем не менее выкуп акций заметно увеличил долговую нагрузку. В 2022 г. коэффициент Чистый долг/EBITDA был 0.9x, а в конце 2023 г. уже 1.9x, причем крупные капзатраты перед запуском Сухого Лога лишают ясности по ближайшим дивидендам. Полюс под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели.

## Драйверы роста

- **Запуск проекта «Сухой Лог» как долгосрочный катализатор.** Сухой Лог остается одним из ключевых факторов роста бизнеса Полюса. Начало производства золота на этом мегапроекте после 2027 г. заметно улучшит бизнес-профиль компании. Ее выпуск золота вырастет более чем на 50%.
- **Возврат к дивидендам.** Из-за высокой долговой нагрузки и инвестиций перспективы дивидендов Полюса пока не ясны. Но, если цены на золото вырастут с и без того высоких уровней, компания, на наш взгляд, может порадовать акционеров, что поддержит котировки бумаг.

## Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** Информация в СМИ о возможном увеличении налога на прибыль до 25% с 20% может снизить целевую цену на 7%.
- **Коррекция в золотых котировках.** Если монетарная политика ФРС будет жестче, чем ожидается, цены на золото могут упасть. Тогда прибыль Полюса тоже будет ниже предыдущих значений.

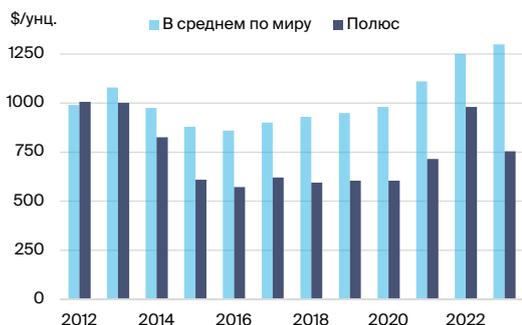
## Основные изменения

**Ослабление рубля, рост прогнозных цен на золото.** Мы учли в наших прогнозах обновленные планы Полюса по добыче, уровню денежных затрат на унцию, а также по инвестзатратам на 2024 г., с учетом активизации работ по проекту Сухой Лог. Ослабление рубля, а также умеренный рост цен на золото (+\$50/унция каждый год) является основным драйвером.

## Оценка и взгляд

**Повышаем целевую цену на ослаблении рубля, росте цен на золото.** Целевая цена акций Полюса согласно модели дисконтирования денежных потоков повышена на 7% до RUB 15 000, что соответствует избыточной доходности 4%. Взгляд на акции с учетом избыточной доходности остается нейтральным.

## Совокупные издержки Полюса и мировых золотодобывающих компаний



Источники: World Gold Council, данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

## Полюс – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024г |        |         | 2025г |        |        | 2026г |        |         |
|--------------------------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|
|                          | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.    |
| Выручка                  | 5 315 | 5 502  | -3%     | 5 579 | 5 940  | -6%    | 5 675 | 6 423  | -12%    |
| EBITDA                   | 3 516 | 3 739  | -6%     | 3 983 | 4 258  | -6%    | 3 976 | 4 563  | -13%    |
| Чистая прибыль           | 2 116 | 1 961  | 8%      | 2 368 | 2 273  | 4%     | 2 240 | 2 381  | -6%     |
| Рентабельность по EBITDA | 66%   | 68%    | -2 п.п. | 71%   | 72%    | 0 п.п. | 70%   | 71%    | -1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 40%   | 36%    | 4 п.п.  | 42%   | 38%    | 4 п.п. | 39%   | 37%    | 2 п.п.  |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Полюс – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024г |           |        | 2025г |           |        | 2026г |           |         |
|--------------------------|-------|-----------|--------|-------|-----------|--------|-------|-----------|---------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.  | БКС   | Консенсус | Откл.   |
| Выручка                  | 5 315 | 5 496     | -3%    | 5 579 | 5 547     | 1%     | 5 675 | 6 473     | -12%    |
| EBITDA                   | 3 516 | 3 470     | 1%     | 3 983 | 3 651     | 9%     | 3 976 | 4 569     | -13%    |
| Чистая прибыль           | 2 116 | 1 996     | 6%     | 2 368 | 2 020     | 17%    | 2 240 | 2 454     | -9%     |
| Рентабельность по EBITDA | 66%   | 63%       | 3 п.п. | 71%   | 66%       | 6 п.п. | 70%   | 71%       | -1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 40%   | 36%       | 4 п.п. | 42%   | 36%       | 6 п.п. | 39%   | 38%       | 2 п.п.  |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## POLY RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |       |     |
|-------------------|-------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 400         | Рын. кап, \$млн | 1,698 |     |
| Цена, RUB         | 331         | EV, \$млн       | 1,895 |     |
| Потенциал         | 21%         | ADTV 3м, \$млн  | 5.1   |     |
| Изб. доходность   | -3%         |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 75%         | EV/EBITDA       | 1.3   | 2.5 |
| Free float, \$млн | 1,277       | P/E adj.        | 3.2   | 3.4 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Совокупные издержки Polymetal и мировых золотодобывающих компаний



Источники: World Gold Council, данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Polymetal – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 1 473 | 1 507  | -2%    | 968   | 954    | 1%     | 994   | 978    | 2%     |
| ЕБИТДА                   | 742   | 708    | 5%     | 450   | 432    | 4%     | 477   | 467    | 2%     |
| Чистая прибыль           | 495   | 453    | 9%     | 295   | 260    | 14%    | 308   | 289    | 7%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 50%   | 47%    | 3 п.п. | 47%   | 45%    | 1 п.п. | 48%   | 48%    | 0 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 34%   | 30%    | 4 п.п. | 30%   | 27%    | 3 п.п. | 31%   | 30%    | 1 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

## Polymetal

Мы повышаем целевую цену до уровня RUB 400, при этом меняем взгляд на акции производителя золота и серебра Polymetal на нейтральный. Ключевые факторы инвесткейса – новая стратегия и дивидендная политика, которую совет директоров может принять в мае.

## Взгляд на компанию

Уход из России и поиск точек роста в Средней Азии. Polymetal уложились в срок и продала активы в РФ в начале марта. Размер компании сократился в 3.5 раза, а объем выпуска в золотом эквиваленте уменьшился до 0.5 млн унций с 1.7 млн. Polymetal продолжает менять свои акции на МосБирже на акции на бирже Астаны в соотношении 1:1. Дальнейшая стратегия развития после ухода из РФ может быть принята в мае. Мы ожидаем дальнейшего развития в Казахстане и не исключаем роста в Средней Азии: органического и/или через покупку активов.

## Драйверы роста

- **Скорое утверждение дивидендной политики и корпоративной стратегии.** В мае менеджмент рассмотрит новую корпоративную стратегию, а также финансовую и дивидендную политики. Если совет директоров согласует щедрую дивполитику, бумаги могут подняться в цене. Однако потребности в среднесрочном росте компании повышают риски низких дивидендов в ближайшие три года.

## Ключевые риски

- **Активные приобретения в Средней Азии.** Покупка золотодобывающих активов в Средней Азии по завышенной цене ради роста могут размыть акционерную стоимость казахстанского бизнеса и негативно сказаться на целевой цене и дивидендах.
- **Коррекция цен на золото.** Если монетарная политика ФРС будет жестче, чем ожидается, котировки золота могут упасть. В таком случае прибыль Polymetal тоже будет ниже предыдущих значений.

## Основные изменения

Новые предпосылки по затратам, рост цен на золото. Мы немного повысили прогноз цены золота в 2024-26 гг. на \$50. Мы также обновили динамику затрат и инвестиций компании с учетом новых целей на 2024 г., немного увеличив предпосылки по капвложениям.

## Оценка и взгляд

Повышаем целевую цену, меняем взгляд на нейтральный. Мы повысили целевую цену акций Polymetal до уровня RUB 400, при этом меняем взгляд на нейтральный с учетом отрицательной избыточной доходности -3%.

26 марта 2024 г.

## UGLD RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |           |
|-------------------|------------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 1.2        | Рын. кап, \$млн | 1,834     |
| Цена, RUB         | 0.8        | EV, \$млн       | 2,601     |
| Потенциал         | 51%        | ADTV 3м, \$млн  | 3.9       |
| Изб. доходность   | 28%        |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 6%         | EV/EBITDA       | 7.2 6.1   |
| Free float, \$млн | 109        | P/E adj.        | 14.6 11.3 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика инвестиций и выпуска золота ЮГК



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Южуралзолото (ЮГК)

Мы повышаем целевую цену акций ЮГК на 33% до RUB 1.2. Основная причина – ожидаем, что рубль будет слабеть, а золото будет дороже. Учитывая текущие котировки ЮГК, мы меняем взгляд на позитивный с нейтрального.

## Взгляд на компанию

**Компания роста в секторе.** ЮГК – единственный золотодобытчик под нашим покрытием, способный в ближайшие 4-5 лет ежегодно обеспечивать двузначный рост. Дело в том, что инвестиции ЮГК в три основных проекта уже в большей степени завершились. Компания провела IPO в ноябре 2023 г., и мы считаем, что на горизонте 1-2 лет ЮГК продолжит улучшать прозрачность и с запуском проектов и ростом свободного денежного потока станет дивидендной историей. Санкции против компании и ключевого акционера Константина Струкова означают средне-высокие риски для бизнес-профиля компании.

## Драйверы роста

- **Успешный запуск ключевых проектов.** Три главных проекта – Высокое, Коммунар и Курасан – удвоят добычу ЮГК через 4 года. Ближайший запуск и выход на полную мощность ожидается у горно-обогатительного комбината «Высокое» в течение 2024 г.
- **Курс рубля хуже прогнозов.** ЮГК – главный бенефициар ослабления рубля среди золотодобытчиков, поскольку у компании ниже рентабельность бизнеса. В случае более сильного падения рубля, рост прибыли компании будет более ярким.

## Ключевые риски

- **Рост налоговой нагрузки.** Если подтвердится информация в СМИ о возможном повышении налога на прибыль до 25% с 20%, мы можем снизить целевую цену акций на 8%, но взгляд останется позитивным.
- **Коррекция цен на золото.** Если монетарная политика ФРС будет жестче, чем ожидается, котировки золота могут упасть. В таком случае прибыль ЮГК тоже будет ниже предыдущих значений.

## Основные изменения

**Ослабление рубля.** Мы умеренно понизили прогноз по производству в 2024 г. с учетом более позднего, чем ожидалось, запуска ГОК Высокое в течение 2024 г. Мы считаем, что ослабление рубля нивелирует этот фактор. Мы также учли в прогнозах недавний релиз по объему производства и выручке компании за 2023 г.

## Оценка и взгляд

**Целевая цена растет, меняем взгляд на позитивный.** Мы подняли целевую цену акций ЮГК на 33% до RUB 1.2 по модели дисконтирования денежных потоков, что соответствует избыточной доходности в 28%. Взгляд на бумагу меняем на позитивный с нейтрального с учетом избыточной доходности.

## ЮГК – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |          | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 997   | 1 073  | -7%      | 1 335 | 1 314  | 2%     | 1 577 | 1 559  | 1%     |
| ЕБИТДА                   | 426   | 478    | -11%     | 687   | 635    | 8%     | 825   | 769    | 7%     |
| Чистая прибыль           | 161   | 208    | -23%     | 360   | 312    | 15%    | 471   | 417    | 13%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 43%   | 45%    | - 2 п.п. | 51%   | 48%    | 3 п.п. | 52%   | 49%    | 3 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 16%   | 19%    | - 3 п.п. | 27%   | 24%    | 3 п.п. | 30%   | 27%    | 3 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

## ЮГК – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | БКС | 2024п     |          |       | БКС   | 2025п     |          |       | БКС   | 2026п     |          |       |
|--------------------------|-----|-----------|----------|-------|-------|-----------|----------|-------|-------|-----------|----------|-------|
|                          |     | Консенсус | Откл.    | Откл. |       | Консенсус | Откл.    | Откл. |       | Консенсус | Откл.    | Откл. |
| Выручка                  | 997 | 1 097     | -9%      |       | 1 335 | 1 305     | 2%       |       | 1 577 | 1 571     | 0%       |       |
| ЕБИТДА                   | 426 | 468       | -9%      |       | 687   | 642       | 7%       |       | 825   | 803       | 3%       |       |
| Чистая прибыль           | 161 | 231       | -30%     |       | 360   | 367       | -2%      |       | 471   | 505       | -7%      |       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 43% | 43%       | 0 п.п.   |       | 51%   | 49%       | 2 п.п.   |       | 52%   | 51%       | 1 п.п.   |       |
| Рент-ть чистой прибыли   | 16% | 21%       | - 5 п.п. |       | 27%   | 28%       | - 1 п.п. |       | 30%   | 32%       | - 2 п.п. |       |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

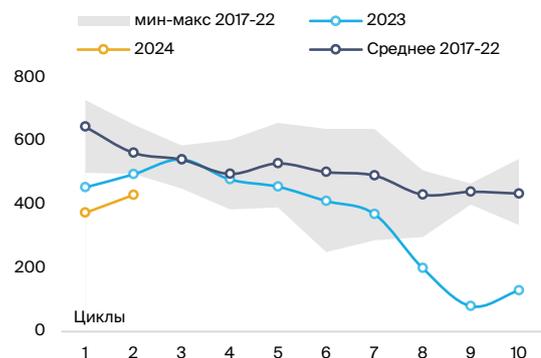
## ALRS RX

| Взгляд            | Негативный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 84         | Рын. кап, \$млн | 6,148   |
| Цена, RUB         | 77         | EV, \$млн       | 6,172   |
| Потенциал         | 9%         | ADTV 3м, \$млн  | 11.2    |
| Изб. доходность   | -13%       |                 | 23E 24E |
| Free float        | 34%        | EV/EBITDA       | 3.9 4.3 |
| Free float, \$млн | 2,089      | P/E adj.        | 6.2 6.7 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Продажи алмазного сырья конкурента Алросы De Beers, \$ млн



Источники: Anglo American, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Алроса

Мы повышаем целевую цену акций Алросы на 12% до RUB 84, в основном на фоне слабого рубля, но сохраняем негативный взгляд. Неуверенный спрос в США, ключевом рынке алмазных ювелирных изделий, сохраняется. При этом Индия, главный гаранчик в мире, два месяца не закупала алмазы, что позволило частично нормализовать запасы. Бизнес Алросы остается сильным: себестоимость одна из самых низких, доля на мировом рынке 30%.

## Взгляд на компанию

Устойчивая бизнес-модель, но ситуация на рынках еще слабая. В отличие от конкурента De Beers, Алроса показала неплохие финрезультаты в 2023 г. Рентабельность бизнеса остается стабильной несмотря на серьезный кризис на алмазном рынке. Свободный денежный поток был низким из-за роста оборотного капитала и высоких инвестиций. Если по итогам 2023 г. будут дивиденды, то невысокие – не более RUB 2-3 на акцию. Алроса под санкциями, что несет средне-высокие риски для бизнес-модели компании.

## Драйверы роста

- Динамичный рост спроса на бриллианты в США, Китае. На две страны приходится более 60% мирового потребления ювелирных изделий с бриллиантами. Восстановление спроса выше ожиданий может поддержать всю цепочку от продавцов до добывающих компаний. Алроса сможет в таком случае нарастить свободный денежный поток.
- Рост цен на алмазы при структурном дефиците предложения. В более отдаленной перспективе ожидается стагнация мировой добычи алмазов. Причина в дефиците новых крупных кимберлитовых труб. В таком случае, при возрастающем спросе алмазное сырье может подорожать.

## Ключевые риски

- Рост налогов. СМИ сообщают, что для компаний налог на прибыль могут поднять до 25% с 20%. Если это произойдет, мы, вероятно, снизим целевую цену акций Алросы на 6%.
- Искусственные камни могут отнять долю рынка. Рост популярности искусственно выращенных бриллиантов несет риски для сегмента мелких камней. Но пока данный тренд нельзя назвать однозначно негативным. Не исключено, что лабораторные камни просто будут отдельной нишей, учитывая обвал цен на них и дисконт в 90% против натуральных камней.

## Основные изменения

Более слабый рубль, рост инвестиций в долгосрочной перспективе. Ослабление рубля дает позитивный эффект. Начиная с 2025 г. мы заложили более консервативный рост цен (2-3%). Полагаем, что запасы, накопленные в 4К23 участниками рынка во время двух месяцев простоя продаж, будут высвобождаться более равномерно. Активизация компании в проекте «Мир» привела к умеренному росту инвестзатрат в наших прогнозах.

## Оценка и взгляд

Повышаем целевую на 12%, негативный взгляд. Мы повысили целевую цену акций на 12% до RUB 84 из-за более слабого рубля и роста издержек. Но с учетом избыточной доходности -13% взгляд остается негативным.

## Алроса – ключевые изменения финансовых прогнозов

| \$ млн                   | 2024п |        |        | Изм.  | 2025п |        |       | Изм.  | 2026п  |        |      |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   |       | Новый | Старый | Изм.  |       | Новый  | Старый | Изм. |
| Выручка                  | 3 809 | 3 716  | 2%     | 3 937 | 3 908 | 1%     | 4 028 | 3 882 | 4%     |        |      |
| ЕБИТДА                   | 1 434 | 1 394  | 3%     | 1 668 | 1 616 | 3%     | 1 706 | 1 647 | 4%     |        |      |
| Чистая прибыль           | 912   | 815    | 12%    | 1 076 | 980   | 10%    | 1 079 | 982   | 10%    |        |      |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 38%   | 38%    | 0 п.п. | 42%   | 41%   | 1 п.п. | 42%   | 42%   | 0 п.п. |        |      |
| Рент-ть чистой прибыли   | 24%   | 22%    | 2 п.п. | 27%   | 25%   | 2 п.п. | 27%   | 25%   | 1 п.п. |        |      |

Источники: БКС Мир инвестиций

## Алроса – прогнозы БКС против консенсуса

| \$ млн                   | 2024п |           |         | Откл. | 2025п |           |       | Откл. | 2026п   |           |       |
|--------------------------|-------|-----------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------|-----------|-------|
|                          | БКС   | Консенсус | Откл.   |       | БКС   | Консенсус | Откл. |       | БКС     | Консенсус | Откл. |
| Выручка                  | 3 809 | 3 890     | -2%     | 3 937 | 4 223 | -7%       | 4 028 | 4 758 | -15%    |           |       |
| ЕБИТДА                   | 1 434 | 1 489     | -4%     | 1 668 | 1 745 | -4%       | 1 706 | 2 040 | -16%    |           |       |
| Чистая прибыль           | 912   | 916       | 0%      | 1 076 | 1 099 | -2%       | 1 079 | 1 303 | -17%    |           |       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 38%   | 38%       | -1 п.п. | 42%   | 41%   | 1 п.п.    | 42%   | 43%   | 0 п.п.  |           |       |
| Рент-ть чистой прибыли   | 24%   | 24%       | 0 п.п.  | 27%   | 26%   | 1 п.п.    | 27%   | 27%   | -1 п.п. |           |       |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Прогнозы цен на металлы и сырье, \$

|                                   | Новый/Старый | Спот*  | 2023   | 2024П  | 2025П  | 2026П  |
|-----------------------------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Никель                            | Новый        | 17 337 | 21 564 | 19 000 | 20 000 | 20 500 |
|                                   | Старый       |        |        | 19 000 | 20 000 | 20 500 |
|                                   | Откл.        |        |        | 0%     | 0%     | 0%     |
| Медь                              | Новый        | 8 838  | 8 489  | 8 750  | 9 000  | 9 225  |
|                                   | Старый       |        |        | 8 750  | 9 000  | 9 225  |
|                                   | Откл.        |        |        | 0%     | 0%     | 0%     |
| Платина                           | Новый        | 910    | 966    | 970    | 1 000  | 1 025  |
|                                   | Старый       |        |        | 970    | 1 000  | 1 025  |
|                                   | Откл.        |        |        | 0%     | 0%     | 0%     |
| Палладий                          | Новый        | 1 009  | 1 341  | 1 050  | 1 100  | 1 128  |
|                                   | Старый       |        |        | 1 200  | 1 300  | 1 333  |
|                                   | Откл.        |        |        | -13%   | -15%   | -15%   |
| Алюминий                          | Новый        | 2 254  | 2 256  | 2 250  | 2 350  | 2 409  |
|                                   | Старый       |        |        | 2 300  | 2 400  | 2 460  |
|                                   | Откл.        |        |        | -2%    | -2%    | -2%    |
| Золото                            | Новый        | 2 191  | 1 943  | 2 050  | 2 100  | 2 150  |
|                                   | Старый       |        |        | 2 000  | 2 050  | 2 101  |
|                                   | Откл.        |        |        | 2%     | 2%     | 2%     |
| Алмазы                            | Новый        | 115    | 129    | 120    | 124    | 127    |
|                                   | Старый       |        |        | 120    | 125    | 135    |
|                                   | Откл.        |        |        | 0%     | -1%    | -6%    |
| Г/к прокат – Черное море          | Новый        | 575    | 587    | 598    | 614    | 641    |
|                                   | Старый       |        |        | 640    | 650    | 666    |
|                                   | Откл.        |        |        | -6%    | -6%    | -4%    |
| Г/к прокат - СРТ Россия           | Новый        | 617    | 629    | 648    | 669    | 698    |
|                                   | Старый       |        |        | 700    | 710    | 727    |
|                                   | Откл.        |        |        | -7%    | -6%    | -4%    |
| Железная руда - FCA Россия        | Новый        | 94     | 72     | 86     | 79     | 81     |
|                                   | Старый       |        |        | 79     | 72     | 74     |
|                                   | Откл.        |        |        | 9%     | 9%     | 9%     |
| Коксующийся уголь - FCA Россия    | Новый        | 143    | 140    | 137    | 134    | 137    |
|                                   | Старый       |        |        | 150    | 162    | 166    |
|                                   | Откл.        |        |        | -9%    | -18%   | -17%   |
| Г/к прокат - EXW Китай            | Новый        | 523    | 570    | 570    | 589    | 616    |
|                                   | Старый       |        |        | 630    | 630    | 645    |
|                                   | Откл.        |        |        | -9%    | -7%    | -5%    |
| Железная руда - CFR Китай         | Новый        | 111    | 120    | 108    | 105    | 108    |
|                                   | Старый       |        |        | 119    | 103    | 106    |
|                                   | Откл.        |        |        | -10%   | 2%     | 2%     |
| Коксующийся уголь - FOB Австралия | Новый        | 279    | 289    | 260    | 230    | 236    |
|                                   | Старый       |        |        | 260    | 246    | 252    |
|                                   | Откл.        |        |        | 0%     | -7%    | -6%    |

\*22-мар-2024

Источники: MMI, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Финансовый сектор

### Взгляд на сектор

Позитивный

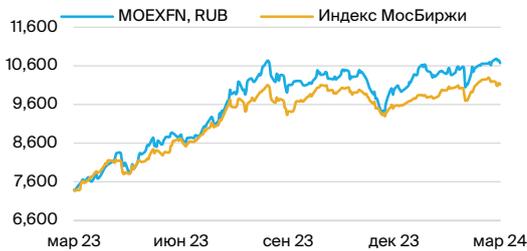
Средний потенциал роста

46%

Фавориты

Сбер, ВТБ

### Динамика акций индекса финансов МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

## Замедление роста, но высокая рентабельность

После рекордного для сектора 2023 г. в фокусе финансовые показатели 2024 г. Так, чистая прибыль сектора, по данным ЦБ, в январе составила RUB 354 млрд, что предполагает рост в 5.5 раз м/м (против RUB 64 млрд в декабре) и на 40% г/г (против RUB 258 млрд в январе 2023 г.) с высокой рентабельностью капитала на уровне 29.6%. Согласно релизу, факторы поддержки – восстановление резервов и сокращение операционных расходов м/м, при этом основные банковские доходы (чистых процентных и комиссионных) снижаются на фоне замедления кредитования.

Мы сохраняем в целом позитивный взгляд на сектор, но отмечаем более сдержанный потенциал роста сектора. Первые релизы результатов в начале 2024 г. подтверждают наш текущий взгляд и отражают замедление роста, но рентабельность остается на хорошем уровне. Вместе с тем есть отдельные истории внутри сектора с учетом различного уровня раскрытия и стратегии развития.

Многие компании сектора уже раскрыли стратегию на ближайшие несколько лет, что дает поддержку и формирует представление дальнейшего развития и финансовых ожиданий. Повышение качества коммуникаций и уровня раскрытия в секторе будет способствовать улучшению корпоративного управления.

Компании сектора уже раскрыли финансовые отчеты за 2023 г., и теперь в центре внимания – решения по дивидендам за 2023 г. Мы ждем заседания наблюдательного совета Сбера и МКБ в апреле. Не ожидаем дивидендов от ВТБ и ТКС. МосБиржа и Банк Санкт-Петербург уже сообщили о решениях по дивидендам за рекордный 2023 г.

Мы позитивно смотрим на Сбер, ВТБ и ТКС, нейтрально – на МКБ и МосБиржу. У нас негативный взгляд на Банк Санкт-Петербург. Возможности удержания высоких уровней рентабельности и финансовых результатов на фоне замедления роста кредитов – основной фактор поддержки в 2024 г. Переход к смягчению денежно-кредитной политики со стороны ЦБ может послужить стимулом для динамики кредитов и поддержать акции финансового сектора.

### Взгляды, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|                      | Взгляд      |             | Целевая цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* | 2023п | P/BV 2024п | P/E   |       | 2024п | Цель 24 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------------|--------|--------|------------|------------|-------|------------|-------|-------|-------|---------|
|                      | Новый       | Старый      | Новая             | Старая |        |            |            |       |            | 2023п | 2024п |       |         |
| Сбер-ао              | Позитивный  | Позитивный  | 410               | 370    | 11%    | 39%        | 18%        | 0.9   | 0.8        | 1.4   | 3.8   | 3.5   | 6.3     |
| Сбер-ап              | Позитивный  | Позитивный  | 410               | 370    | 11%    | 39%        | 18%        | 0.9   | 0.8        | 1.4   | 4.1   | 3.8   | 6.3     |
| ВТБ                  | Позитивный  | Позитивный  | 0.044             | 0.036  | 22%    | 97%        | 76%        | 0.4   | 0.3        | 0.6   | 1.1   | 1.8   | 3.5     |
| ТКС                  | Позитивный  | Позитивный  | 5400              | 5400   | 0%     | 77%        | 57%        | 2.2   | 1.8        | 3.2   | 7.5   | 6.1   | 11.0    |
| МКБ                  | Нейтральный | Нейтральный | 10                | 10     | 0%     | 26%        | 6%         | 0.8   | 0.7        | 0.8   | 4.2   | 4.1   | 4.8     |
| Банк Санкт-Петербург | Негативный  | Негативный  | 310               | 250    | 24%    | 1%         | -19%       | 0.8   | 0.7        | 0.8   | 3.1   | 4.0   | 4.1     |
| МосБиржа**           | Нейтральный | Нейтральный | 260               | 250    | 4%     | 21%        | 0%         | 4.3   | 4.2        | 5.4   | 8.1   | 7.8   | 9.4     |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала \*\* EV/EBITDA для МосБиржи; Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

|                  | SBER RX    | SBERP RX   |
|------------------|------------|------------|
| Взгляд           | Позитивный | Позитивный |
| Целевая цена     | 410        | 410        |
| Цена             | 295        | 296        |
| Потенциал        | 39%        | 39%        |
| Изб. доходность  | 18%        | 18%        |
| Валюта           | RUB        | RUB        |
| ADTV 3м, \$млн   | 89.7       | 8.3        |
| Рын. кап., \$млн | 71,153     | 71,153     |
| Изм. 3м          | 9%         | 9%         |
| P/BV, 24E        | 0.8        | 0.8        |
| P/E, 24E         | 3.5        | 3.8        |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Сбер

Мы подтверждаем позитивный взгляд по бумагам Сбера и повышаем целевые цены по обыкновенным и привилегированным акциям до RUB 410 за акцию после выхода финансовых результатов за 2023 г. по МСФО и пересчета финансовой модели. Сбер остается фундаментально привлекательной бумагой с историей развития в человекоцентричную компанию с сильным капиталом, что предполагает высокие дивиденды.

### Взгляд на компанию

**Стратегия трансформации в человекоцентричную компанию.** Сбер – ключевой финансовый институт в России с крупнейшей клиентской базой: 108.2 млн активных розничных и 3.2 млн активных корпоративных клиентов. Стратегия-2026 подразумевает дальнейшую трансформацию в первую в мире человекоцентричную компанию с фокусом на искусственный интеллект (ИИ). Сильные рыночные доли, разумная политика рисков и управления капиталом позволяют Сберу демонстрировать высокие финансовые результаты при уверенном органическом наращивании капитала.

### Драйверы роста

- **Высокие финансовые цели на 2024-26 гг.** В рамках Стратегии-2026 Сбер намерен достичь рентабельности на капитал (ROE) выше 22% в год за счет среднего уровня банковской чистой процентной маржи 5.5%+ и роста кредитов и средств физических лиц в среднем на 10% в год. Сбер не ожидает ухудшения кредитного качества и видит стоимость риска в пределах 100-110 б.п. – чуть ниже среднего уровня за последние семь лет. Компания намерена поддерживать целевой показатель эффективности Операционные расходы/Доходы на уровне 30% с фокусом на рост производительности.

### Ключевые риски

- **Слабая макроконъюнктура, регулирование.** Более слабая макроэкономическая конъюнктура может привести к рискам на уровне качества активов. Кроме повышенных процентных ставок, на выпуск новых кредитов оказывает влияние надзорное регулирование со стороны ЦБ. Потенциально более серьезное ужесточение денежно-кредитной политики может нести риски для дальнейшего выпуска кредитов, а также качества активов. Обычно самый непредсказуемый показатель – стоимость риска (его повышение может подразумевать риски для банка).

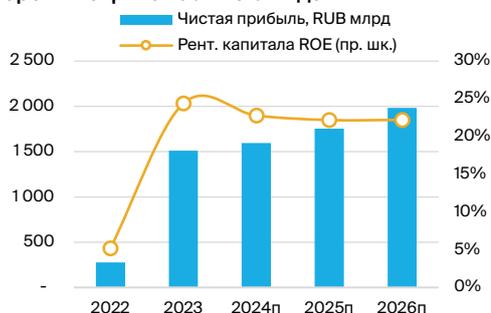
### Основные изменения

Учитываем рекордный 2023 г. и продлеваем прогнозы. Сбер уже опубликовал отчетность группы за 2023 г. по МСФО, в которой отразил рекордную чистую прибыль в размере RUB 1.5 трлн с высокой рентабельностью капитала 24%. Мы продлили финансовую модель до 2026 г.: ожидаем устойчивую рентабельность капитала 22% – на уровне стратегии Сбера с целевым показателем 22%+.

### Оценка и взгляд

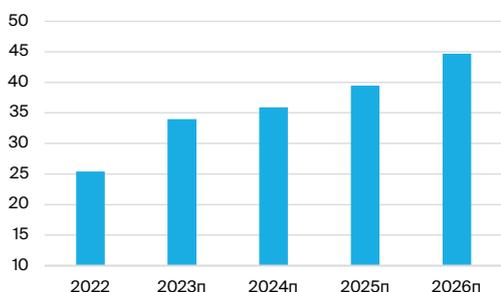
**Сильный финансовый и дивидендный потенциал.** Мы используем модель роста Гордона с неизменной стоимостью капитала на фоне безрисковой ставки 12% и премии за риск на уровне 8.5%. Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Сбера. Стратегия на 2024-26 гг. подтверждает сильный финансовый и дивидендный потенциал, а фокус на все более активное развитие банка как ИТ-компании предполагает глубокое внедрение ИИ и переход к человекоцентричной модели.

### Уверенные финансовые ожидания



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Сильный дивидендный поток, RUB на акцию



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### P/E Сбера – исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**Сбер – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                  | 2024г |        | Изм. | 2025г |
|---------------------------|-------|--------|------|-------|
|                           | Новый | Старый |      | Новый |
| Опер. прибыль до резервов | 3492  | 3379   | 3%   | 3713  |
| Отчисления в резерв       | -464  | -376   | 24%  | -416  |
| Операционные расходы      | -1032 | -906   | 14%  | -1105 |
| Чистая прибыль            | 1596  | 1683   | -5%  | 1754  |
| ROE                       | 22.8% | 23.4%  |      | 22.2% |
| Чистая процентная маржа   | 5.3%  | 5.2%   |      | 5.1%  |
| Стоимость риска           | 1.2%  | 1.0%   |      | 1.0%  |
| Расходы/Доходы            | 29.4% | 26.8%  |      | 29.6% |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Сбер – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд             | 2024г |           |       | 2025г |           |       |
|----------------------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|
|                      | БКС   | Консенсус | Откл. | БКС   | Консенсус | Откл. |
| Чистая прибыль       | 1596  | 1152      | 38%   | 1754  | 1952      | -10%  |
| Количество прогнозов |       | 3         |       |       | 1         |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

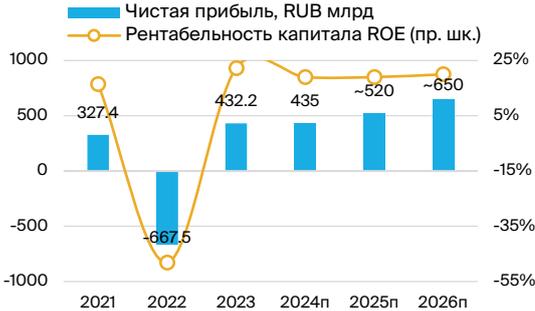
26 марта 2024 г.

## VTBR RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 0.044      | Рын. кап, \$млн | 6,444   |
| Цена, RUB         | 0.0224     | Изм. 3м         | -2%     |
| Потенциал         | 97%        | ADTV 3м, \$млн  | 26.0    |
| Изб. доходность   | 76%        |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 24%        | P/BV            | 0.4 0.3 |
| Free float, \$млн | 1,521      | P/E             | 1.1 1.8 |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Сильные финансовые цели Стратегии 2024-26



Источники: прогнозы компании, БКС Мир инвестиций

## Чистая процентная маржа восстановится при смягчении денежно-кредитной политики



Источник: прогноз ВТБ, БКС Мир инвестиций

## P/E ВТБ – исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

## ВТБ

Мы подтверждаем позитивный взгляд на бумаги ВТБ и повышаем целевую цену до RUB 0.044 за акцию на фоне рекордных результатов за 2023 г. и сильных финансовых целей Стратегии 2024-26.

### Взгляд на компанию

Второй крупнейший банк в РФ, новая стратегия. ВТБ занимает второе место в России, уступая лишь Сберу. Покупка Открытия усилила позиции банка. В своей новой стратегии ВТБ ставит на активное масштабирование розничного бизнеса (услуги для физических лиц) с экспансией в регионы. На стратегический период 2024-26 гг. менеджмент закладывает в финансовую модель рост чистой прибыли до RUB 650 млрд к 2026 г. с рентабельностью 20% – сильные финансовые цели.

### Драйверы роста

- **Укрепление капитала, возврат к дивидендам.** ВТБ планирует укрепить позиции капитала: направлять прибыль в капитал в ближайшие три года и достигнуть к 2026 г. норматива H2O.0 в 10.9%. ВТБ учитывает ужесточение регуляторных требований с минимальным H2O.0 на уровне 9.5% к 2026 г. и 11.5% к 2028 г. против 8.0% в 2023 г. Укрепление капитальной базы позволит увеличить запас капитала относительно регуляторных минимумов и вернуться к выплате дивидендов. По модели банка, размер выплат по итогам 2025 г может составить RUB 80 млрд.

### Ключевые риски

- **Макрориски, высокие процентные ставки.** Более слабая, чем ожидается, макроэкономическая конъюнктура может оказать влияние на финансовые результаты ВТБ и исполнение Стратегии 2024-26: помешать росту кредитования и угрожать качеству активов. Кроме того, высокий уровень процентных ставок на длительном горизонте может также отразиться на росте и качестве активов.

### Основные изменения

Продлили прогнозы до 2026 г., повысили ожидания. Мы повысили наши прогнозы финансовых результатов ВТБ с учетом рекордного для компании 2023 г. и предоставленных финансовых целей в Стратегии 2024-26. Ожидаем, что результаты будут поддержаны восстановлением рентабельности в 2025 г. на фоне снижения процентных ставок и при стабильном уровне стоимости риска. Инвестиции в розничное направление в 2024 г. смогут принести отдачу в 2025 г. и привести к росту комиссионных доходов банка.

### Оценка и взгляд

Позитивный взгляд, целевая цена повышена. Для оценки ВТБ мы используем модель роста Гордона с безрисковой ставкой 12% с учетом рыночных трендов. На фоне улучшения финансовых прогнозов и при неизменной стоимости капитала мы повысили целевую цену и видим высокий потенциал роста в акциях с учетом хороших ожиданий по прибыли.

26 марта 2024 г.

**ВТБ – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                  | 2024п   |         | Изм. | 2025п   |
|---------------------------|---------|---------|------|---------|
|                           | Новый   | Старый  |      | Новый   |
| Опер. прибыль до резервов | 1183.37 | 1134.19 | 4%   | 1323.44 |
| Отчисления в резерв       | -217.31 | -242.95 | -11% | -272.35 |
| Операционные расходы      | -439.41 | -451.32 | -3%  | -461.38 |
| Чистая прибыль            | 417.32  | 334.74  | 25%  | 467.76  |
| ROE                       | 17.9%   | 14.1%   |      | 16.9%   |
| Чистая процентная маржа   | 3.0%    | 3.0%    |      | 3.2%    |
| Стоимость риска           | 1.1%    | 1.1%    |      | 1.1%    |
| Расходы/Доходы            | 36.9%   | 36.9%   |      | 34.6%   |

Источник: БКС Мир инвестиций

**ВТБ – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд             | 2024п |           |       | 2025п |           |       |
|----------------------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|
|                      | БКС   | Консенсус | Откл. | БКС   | Консенсус | Откл. |
| Чистая прибыль       | 417   | 246       | 69%   | 468   | 434       | 8%    |
| Количество прогнозов |       | 3         |       |       | 1         |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

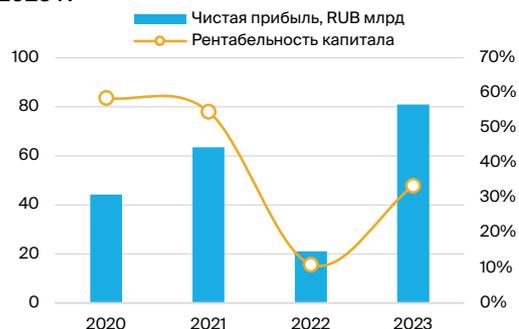
26 марта 2024 г.

## TCSG RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 5,400      | Рын. кап, \$млн | 6,587   |
| Цена, RUB         | 3,049      | Изм. 3м         | 1%      |
| Потенциал         | 77%        | ADTV 3м, \$млн  | 38.8    |
| Изб. доходность   | 57%        |                 | 23E 24E |
| Free float        | 58%        | P/BV            | 2.2 1.8 |
| Free float, \$млн | 3,847      | P/E             | 7.5 6.1 |

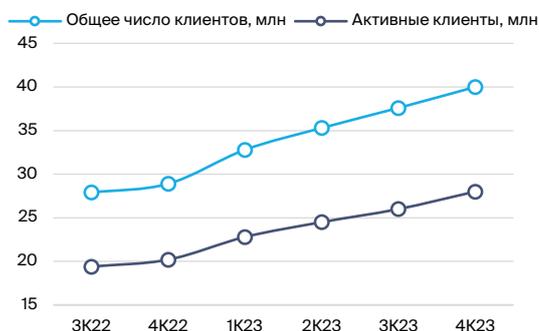
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## ТКС – рекордная чистая прибыль по итогам 2023 г.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## ТКС демонстрирует рост клиентской базы



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## P/E ТКС – исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

## ТКС

Мы сохраняем целевую цену по бумагам ТКС в RUB 5400 за акцию с учетом рекордного уровня прибыли, сильного роста клиентской базы и возможной интеграции с Росбанком. Мы подтверждаем позитивный взгляд на бумагу.

### Взгляд на компанию

**Сильный финтех-игрок в рознице.** ТКС имеет сильные позиции в финтехе и растущую клиентскую базу, которая достигла 40 млн по итогам 4К23 (против 37.6 млн клиентов в 3К23). Компания имеет широкий спектр продуктов и сервисов с онлайн обслуживанием – более половины выручки приходится на бизнесы, не связанные с кредитованием.

### Драйверы роста

- **Интеграция с Росбанком.** Потенциальная интеграция с Росбанком позволит усилить рыночные позиции, приобрести новую экспертизу в корпоративном бизнесе и достигнуть целевой рентабельности 30%+ для новой структуры. Сделка подразумевает доэмиссию ТКС в объеме 130 млн акций (увеличение уставного капитала на 40%), при этом мы оцениваем резерв под реализацию преимущественного права на уровне 60 млн акций. Цель – увеличить капитал группы, в том числе для приобретения ПАО «Росбанк» путем внесения его в оплату размещаемых акций.

### Ключевые риски

- **Ухудшение качества активов, регулирование.** ТКС – сильный игрок в сегменте потребительского необеспеченного кредитования, но в случае ухудшения макроэкономической ситуации и качества активов этот факт может оказать давление на показатели отчета о прибыли и убытках. Кроме того, ужесточение регулирования может сказаться на возможностях роста.

### Основные изменения

**Прогнозы без изменений, рекордная прибыль 2023 г.** Мы сохраняем прогнозы без изменений и отмечаем рекордную чистую прибыль за 2023 г. по МСФО в размере RUB 80.9 млрд (рост в четыре раза г/г) с рентабельностью капитала 33.5%. Выручка банка по итогам года составила RUB 488 млрд (+33% г/г) с ростом чистого кредитного портфеля на 60% г/г. В фокусе возможное приобретение Росбанка и рентабельность новой группы.

### Оценка и взгляд

**Подтверждаем позитивный взгляд.** Мы оцениваем ТКС по методу суммы частей (SOTP), поскольку вес небанковских бизнес-направлений растет. Безрисковая ставка и премия за риск без изменений – 12% и 8.5% соответственно. Отметим, торги акциями были возобновлены 18 марта после приостановки в рамках редомициляции. Сохраняем целевую цену на уровне RUB 5400 за акцию и позитивный взгляд. Вместе с тем отмечаем риски, связанные с размещением акций и реализацией синергий при интеграции с Росбанком.

26 марта 2024 г.

## ТКС – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млн                   | 2024п    |          | Изм. | 2025п    |
|---------------------------|----------|----------|------|----------|
|                           | Новый    | Старый   |      | Новый    |
| Опер. прибыль до резервов | 403 090  | 403 090  | 0%   | 515 636  |
| Отчисления в резерв       | -69 173  | -69 173  | 0%   | -90 035  |
| Операционные расходы      | -205 358 | -205 358 | 0%   | -253 911 |
| Чистая прибыль            | 98 774   | 98 774   | 0%   | 131 969  |
| ROE                       | 31.1%    | 31.1%    |      | 32.7%    |
| Чистая процентная маржа   | 14.9%    | 14.9%    |      | 18.2%    |
| Стоимость риска           | 5.6%     | 5.6%     |      | 5.6%     |
| Расходы/Доходы            | 50.9%    | 50.9%    |      | 49.2%    |

Источник: БКС Мир инвестиций

## ТКС – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд             | 2024п |           |       | 2025п |           |       |
|----------------------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|
|                      | БКС   | Консенсус | Откл. | БКС   | Консенсус | Откл. |
| Чистая прибыль       | 99    | 104       | -5%   | 132   | 162       | -18%  |
| Количество прогнозов |       | 3         |       |       | 2         |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## СВОМ RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |       |     |
|-------------------|-------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 10          | Рын. кап, \$млн | 2,875 |     |
| Цена, RUB         | 7.9         | Изм. 3м         | -2%   |     |
| Потенциал         | 26%         | ADTV 3м, \$млн  | 1.0   |     |
| Изб. доходность   | 6%          |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 20%         | P/BV            | 0.8   | 0.7 |
| Free float, \$млн | 578         | P/E             | 4.2   | 4.1 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Рекордная прибыль в 2023 г. на фоне роста бизнеса, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

## P/E МКБ — исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

## МКБ

Мы сохраняем нейтральный взгляд на бумаги МКБ с целевой ценой RUB 10.0 за акцию. Прошедший 2023 г. стал рекордным для банка, при этом компания не дает прогнозов на 2024 г., и нет ясности в отношении возврата к выплате дивидендов.

## Взгляд на компанию

Хорошие позиции с фокусом на корпоративный и инвестиционный банкинг. МКБ занимает хорошие позиции на рынке и исторически был сильным игроком в корпоративном и розничном кредитовании. МКБ также сохраняет уверенные позиции в сегменте корпоративного и инвестиционного банкинга. Рекордные результаты 2023 г. отражают восстановление после 2022 г. и рост бизнеса.

## Драйверы роста

- **Улучшение раскрытия, дивиденды.** МКБ раскрывает лишь сокращенные финансовые показатели и не дает прогнозов на 2024 г. и комментариев по поводу развития бизнеса на среднесрочном горизонте. Улучшение раскрытия и возобновление телеконференций с менеджментом позволит, на наш взгляд, повысить уровень открытости компании и интерес инвесторов. Позиция менеджмента в вопросе дивидендных выплат за 2023 г. неясна, но мы отмечаем рекордно высокие результаты. Напомним, дивидендная политика банка подразумевает выплату не менее 25% прибыли по МСФО с учетом планов роста и при соблюдении нормативов достаточности капитала. Возврат к дивидендам также может улучшить взгляд на акции.

## Ключевые риски

- **Макроэкономика, качество активов.** Мы считаем, что ухудшение макроэкономической ситуации может негативно сказаться на финансовых показателях МКБ через рост расходов на создание резервов. Стоимость риска — достаточно волатильный показатель и оказывает сильное влияние на динамику прибыли. Мы также отмечаем, что раскрытие информации о качестве активов на данный момент ограничено.

## Основные изменения

**Прогнозы без изменений.** Мы сохранили прогнозы после сильного релиза за 2023 г. по МСФО с рекордной прибылью в RUB 60 млрд и высокой рентабельностью 23.4%. Мы ждем сильных результатов за 2024 г. за счет роста кредитования и чистого процентного дохода, а также снижения отчислений в резервы. По нашим прогнозам, ROE в 2024 г. составит 19%, что поддержит капитальные позиции банка с учетом сильного роста кредитов и перспективы дивидендов.

## Оценка и взгляд

**Нейтральный взгляд на фоне умеренных ожиданий.** Мы используем модель роста Гордона для оценки МКБ: безрисковая ставка осталась на уровне 12%, премия за риск — 8.5%. С учетом сохранения наших прогнозов мы оставляем целевую цену на уровне RUB 10.0 за акцию, взгляд также остается нейтральным.

## МКБ — ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млрд                  | Новый | 2024п  |       | Изм. | 2025п  |       | Изм. |
|---------------------------|-------|--------|-------|------|--------|-------|------|
|                           |       | Старый | Новый |      | Старый | Новый |      |
| Опер. прибыль до резервов | 158   | 158    | 156   | 0%   | 156    | 156   | 0%   |
| Отчисления в резерв       | -36   | -36    | -37   | 0%   | -37    | -37   | 0%   |
| Опер. расходы             | -41   | -41    | -44   | 0%   | -44    | -44   | 0%   |
| Чистая прибыль            | 66    | 66     | 60    | 0%   | 60     | 60    | 0%   |
| ROE                       | 17.5% | 17.5%  | 14.1% | 0%   | 14.1%  | 14.1% | 0%   |
| Чистая процентная маржа   | 2.7%  | 2.7%   | 2.6%  | 0.0% | 2.6%   | 2.6%  | 0.0% |
| Стоимость риска           | 1.2%  | 1.2%   | 1.1%  | 0.0% | 1.1%   | 1.1%  | 0.0% |
| Расходы/Доходы            | 25.8% | 25.8%  | 28.4% | 0.0% | 28.4%  | 28.4% | 0.0% |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## BSPB RX

| Взгляд            | Негативный |                 |       |     |
|-------------------|------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 310        | Рын. кап, \$млн | 1,495 |     |
| Цена, RUB         | 307        | Изм. 3м         | 36%   |     |
| Потенциал         | 1%         | ADTV 3м, \$млн  | 8.8   |     |
| Изб. доходность   | -19%       |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 39%        | P/BV            | 0.8   | 0.7 |
| Free float, \$млн | 583        | P/E             | 3.1   | 4.0 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Банк Санкт-Петербург

Мы подтверждаем негативный взгляд по бумагам Банка Санкт-Петербург после сильного ралли акций с начала года, при этом мы повышаем целевую цену на 24% до RUB 310 за акцию на фоне улучшения прогнозов после релиза за 2023 г. по МСФО.

### Взгляд на компанию

**Сильный игрок с фокусом на северо-запад.** Банк Санкт-Петербург занимает 17-е место по объему активов среди банков РФ и не входит в список системно значимых кредитных организаций. Однако банк хорошо представлен на северо-западе страны, и имеет сильные рыночные позиции в регионе.

### Драйверы роста

- **Ставка на розницу – более маржинальный сегмент.** Банк Санкт-Петербург исторически опирался на корпоративный сегмент, при этом активно развивал более маржинальный розничный бизнес (доля розничных кредитов – 27% общего кредитного портфеля против 11% в 2008 г.). Рост доли более маржинального розничного бизнеса позитивен для доходности банка, и мы полагаем, что банк сохранит фокус на розничный бизнес. У банка сильные стратегические цели на 2024–26 гг.: в планах достичь рентабельность капитала по МСФО на уровне 18%+ (выше среднеисторических 15%) и рост кредитного портфеля до RUB 900 млрд к концу 2026 г.

### Ключевые риски

- **Макродинамика, уровень процентных ставок.** Ухудшение экономики может отразиться на качестве активов, и банку понадобятся дополнительные резервы. В 2023 г. Банк Санкт-Петербург распустил крупные резервы, начисленные в 2022 г., что, на наш взгляд, оказало сильную разовую поддержку. Кроме того, сохранение жесткой монетарной политики ЦБ на более длительный срок, чем мы ожидаем (начало смягчения в середине 2024 г.), может оказать давление на дальнейшую динамику кредитного портфеля банка и возможности генерировать доход.

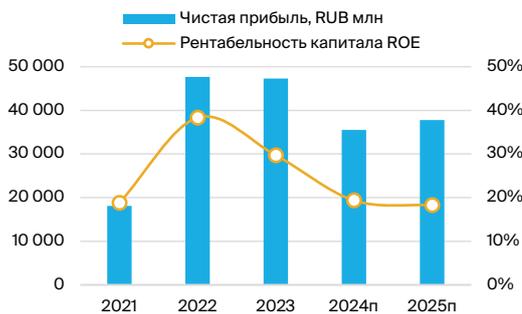
### Основные изменения

**Улучшение ожиданий на 2024–25 гг.** Мы улучшили прогнозы после сильного релиза за 2023 г. по МСФО с повторением сильного результата за 2022 г. по чистой прибыли. По нашим оценкам, после сильного 2023 г. финансовые результаты банка в 2024–25 гг. должны вернуться к нормальным значениям со средним уровнем рентабельности капитала по МСФО около 18% – на уровне стратегических 18%+. Отмечаем, что банк не дает прогнозов на 2024 г.

### Оценка и взгляд

**Негативный взгляд после сильного роста.** Мы используем модель роста Гордона для оценки банка: безрисковая ставка 12% и премия за риск 8.5%. С учетом улучшения наших прогнозов мы повысили целевую цену на 24% до RUB 310 за акцию, но сохраняем негативный взгляд после ралли акций с начала года.

## Ожидаем снижение прибыли после рекордных 2022–23 гг.



Источник: БКС Мир инвестиций

## P/E Банка Санкт-Петербург – исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

## Банк Санкт-Петербург – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млн                   | 2024п   |         | 2025п   |         |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                           | Новый   | Старый  | Новый   | Старый  |
| Опер. прибыль до резервов | 75 533  | 70 187  | 82 297  | 76 066  |
| Отчисления в резерв       | -5 602  | -5 601  | -7 558  | -7 556  |
| Опер. расходы             | -25 503 | -27 250 | -27 543 | -29 430 |
| Чистая прибыль            | 35 542  | 29 868  | 37 756  | 31 263  |
| ROE                       | 19.35%  | 16.10%  | 18.23%  | 15.25%  |
| Чистая процентная маржа   | 5.49%   | 5.68%   | 5.63%   | 5.78%   |
| Стоимость риска           | 0.80%   | 1.70%   | 1.00%   | 1.00%   |
| Расходы/Доходы            | 33.76%  | 38.83%  | 33.47%  | 38.69%  |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Банк Санкт-Петербург – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд             | 2024п |           |       | 2025п |           |       |
|----------------------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|
|                      | БКС   | Консенсус | Откл. | БКС   | Консенсус | Откл. |
| Чистая прибыль       | 36    | 45        | -20%  | 38    | 35        | 9%    |
| Количество прогнозов |       | 3         |       |       | 2         |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

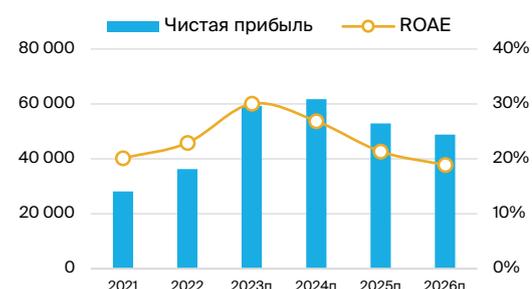
26 марта 2024 г.

## МОЕХ RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 260         | Рын. кап, \$млн | 5,322   |
| Цена, RUB         | 216         | EV, \$млн       | 4,330   |
| Потенциал         | 21%         | ADTV 3м, \$млн  | 14.2    |
| Изб. доходность   | 0%          |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 58%         | EV/EBITDA       | 4.3 4.2 |
| Free float, \$млн | 3,060       | P/E adj.        | 8.1 7.8 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Чистая прибыль – поддержка высоких % ставок, но рост операционных расходов



Источник: БКС Мир инвестиций

## P/E Московской биржи – исторический против целевого



Источник: БКС Мир инвестиций

## Московская биржа

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги Московской биржи, но повышаем целевую цену до RUB 260 с RUB 250 за акцию с учетом улучшения наших прогнозов.

### Взгляд на компанию

**Устойчивая бизнес-модель.** Московская биржа представлена в различных сегментах рынка: от ценных бумаг (акции и облигации) до денежного и валютного рынка, деривативов, а также предоставляет депозитарные и расчетные услуги. Кроме того, два года назад Московская биржа запустила платформу финансового обслуживания. Мы считаем диверсификацию сильным фактором устойчивости бизнеса.

### Драйверы роста

- **Высокие процентные ставки на более длительный срок.** Высокий уровень процентных ставок напрямую поддерживает доходы и прибыли компании. Сохранение высоких процентных ставок на более длительный срок, чем ожидается, может поддержать чистые процентные доходы МосБиржи. Отметим, что в 4К23 чистый процентный доход составил RUB 18.9 млрд. Вместе с тем МосБиржа использует дополнительные доходы для инвестирования в компанию и прогнозирует высокий рост операционных расходов на уровне 35-48% в 2024 г.

### Ключевые риски

- **Снижение активности.** Проседание уверенности потребителей и макроэкономических показателей подразумевает ослабление торговой активности, что может ударить по комиссионному доходу Московской биржи. Отметим, общий объем торгов на МосБирже за февраль составил RUB 111.3 трлн (+33% г/г, +3% м/м) с ростом на всех сегментах.

### Основные изменения

**Повышение ожиданий после релиза за 2023 и прогнозы на 2024 г.** Мы обновили прогнозы и ожидаем, что более высокие процентные ставки поддержат динамику чистого процентного дохода в 2024 г. Однако мы допускаем некоторое сокращение в 2025-26 г., поскольку закладываем снижение ставки в дальнейшем. Мы также повысили ожидания по увеличению операционных расходов с учетом целей менеджмента по росту на 35-48% в 2024 г. после роста на 20% в 2023 г.

### Оценка и взгляд

**Нейтральный взгляд, сдержанный потенциал роста.** Мы используем модель дисконтированных денежных потоков для расчета стоимости Московской биржи. Стоимость акционерного капитала не изменилась: мы сохранили безрисковую ставку на уровне 12% и премию за риск 8,5%. Нам нравится кейс компании благодаря ее устойчивости и позитивному эффекту повышения процентных ставок, при этом сдержанный потенциал роста объясняет нейтральный взгляд.

## Московская биржа – ключевые изменения в прогнозах

| RUB млн                       | 2024п   |         | Изм. | 2025п   |
|-------------------------------|---------|---------|------|---------|
|                               | Новый   | Старый  |      | Новый   |
| Комиссионный доход            | 57 508  | 49 809  | 15%  | 62 853  |
| Чистый процентный доход       | 57 819  | 33 147  | 74%  | 49 596  |
| Операционные расходы          | -38 050 | -28 549 | 33%  | -42 862 |
| Чистая прибыль                | 61 850  | 43 547  | 42%  | 55 698  |
| Рентабельность чистой прибыли | 54%     | 52%     |      | 50%     |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Московская биржа – оценки БКС против консенсуса

| RUB млрд       | 2024п |           | Отклонение | 2025п |           | Отклонение |
|----------------|-------|-----------|------------|-------|-----------|------------|
|                | БКС   | Консенсус |            | БКС   | Консенсус |            |
| Чистая прибыль | 62    | 59        | 5%         | 57    | 59        | -3%        |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Девелоперы

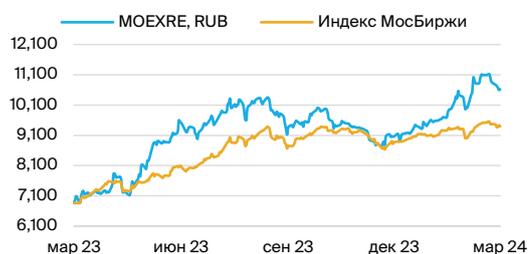
Взгляд на сектор

Нейтральный

Средний потенциал роста 28%

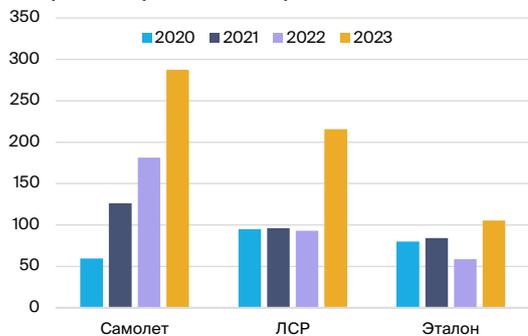
Фавориты Самолет, Эталон

Динамика акций индекса строительных компаний МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источники МосБиржа, БКС Мир инвестиций

Рекордные продажи застройщиков в 2023 г.



Источники МосБиржа, БКС Мир инвестиций

### В фокусе результаты за 2023 г. по МСФО, перспективы на 2024 г.

Мы сохраняем нейтрально-позитивный взгляд на сектор и ожидаем, что сезон отчетности за 2023 г. по МСФО может стать хорошим триггером для акций сектора. Прошлый год стал рекордным по объемам продаж в денежном выражении. Продажи в среднем по застройщикам выросли на 90% г/г в денежном выражении и на 84% – в натуральном. Цена в среднем повысилась на 4%, доля ипотечных продаж составила 79%.

По итогам 2023 г. Самолет увеличил продажи до RUB 287 млрд (+58% г/г, 1575 тыс. кв. м), ЛСР – до RUB 2160 млрд (+132% г/г, 1099 тыс. кв. м), Эталон – до RUB 106 млрд (+80% г/г, 547 тыс. кв. м). Сильную динамику 2023 г. поддержали федеральная льготная ипотечная программа, волатильность рубля, рост предложения на фоне региональной экспансии (Эталон и Самолет).

В свете роста ставок по ипотеке и изменений льготной ипотечной программы для инвесторов важны перспективы на 2024 г. Рост процентных ставок уже отразился на ипотечном рынке и, на наш взгляд, может стать сдерживающим фактором для динамики продаж в дальнейшем. Вместе с тем льготные государственные ипотечные программы будут ключевым фактором поддержки. Программа льготной ипотеки с господдержкой была продлена до 1 июля 2024 г. (ставка 8% при покупке жилого помещения на первичном рынке недвижимости).

Среди публичных застройщиков прогноз на 2024 г. дал только Самолет. Продажи ожидаются на уровне 2.7 млн кв. м (рост на 70%, с учетом консолидации ГК МИЦ). Самолет и Эталон раскрыли предварительные операционные результаты за январь этого года. Показатели отразили сохранение высокого спроса, несмотря на повышение ипотечных процентных ставок. Мы считаем, что наблюдаемый рост поддержан региональной экспансией и хорошим предложением.

Наш взгляд на дивиденды девелоперов не меняется. В соответствии с дивидендной политикой Самолета выплаты, по нашей модели, могут составить RUB 5 млрд. Компания также проводит выкуп акций (RUB 10 млрд к концу года). Мы пока не ожидаем дивиденды от ПИК и отмечаем более низкий уровень раскрытия относительно других публичных игроков. Возврат Эталона к выплате дивидендов зависит от разрешения инфраструктурных ограничений. Что касается ЛСР, дивиденды по итогам 2023 г. рекомендованы в размере RUB 100 на обыкновенную акцию (36% прибыли за 2023 г. по МСФО).

Мы сохраняем нейтрально-позитивный взгляд на довольно фрагментированный и разнородный по динамике продаж сектор недвижимости. Мы считаем, что программа ипотеки с господдержкой под 8% годовых будет поддерживать игроков с высокой долей масс-маркет, таких как Самолет, ПИК и Эталон. Мы сохраняем позитивный взгляд на эти три компании. ЛСР в меньшей степени представлен на масс-маркете – у нас остается негативный взгляд.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|           | Взгляд     |            | Целевая цена, RUB |        | Изм. | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |         | P/E   |       |         |
|-----------|------------|------------|-------------------|--------|------|------------|------------|-----------|-------|---------|-------|-------|---------|
|           | Новый      | Старый     | Новая             | Старая |      |            |            | 2023п     | 2024п | Цель 24 | 2023п | 2024п | Цель 24 |
| ПИК       | Позитивный | Позитивный | 1200              | 1200   | 0%   | 39%        | 19%        | 3.9       | 3.5   | 4.7     | 6.2   | 5.1   | 6.8     |
| Самолет** | Позитивный | Позитивный | 5200              | 5200   | 0%   | 49%        | 29%        | 4.7       | 3.6   | 5.1     | 11.1  | 5.8   | 9.0     |
| ЛСР       | Негативный | Негативный | 800               | 700    | 14%  | -15%       | -36%       | 3.8       | 4.5   | 4.3     | 3.7   | 4.9   | 4.4     |
| Эталон    | Позитивный | Позитивный | 130               | 130    | 0%   | 31%        | 11%        | 4.4       | 3.4   | 3.4     | 11.6  | 3.5   | 4.3     |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала \*\*EV/EBITDA, скорр. на стоимость земли, данные на 22 марта;  
Источник: БКС Мир инвестиций

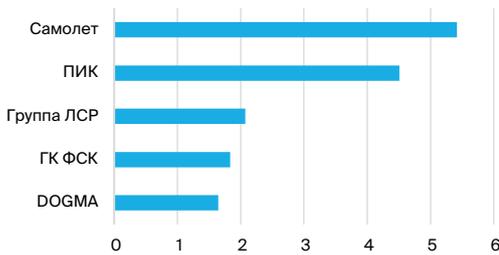
26 марта 2024 г.

## ПИК RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |       |     |
|-------------------|------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 1,200      | Рын. кап, \$млн | 6,164 |     |
| Цена, RUB         | 861        | EV, \$млн       | 5,731 |     |
| Потенциал         | 39%        | ADTV 3м, \$млн  | 6.4   |     |
| Изб. доходность   | 18%        |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 18%        | EV/EBITDA       | 3.9   | 3.5 |
| Free float, \$млн | 1,097      | P/E adj.        | 6.2   | 5.1 |

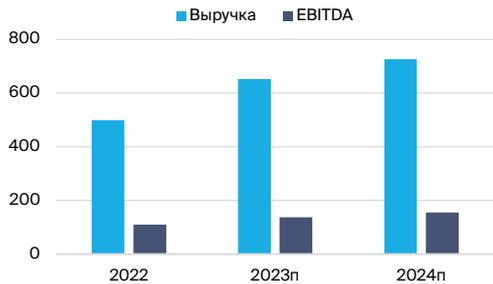
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## ПИК – второй по объемам строительства, млн кв. м



Источники: ЕРЗ, БКС Мир инвестиций

## ПИК – сильные прогнозы, RUB млрд



\*2022п и 2023п – прогнозы БКС Мир инвестиций  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## ПИК

Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги ПИК, несмотря на все еще неполное раскрытие результатов. Целевая цена RUB 1200 за акцию не меняется. Ждем релиза за 2023 г. и считаем, что результаты могут стать хорошим катализатором с учетом хороших цифр за 1П23 по МСФО.

### Взгляд на компанию

**Сильный игрок в масс-маркет.** ПИК – один из лидеров в секторе недвижимости. Компания с 4.5 млн кв. м на стадии строительства уступает первенство только Самолету (5.4 млн кв. м). ПИК сохраняет сильные позиции масс-маркете, а солидный земельный банк служит поддержкой для будущих продаж.

### Драйверы роста

- **Возврат к полному раскрытию и дивидендам.** ПИК раскрывает финансовые результаты: в марте-апреле ждем релиз показателей за 2023 г. по МСФО. Вместе с тем в отличие от других игроков сектора ПИК все еще не публикует операционные данные. В 2022 г. были приостановлены дивиденды, и их возобновление может повысить инвестиционную привлекательность застройщика.

### Ключевые риски

- **Влияние роста процентных ставок на спрос.** Высокие процентные ставки делают ипотеку более дорогой и, таким образом, снижают спрос. Тем не менее оказать поддержку продажам могут действующие льготные программы. Мы отмечаем хорошие позиции ПИК в сегменте масс-маркет, где поддержку оказывает льготная программа под 8%.

### Основные изменения

- **Не меняем ожидания в условиях низкого раскрытия.** Мы не меняли прогнозы финансовых показателей ПИК с момента выхода последнего отчета по результатам за 1П23 по МСФО, поскольку ПИК не публикует квартальные операционные релизы по динамике продаж в отличие от других игроков. Мы ожидаем сильную динамику выручки и EBITDA и полагаем, что релиз результатов за 2023 г. по МСФО может послужить фактором пересмотра прогнозов в дальнейшем.

### Оценка и взгляд

**Позитивный взгляд.** Мы используем модель дисконтированных денежных потоков, которая учитывает безрисковую ставку 12% и стоимость капитала на уровне 8.5% (не менялись с даты выхода последней стратегии). Сохраняем позитивный взгляд на акции ПИК с учетом лидирующих позиций компании на рынке.

26 марта 2024 г.

**ПИК – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млн                       | 2023п   |         |          | 2024п   |         |          |
|-------------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
|                               | Новый   | Старый  | Изм.     | Новый   | Старый  | Изм.     |
| Выручка                       | 652 794 | 652 794 | 0%       | 725 880 | 725 880 | 0%       |
| ЕБИТДА                        | 137 775 | 137 775 | 0%       | 154 624 | 154 624 | 0%       |
| Чистая прибыль                | 94 024  | 94 024  | 0%       | 113 379 | 113 379 | 0%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 21.1%   | 21.1%   | 0.0 п.п. | 21.3%   | 21.3%   | 0.0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 14.4%   | 14.4%   | 0.0 п.п. | 15.6%   | 15.6%   | 0.0 п.п. |

**ПИК – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |       | 2024п |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл. | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 653   | 675   | -3%   | 726   | 727   | 0%    |
| ЕБИТДА                        | 138   | 140   | -2%   | 155   | 161   | -4%   |
| Чистая прибыль                | 94    | 95    | -1%   | 113   | 113   | 1%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 21%   | 21%   | 0%    | 21%   | 22%   | -1%   |
| Рентабельность чистой прибыли | 14%   | 14%   | 0%    | 16%   | 16%   | 0%    |
| # прогнозов                   |       | 4     |       |       | 4     |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## SMLT RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |          |
|-------------------|------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 5,200      | Рын. кап, \$млн | 2,325    |
| Цена, RUB         | 3,483      | EV, \$млн       | 2,913    |
| Потенциал         | 49%        | ADTV 3м, \$млн  | 5.7      |
| Изб. доходность   | 29%        |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 9%         | EV/EBITDA       | 4.7 3.6  |
| Free float, \$млн | 209        | P/E adj.        | 11.1 5.8 |

Источник: БКС Мир инвестиций

### Прогноз компании на 2024 г. – рост продаж на 70% г/г до 2.7 млн кв. м



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Самолет

Мы сохраняем позитивный взгляд на Самолет и целевую цену на уровне RUB 5200. История роста сохраняется: у компании высокие ожидания по продажам в 2024 г.: до 2.7 млн кв. м (рост на 70%, с учетом консолидации ГК МИЦ). Кроме того, фактором поддержки служит продленный обратный выкуп акций на сумму до RUB 10 млрд.

### Взгляд на компанию

**Беспорный лидер, усиленный приобретениями.** Самолет занял первое место по объемам незавершенного строительства в России, сместив ПИК, долго занимавший первую строчку. Самолет усилил свои позиции с приобретением ГК МИЦ в 2023 г. Перспективы дальнейшего роста подкрепляются основательным земельным банком в 45.9 млн кв. м. Кроме того, Самолет развивает фиджитал-проекты, совершенствуя свое клиентское предложение.

### Драйверы роста

- **Рост продаж, поддержка от обратного выкупа акций.** Компания прогнозирует дальнейший сильный рост продаж в 2024 г. до 2.7 млн кв. м (1.6 млн кв. м в 2023 г.), несмотря на более сложные рыночные условия с повышенным уровнем процентных ставок. Рост также поддерживает покупка ГК МИЦ с хорошим предложением проектов. Отметим, что продажи Самолета в январе 2024 г. превысили 100 тыс. кв. м (+65% г/г), а в денежном выражении достигли RUB 20.5 млрд (+87%). Мы также видим поддержку акций от продленного до конца года обратного выкупа на сумму до RUB 10 млрд.

### Ключевые риски

- **Более слабые продажи.** Самолет остается ключевым игроком в масс-маркете. Это сильный фактор в условиях высоких процентных ставок, но ослабление потребительского спроса может негативно сказаться как на продажах, так и на ценах. Вместе с тем мы отмечаем поддержку первичного рынка недвижимости от действующей до 1 июля 2024 г. льготной программы ипотеки с господдержкой. Мы также отмечаем развитие компании в сторону новых бизнесов, не связанных с девелопментом.

### Основные изменения

- **Сохраняем прогнозы, ждем релиза результатов за 2023 г. по МСФО.** Мы сохранили прогнозы без изменений в отсутствие новых финансовых релизов и ждем публикацию финансовых результатов за 2023 г. по МСФО. По итогам 2023 г. ждем хорошей выручки за счет сильной динамики продаж и устойчивого финансового положения, которое позволяет Самолету проводить обратные выкупы и платить дивиденды. Кроме того, результаты за 2023 г. должны отразить консолидацию недавно приобретенной ГК МИЦ.

### Оценка и взгляд

**Рост продолжается – сохраняем позитивный взгляд.** Для оценки мы используем модель дисконтированных денежных потоков. Наши основные вводные не изменились: безрисковая ставка 12% и стоимость капитала 8.5%. Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Самолета с учетом возможностей роста и отмечаем поддержку акций от обратного выкупа и диверсификации в новые экосистемные проекты.

26 марта 2024 г.

**Самолет – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2023п |        |          | 2024п |        |          |
|-------------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|
|                               | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                       | 294.0 | 294.0  | 0%       | 414.4 | 414.4  | 0%       |
| ЕБИТДА                        | 74.5  | 74.5   | 0%       | 103.6 | 103.6  | 0%       |
| Чистая прибыль                | 20.2  | 20.2   | 0%       | 37.9  | 37.9   | 0%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 25%   | 25%    | 0.0 п.п. | 25%   | 25%    | 0.0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 7%    | 7%     | 0.0 п.п. | 9%    | 9%     | 0.0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Самолет – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2024п |       | Откл. |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. |       |
| Выручка                       | 412   | 409   | 1%    |
| ЕБИТДА                        | 103   | 103   | 0%    |
| Чистая прибыль                | 38    | 38    | 0%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 25%   | 25%   | 0%    |
| Рентабельность чистой прибыли | 9%    | 9%    | 0%    |
| # прогнозов                   | 412   | 409   | 1%    |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## LSRG RX

| Взгляд            | Негативный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 800        | Рын. кап, \$млн | 1,055   |
| Цена, RUB         | 945        | EV, \$млн       | 1,376   |
| Потенциал         | -15%       | ADTV 3м, \$млн  | 7.9     |
| Изб. доходность   | -36%       |                 | 23E 24E |
| Free float        | 50%        | EV/EBITDA       | 3.8 4.5 |
| Free float, \$млн | 524        | P/E adj.        | 3.7 4.9 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## ЛСР

Мы сохраняем негативный взгляд на акции ЛСР, но повышаем целевую цену до RUB 800 с RUB 700 за акцию после обновления взгляда на фоне рекордных результатов 2023 г. Мы отмечаем хорошие рыночные позиции компании, но в текущей макроэкономической ситуации отмечаем уязвимость компании из-за фокуса на премиальный сегмент.

### Взгляд на компанию

**Сильный игрок, диверсификация бизнеса.** ЛСР сохраняет сильные рыночные позиции и входит в топ-3 застройщиков в России. Ключевые регионы присутствия компании – Санкт-Петербург, Москва и Екатеринбург. ЛСР – хотя и сильный, но нишевый игрок, ориентированный на элитное и дорогое жилье. Бизнес ЛСР диверсифицирован продажами строительных материалов – неплохой защитный фактор.

### Драйверы роста

- **Финансовые результаты, дивиденды.** ЛСР показала хороший рост продаж в 2023 г. до рекордных RUB 206 млрд и рекордные финансовые результаты. Кроме того, была объявлена рекомендация по выплате дивидендов по итогам 2023 г. в размере RUB 100 на обыкновенную акцию – выше наших ожиданий (RUB 78). Рекомендация предполагает рост на 28% г/г и выплату 36% прибыли за 2023 г. по МСФО. Дивидендная политика ЛСР предписывает выплату не менее 20%.

### Ключевые риски

- **Более чувствительный сегмент к высоким ставкам.** ЛСР ориентирован на элитное и дорогое жилье, которое в меньшей степени поддерживается программами субсидирования ипотеки с учетом изменения основной программы (кредит снижен до RUB 6 млн). На перспективах продаж также сказывается отсутствие стратегии на ближайшее время и недостаток прогнозов и коммуникаций со стороны менеджмента.

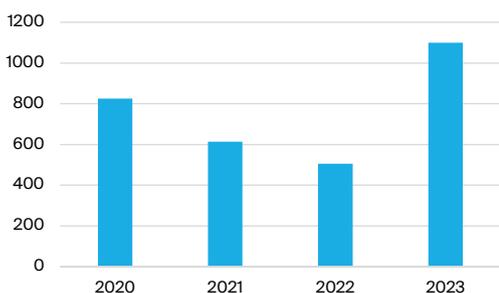
### Основные изменения

- **Прогнозы повышены на фоне рекордного 2023 г.** Мы повысили наши оценки после публикации финансовых результатов за 2023 г. по МСФО. Результаты отражают хорошую динамику продаж и маржинальность, при этом повышенные процентные расходы. Ожидаем некоторую нормализацию результатов после рекордного 2023 г. с учетом роста процентных ставок и эффекта повышенной стоимости ипотеки на продажи в 2024 г.

### Оценка и взгляд

**Подтверждаем негативный взгляд.** Для оценки ЛСР мы используем модель дисконтированных денежных потоков. Мы сохранили безрисковую ставку на уровне 12% и стоимость капитала 8.5%. Подтверждаем негативный взгляд и повышаем целевую цену по акциям компании до RUB 800. Мы считаем, что поддержку бумаге может оказать сильный релиз результатов за 2023 г. по МСФО и решение по дивидендам. Вместе с тем в 2024 г. возможно некоторое охлаждение продаж на фоне повышенного уровня ипотечных процентных ставок.

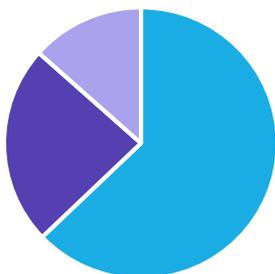
### Сильные продажи ЛСР в 2023 г., тыс. кв. м



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Продажи ЛСР по регионам, ключевой регион – Санкт-Петербург

■ Санкт-Петербург ■ Москва ■ Екатеринбург



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## ЛСП – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млн                       | 2024п   |         | Изм.     | 2025п   |
|-------------------------------|---------|---------|----------|---------|
|                               | Новый   | Старый  |          | Новый   |
| Выручка                       | 203 436 | 166 180 | 22%      | 221 511 |
| Скорр. EBITDA                 | 54 426  | 32 380  | 68%      | 63 984  |
| Чистая прибыль                | 20 981  | 16 868  | 24%      | 33 522  |
| Рентабельность по EBITDA      | 26.8%   | 19.5%   | 7.3 п.п. | 28.9%   |
| Рентабельность чистой прибыли | 10.3%   | 10.2%   | 0.1 п.п. | 15.1%   |

Источник: БКС Мир инвестиций

## ЛСП – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2024п |       | Откл. |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. |       |
| Выручка                       | 203   | 168   | 21%   |
| EBITDA                        | 54    | 38    | 44%   |
| Чистая прибыль                | 21    | 13    | 63%   |
| Рентабельность по EBITDA      | 27%   | 22%   | 4%    |
| Рентабельность чистой прибыли | 10%   | 8%    | 3%    |
| # прогнозов                   |       | 4     |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## ETLN RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |          |
|-------------------|------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 130        | Рын. кап, \$млн | 411      |
| Цена, RUB         | 99         | EV, \$млн       | 186      |
| Потенциал         | 31%        | ADTV 3м, \$млн  | 0.9      |
| Изб. доходность   | 11%        |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 61%        | EV/EBITDA       | 4.4 3.4  |
| Free float, \$млн | 251        | P/E adj.        | 11.6 3.5 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Рекордные продажи в 2023 г., рост доли регионов до 22%, тыс. кв. м



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Мультипликатор P/E, историческое и целевое значения



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Эталон

Мы сохраняем позитивный взгляд на акции Эталона и целевую цену на уровне RUB 130 за акцию. Мы отмечаем сильную динамику продаж застройщика во многом благодаря реализации стратегии по усилению фокуса на регионы. Кроме того, мы отмечаем фокус компании на маржинальность и эффективность.

## Взгляд на компанию

Стратегия региональной экспансии и высокой эффективности. Эталон – сильный игрок на рынке недвижимости, одна из крупнейших корпораций в сфере девелопмента и строительства в России. Стратегия Эталона опирается на региональную диверсификацию и фокусируется на эффективности. Ожидаем, что финансовые результаты за 2023 г. по МСФО отразят эти тренды.

## Драйверы роста

- **Региональная экспансия, редомициляция.** Региональная экспансия заложена в стратегию компании на 2024 г. и служит сильным фактором поддержки и роста продаж для Эталона. Доля региональных продаж в 4К23 выросла до 35% с 27% в 3К22. Эталон объявил о региональной экспансии (за пределами рынков Санкт-Петербурга и Москвы) в 2020 г., и активно наращивает региональные проекты. Мы также отмечаем, что компания проводит редомициляцию, что снимет инфраструктурные ограничения и позволит вернуться к дивидендам в дальнейшем.

## Ключевые риски

- **Сдержанный спрос из-за роста процентных ставок.** Повышение ключевой ставки ЦБ влияет на ипотечные ставки, но преимущественно на вторичном рынке, тогда как «первичка» поддерживается субсидиями. Для Эталона, как и для других застройщиков, основной риск – замедление экономического роста, которое может оказать давление на спрос и продажи. Тем не менее, несмотря на подъем ставок, недавний релиз за январь отразил хорошие продажи – RUB 12.5 млрд (+285% к январю 2023 г.), объем реализации в натуральном выражении достиг 51.1 тыс. кв. м (+175% к январю 2023 г.)

## Основные изменения

- **Хорошие перспективы.** Мы обновили наши прогнозы с учетом раскрытых операционных результатов и уровня долга и видим хорошую поддержку с учетом рекордных продаж в 2023 г. Напомним, в 1П23 компания отразила чистый убыток в размере RUB 2.1 млрд, который в основном связан с ростом процентных расходов и снижением покрытия кредитов по проектному финансированию (мы считаем это временным эффектом). Ждем релиза финансовых результатов за 2023 г.

## Оценка и взгляд

**Сильные продажи, привлекательная оценка.** Мы используем для оценки Эталона модель дисконтирования денежных потоков. Целевая цена сохранена на уровне RUB 130 за акцию. Позитивный взгляд подтвержден с учетом привлекательной оценки и истории роста в регионах, фокуса на маржу и поддержки от редомициляции.

## Эталон – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млн                       | 2023г  |        | Изм.      | 2024г   |         | Изм.      |
|-------------------------------|--------|--------|-----------|---------|---------|-----------|
|                               | Новый  | Старый |           | Старый  | Новый   |           |
| Выручка                       | 91 648 | 93 517 | -2%       | 106 587 | 108 456 | -2%       |
| Скорр. EBITDA                 | 15 538 | 17 195 | -10%      | 20 206  | 19 730  | 2%        |
| Чистая прибыль                | 1359   | 4840   | -72%      | 8155    | 8872    | -8%       |
| Рентабельность по EBITDA      | 17.0%  | 18.4%  | -1.4 п.п. | 19.0%   | 18.2%   | 0.8 п.п.  |
| Рентабельность чистой прибыли | 1.5%   | 5.2%   | -3.7 п.п. | 7.7%    | 8.2%    | -0.5 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Эталон – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2023г |       |       | 2024г |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл. | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 92    | 94    | -2%   | 107   | 109   | -2%   |
| EBITDA                        | 16    | 15    | 1%    | 20    | 19    | 8%    |
| Чистая прибыль                | 1     | 2     | -33%  | 8     | 5     | 77%   |
| Рентабельность по EBITDA      | 21%   | 19%   |       | 21%   | 20%   |       |
| Рентабельность чистой прибыли | 6%    | 4%    |       | 10%   | 6%    |       |
| # прогнозов                   |       | 4     |       |       | 3     |       |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

TMT

Взгляд на сектор

Нейтральный

Средний потенциал роста

17%

Фавориты

МТС, Ростелеком, HeadHunter

Динамика акций индекса телекоммуникаций МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

В фокусе дивидендные акции и редомициляция

Перевод бизнеса в Россию – позитивно для HeadHunter, эффект для Яндекса будет зависеть от условий обмена. Обе компании находятся в процессе реорганизации, после которой на МосБирже будут торговаться акции российских компаний, а не зарубежных, как сейчас. Для бумаг HeadHunter коэффициент обмена определен в пропорции 1 к 1. Предложение об обмене компания планирует сделать акционерам в российских депозитариях в ближайшее время. Прогнозируем дивдоходность HeadHunter после завершения реорганизации на уровне 5-10%. В случае с Яндексом ключевой вопрос – смогут ли миноритарии обменять свои бумаги на акции российской компании и сколько акций получат взамен – прояснится в ближайшие недели. Стоит ли ждать дивидендов от Яндекса после переезда, пока неясно.

Краткосрочный позитив в дивидендных бумагах, наш фаворит – МТС. С приближением сезона годовых дивидендов, вероятно, возрастет интерес к дивидендным историям. В секторе технологий, медиа и телекоммуникаций это бумаги Ростелекома (прогнозная дивдоходность 7-9%) и МТС (дивдоходность 12%). Дополнительную поддержку котировкам МТС может оказать первичное размещение акций (IPO) ее банковского бизнеса – мы открыли краткосрочную торговую идею «Лонг МТС».

Наши прогнозы на 2024 г. – сильные результаты у Яндекса и HeadHunter, неоднозначные у VK. Ждем, что Яндекс (после реорганизации) и HeadHunter продолжат показывать сильные финансовые результаты в 2024 г. Неплохих цифр ждем от МТС и Ростелекома. Ozon продолжит фокусироваться на росте оборота, но, возможно, покажет улучшение рентабельности. Сдерживающие факторы для компании – конкуренция и регулирование. Результаты VK, вероятно, останутся неоднозначными: хороший рост выручки, но при очень слабой и мало прогнозируемой рентабельности.

Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|               | Взгляд      |             | Цел. цена, RUB |        | Изм. | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |         | P/E   |       |         |
|---------------|-------------|-------------|----------------|--------|------|------------|------------|-----------|-------|---------|-------|-------|---------|
|               | Новый       | Старый      | Новая          | Старая |      |            |            | 2023      | 2024п | Цель 24 | 2023  | 2024п | Цель 24 |
| Яндекс        | Нейтральный | Позитивный  | 4700           | 4400   | 7%   | 20%        | -1%        | 15.4      | 10.4  | 12.4    | 51.4  | 26.5  | 31.9    |
| VK            | Негативный  | Негативный  | 590            | 620    | -5%  | -3%        | -25%       | 451.7     | 74.8  | 73.1    | отр.  | отр.  | отр.    |
| Ozon          | Нейтральный | Нейтральный | 3900           | 3400   | 15%  | 12%        | -6%        | 103.8     | 35.8  | 39.2    | отр.  | отр.  | отр.    |
| HeadHunter    | Позитивный  | Позитивный  | 5400           | 5100   | 6%   | 36%        | 13%        | 10.3      | 8.2   | 11.3    | 16.0  | 11.6  | 15.7    |
| МТС           | Позитивный  | Позитивный  | 380            | 380    | 0%   | 31%        | 11%        | 4.5       | 4.2   | 4.8     | 9.0   | 9.5   | 12.4    |
| Ростелеком-ао | Нейтральный | Нейтральный | 110            | 90     | 22%  | 16%        | -4%        | 3.1       | 2.9   | 3.1     | 7.2   | 5.9   | 6.9     |
| Ростелеком-ап | Позитивный  | Нейтральный | 110            | 90     | 22%  | 39%        | 18%        | 3.1       | 2.9   | 3.1     | 7.2   | 5.9   | 6.9     |
| АФК «Система» | Позитивный  | Позитивный  | 27             | 21     | 29%  | 34%        | 11%        | -         | -     | -       | -     | -     | -       |
| Позитив       | Негативный  | Негативный  | 2400           | 2300   | 4%   | -9%        | -30%       | 12.0      | 8.9   | 9.7     | 12.7  | 9.2   | 10.1    |
| Группа Астра  | Негативный  | Негативный  | 420            | 420    | 0%   | -30%       | -51%       | 26.5      | 15.8  | 12.0    | 24.9  | 15.6  | 11.8    |
| Софтлайн      | Негативный  | Негативный  | 160            | 160    | 0%   | 3%         | -19%       | 15.3      | 8.5   | 8.3     | 249.8 | 17.4  | 16.8    |

\*Избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

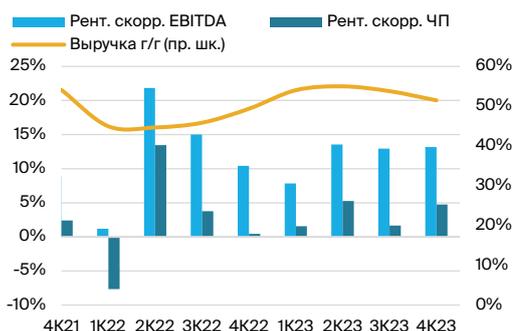
26 марта 2024 г.

## YNDX RX

| Взгляд            |        | Нейтральный     |           |
|-------------------|--------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 4,700  | Рын. кап, \$млн | 15,280    |
| Цена, RUB         | 3,905  | EV, \$млн       | 16,199    |
| Потенциал         | 20%    | ADTV 3м, \$млн  | 82.9      |
| Изб. доходность   | -1%    |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 87%    | EV/EBITDA       | 15.4 10.4 |
| Free float, \$млн | 13,349 | P/E adj.        | n/m 26.5  |

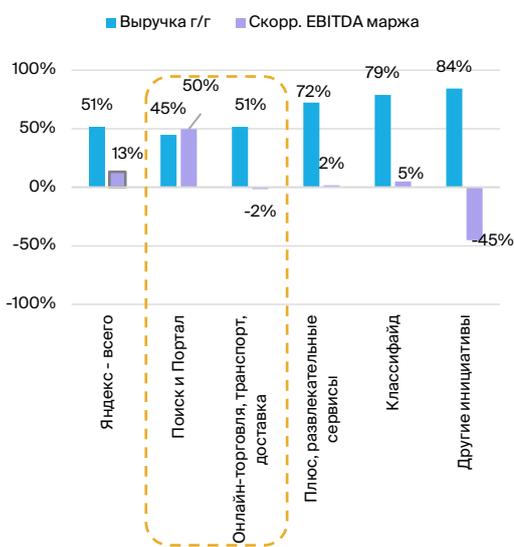
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика выручки и рентабельности Яндекса



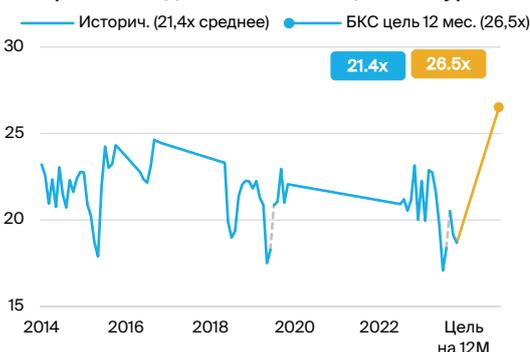
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Рост выручки и рентабельность по EBITDA по сегментам, 4К23



Примечание: Выделенные сегменты генерируют >90% выручки Яндекса  
Источник: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

## Яндекс

Мы понижаем взгляд на бумаги Яндекса, ведущей интернет-компании России, с позитивного до нейтрального (избыточная доходность -1%) после роста котировок на 53% с начала года и несмотря на повышение целевой цены на 7% до RUB 4700 за акцию. В условиях разделения бизнеса в фокусе акционеров остается коэффициент обмена акций Yandex N.V. на акции новой МКПАО «Яндекс».

### Взгляд на компанию

Сильные финансовые перспективы, но реорганизация в ближайшие месяцы. За 2023 г. выручка Яндекса выросла на 53% г/г, скорректированная EBITDA — на 51%. Ждем вновь сильных цифр в 2024 г. Сейчас в компании идет процесс разделения бизнеса, впереди — делистинг Yandex N.V. и листинг МКПАО «Яндекс». Основной вопрос для миноритариев — на каких условиях новый ключевой акционер ЗПИФ «Консорциум.Первый» предложит обменять акции Yandex N.V. на акции МКПАО «Яндекс». Подробности — в нашем [отчете](#). Несмотря на отсутствие дивидендной истории, не исключаем, что после смены ключевого акционера Яндекс начнет платить дивиденды.

### Драйверы роста

- Рост доли на рынке рекламы в России за счет иностранных игроков. Выручка сегмента «Поиск и портал» стабильно растет: на 49% в 2023 г. против 38% в 2022 г. Компания увеличила долю на рынке рекламы в России после ухода иностранных сервисов и усовершенствовала рекламные инструменты. Однако в годовом сопоставлении эффект от снижения конкуренции со временем будет не так заметен. Ждем, что в 2024 г. рост может замедлиться и в дальнейшем будет зависеть от динамики ВВП, а также возможного введения запретов на зарубежные сервисы.
- Долгосрочный потенциал в отдельных нишах, беспилотные автомобили. Мы видим возможности для роста в сфере услуг для бизнеса, включая облачные сервисы. Вероятно, компания продолжит еще какое-то время инвестировать в беспилотные автомобили. Прошлым летом Яндекс протестировал в Москве роботакси — важная веха в развитии технологии.
- Потенциал дивидендов после реорганизации. Исторически Яндекс не платил дивиденды, и у компании есть ряд потенциальных областей для инвестиций. Однако не исключаем, что после смены ключевого акционера Яндекс начнет платить дивиденды. По нашей оценке, Yandex N.V. торгуется с доходностью чистой прибыли за 2024 г. (обратный показатель P/E) в 4%.

### Ключевые риски

- Риск невыгодного обмена и навеса после разделения бизнеса. По нашей субъективной оценке, обмен акций может пройти 1 к 1, но пока неопределенность сохраняется. Кроме того, возможен риск навеса предложения акций после начала торгов новым МКПАО «Яндекс» в случае притока ликвидности от бумаг из зарубежных депозитариев.
- Макроэкономическая и регуляторная неопределенность.
- Повышение налога на прибыль. По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Яндекса может составить 6%.

### Основные изменения

Немного повышаем прогнозы. Мы повысили наши прогнозы на 2024-26 гг. с учетом сильного 4К23: +2-3% по выручке, +3-8% по EBITDA. Наша целевая цена в результате увеличилась на 7%. Наши оценки близки к консенсусу СП6МТСБ на 2024 г. и скорее ниже на 2025 г. Для оценки Яндекса мы используем комбинацию методов суммы частей, дисконтированных денежных потоков и целевых мультипликаторов. Наш итоговый целевой показатель P/E на 12 месяцев на уровне 27x — выше исторического среднего (21x) на фоне более активных инвестиций в рост в последние годы.

### Оценка и взгляд

Снижаем взгляд до нейтрального, впереди реорганизация. Мы снижаем взгляд по Яндексу с позитивного до нейтрального после роста котировок на 53% с начала года и несмотря на повышение целевой цены на 7% до RUB 4700 за акцию. У компании сильные фундаментальные перспективы. Однако она находится на пороге разделения бизнеса, и ключевой неопределенностью для акционеров остается коэффициент обмена акций Yandex N.V. на акции новой публичной МКПАО «Яндекс».

26 марта 2024 г.

**Яндекс – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                        | 2024п |        |          | 2025п |        |          | 2026п |        |          |
|---------------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|
|                                 | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                         | 1 011 | 995    | 2%       | 1 202 | 1 165  | 3%       | 1 407 | 1 363  | 3%       |
| Скорр. EBITDA                   | 143   | 139    | 3%       | 205   | 191    | 7%       | 256   | 242    | 6%       |
| Скорр. чистая прибыль           | 53    | 46     | 14%      | 101   | 90     | 12%      | 148   | 136    | 8%       |
| Скорр. рентабельность по EBITDA | 14.1% | 13.9%  | 0.2 п.п. | 17.0% | 16.4%  | 0.6 п.п. | 18.2% | 17.8%  | 0.4 п.п. |
| Скорр. рент-ть чистой прибыли   | 5.2%  | 4.6%   | 0.6 п.п. | 8.4%  | 7.8%   | 0.7 п.п. | 10.5% | 10.0%  | 0.5 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Яндекс – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                        | 2024п |       |           | 2025п |       |           | 2026п |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|                                 | БКС   | Конс. | Откл.     | БКС   | Конс. | Откл.     | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                         | 1 011 | 1 015 | 0%        | 1 202 | 1 272 | -6%       | 1 407 | -     | -     |
| Скорр. EBITDA                   | 143   | 138   | 3%        | 205   | 203   | 1%        | 256   | -     | -     |
| Скорр. чистая прибыль           | 53    | 60    | -13%      | 101   | 109   | -7%       | 148   | -     | -     |
| Скорр. рентабельность по EBITDA | 14.1% | 13.6% | 0.5 п.п.  | 17.0% | 16.0% | 1.1 п.п.  | 18.2% | -     | -     |
| Скорр. рент-ть чистой прибыли   | 5.2%  | 5.9%  | -0.7 п.п. | 8.4%  | 8.5%  | -0.1 п.п. | 10.5% | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе  |       | 5     |           |       | 4     |           |       | -     |       |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## VKCO RX

| Взгляд            |      | Негативный      |       |      |
|-------------------|------|-----------------|-------|------|
| Цел. цена, RUB    | 590  | Рын. кап, \$млн | 1,581 |      |
| Цена, RUB         | 609  | EV, \$млн       | 2,507 |      |
| Потенциал         | -3%  | ADTV 3м, \$млн  | 18.1  |      |
| Изб. доходность   | -25% |                 | 23E   | 24E  |
| Free float        | 47%  | EV/EBITDA       | n/m   | n/m  |
| Free float, \$млн | 750  | P/E adj.        | neg.  | neg. |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## VK

Мы понижаем целевую цену акции VK, ведущей технологической компании в РФ, на 5% до RUB 590 и подтверждаем негативный взгляд на бумагу (избыточная доходность -25%). Ждем, что в 2024 г. VK покажет высокий рост выручки, но рентабельность останется слабой и малопрогнозируемой.

### Взгляд на компанию

**Потенциал для выручки, но слабая рентабельность.** VK остается в числе игроков, которые выигрывают от тренда на цифровизацию и снижения конкуренции на рынке рекламы в РФ с 2022 г. VK продолжает укрепляться в сегменте соцсетей и медиаконтента, который принес компании 64% выручки в 2023 г. По данным Mediascope на декабрь 2023 г., с прошлого года среднесуточная аудитория ВКонтакте выросла на 4% до 55 млн, а среднемесячная – на 4% до 89 млн. Несмотря на рост выручки на 36%, из-за увеличения инвестиций EBITDA в 2023 г. упала на 98% г/г. Насколько рентабельным будет бизнес в дальнейшем зависит от решения менеджмента. Мы полагаем, что рентабельность в 2024 г. останется слабой. Напомним, VK не платит дивиденды.

### Драйверы роста

- Рост доли на рынке рекламы РФ.** В 2023 г. выручка VK от рекламы выросла на 40%. Драйверами стали рост реального ВВП, изменение конкурентного ландшафта с 2022 г. и консолидация «Дзен». Ожидаем, что снижение конкуренции поддержит рост выручки от рекламы и в 2024 г., но его влияние со временем снизится. Дальнейшие перспективы во многом зависят от того, будут ли введены дополнительные ограничения на зарубежные сервисы.
- Новые возможности в определенных нишах.** Благодаря ослаблению конкуренции со стороны иностранных сервисов неплохой потенциал у магазина приложений RuStore, появляются возможности в сегменте сервисов для бизнеса, в том числе облачных, и перспективы выгодных приобретений.
- Возможное IPO Skillbox.** Первичное размещение акций образовательных сервисов (Skillbox) возможно в 2024 г. (РБК) и могло бы поддержать котировки. Для VK это относительно небольшой сегмент (12% выручки в 2023 г.), поэтому эффект зависел бы от оценки.

### Ключевые риски

- Слабая рентабельность в 2024 г.** Полагаем, что неопределенность в части расходов сохранится в 2024 г., в том числе из-за конкуренции. Хотя конкуренция в соцсетях снизилась с 2022 г., VK борется за внимание пользователей и с YouTube, и с Telegram. Их аудитория росла быстрее ВКонтакте (+8-21% г/г против +4% в декабре 2023 г., по данным Mediascope), а с июля 2023 г. Telegram опередил ВКонтакте по дневной аудитории.
- Макроэкономика и регулирование** остаются в числе потенциальных источников риска, в частности для основного для VK сегмента – рекламы.
- Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены VK может составить 5-10%.

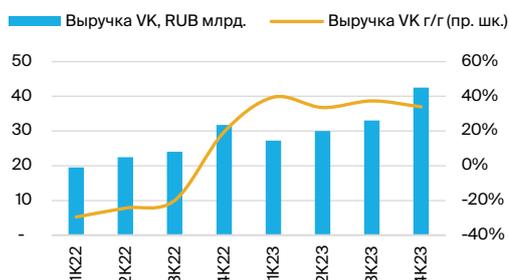
### Основные изменения

**Учли слабую рентабельность в 2023 г.** Во 2П23 компания показала существенный рост расходов – хуже нашего пессимистичного сценария. Полагаем, что инвестиции позитивно скажутся на выручке, но ждем сохранения слабой рентабельности в 2024 г. В дальнейшем рентабельность может улучшиться, но отмечаем низкую уверенность в долгосрочных прогнозах. Таким образом, мы повысили наш прогноз выручки VK на 2024-25 гг. на 5-8%, но снизили ожидания по EBITDA на 28-81%. Наши прогнозы выше консенсуса по выручке и существенно ниже по EBITDA, но консенсус пока не учитывает слабые результаты VK за 2П23. Наш целевой показатель P/E для VK на 12 месяцев отрицателен (исторически был положительным) из-за роста инвестиций в сервисы компании.

### Оценка и взгляд

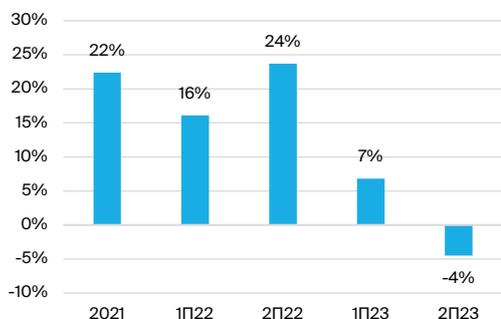
**Подтверждаем негативный взгляд с учетом рисков.** Мы снижаем целевую цену по акциям VK на 5% до RUB 590 и подтверждаем негативный взгляд на бумагу (избыточная доходность -25%). Очень слабая рентабельность в 2023 г. и наш прогноз на 2024 г. предполагают, что акции торгуются по более чем 50x EV/EBITDA 2024п и с отрицательным P/E 2024п. В нашем базовом сценарии мы ждем, что денежные потоки VK станут положительными только в 2026 г., что компании еще предстоит продемонстрировать.

### Выручка VK продолжает активно расти



Примечание: без учета игр  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Однако рентабельность VK по скорректированной EBITDA резко снизилась в 2023 г.



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**VK – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2024п  |        |            | 2025п  |        |           | 2026п  |        |         |
|--------------------------|--------|--------|------------|--------|--------|-----------|--------|--------|---------|
|                          | Новый  | Старый | Изм.       | Новый  | Старый | Изм.      | Новый  | Старый | Изм.    |
| Выручка                  | 165.3  | 157    | 5%         | 192.8  | 179.1  | 8%        | 222    | 204.7  | 8%      |
| Скорр. EBITDA            | 3      | 15.4   | -81%       | 12.8   | 25.1   | -49%      | 26.8   | 37     | -28%    |
| Скорр. чистая прибыль    | (40.1) | (21.9) | -          | (26)   | (12.7) | -         | (10.2) | (1.3)  | -       |
| Рентабельность по EBITDA | 1.8%   | 9.8%   | -8 п.п.    | 6.6%   | 14%    | -7.4 п.п. | 12.1%  | 18.1%  | -6 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | -24.2% | -13.9% | -10.3 п.п. | -13.5% | -7.1%  | -6.4 п.п. | -4.6%  | -0.6%  | -4 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**VK – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2024п  |        |            | 2025п  |       |         | 2026п    |       |       |
|--------------------------------|--------|--------|------------|--------|-------|---------|----------|-------|-------|
|                                | БКС    | Конс.  | Откл.      | БКС    | Конс. | Откл.   | БКС      | Конс. | Откл. |
| Выручка                        | 165.3  | 155.9  | 6%         | 192.8  | 186.8 | 3%      | 222      | -     | -     |
| Скорр. EBITDA                  | 3      | 21.3   | -86%       | 12.8   | 29.4  | -57%    | 26.8     | -     | -     |
| Скорр. чистая прибыль          | (40.1) | (18.1) | -          | (26)   | (9.6) | -       | (10.2)   | -     | -     |
| Рентабельность по EBITDA       | 1.8%   | 13.6%  | -11.8 п.п. | 6.6%   | 15.7% | -9 п.п. | 0.1 п.п. | -     | -     |
| Рент-ть чистой прибыли         | -24.2% | -11.6% | -12.6 п.п. | -13.5% | -5.1% | -8 п.п. | 0 п.п.   | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе |        | 4      |            |        | 4     |         |          | -     |       |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

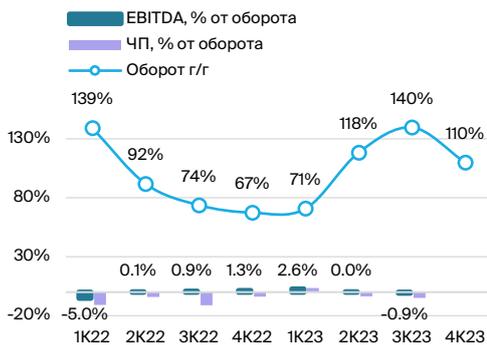
26 марта 2024 г.

## OZON RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |       |     |
|-------------------|-------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 3,900       | Рын. кап, \$млн | 8,027 |     |
| Цена, RUB         | 3,483       | EV, \$млн       | 9,194 |     |
| Потенциал         | 12%         | ADTV 3м, \$млн  | 14.8  |     |
| Изб. доходность   | -6%         |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 25%         | EV/EBITDA       | n/m   |     |
| Free float, \$млн | 2,006       | P/E adj.        | neg.  |     |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика оборота и рентабельности Ozon



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Валовая прибыль и расходы на маркетинг Ozon



Примечание: Валовая прибыль за вычетом расходов на логистику  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Ozon

Мы подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги Ozon, крупного игрока в электронной коммерции в РФ, после повышения целевой цены на 15% до RUB 3900 за акцию (избыточная доходность -6%). Инвестиции в рост должны укрепить долгосрочные перспективы бизнеса, но краткосрочно могут давить на рентабельность. Конкуренция в секторе высока, как и регуляторные риски.

## Взгляд на компанию

**История роста и улучшения рентабельности, но маржа под давлением из-за рисков регулирования и конкуренции.** Ozon — по-прежнему хорошая возможность сделать ставку на рост рынка электронной коммерции в России. Компания — второй по величине игрок с темпами роста товарооборота (GMV) выше рынка и перспективами улучшения показателей в сегментах рекламы и финтеха. Ozon ускорил инвестиции во 2К-3К23 — товарооборот вырос, но давление на EBITDA усилилось. Такой подход может принести пользу бизнесу на долгосрочной дистанции, но краткосрочно будет сдерживать рентабельность. С ростом масштаба компании растут и риски регулирования. Напомним, Ozon не платит дивиденды.

## Драйверы роста

- **Дальнейший рост проникновения маркетплейсов, консолидация.** Ожидаем, что объем онлайн-продаж в розничной торговле в России продолжит расти. Как крупный игрок, Ozon выигрывает за счет эффекта масштаба. Прогнозируем рост оборота Ozon на 65% в 2024 г. после увеличения на 110% в 2023 г.
- **Динамика рентабельности, по нашему прогнозу, улучшится в 2024 г.** Рентабельность по EBITDA вышла в плюс и стабильно улучшалась во 2К22–1К23, но в 3К23 EBITDA ушла в минус из-за ускорения инвестиций в рост. Прогнозировать динамику на ближайшие кварталы пока сложно, но, по нашему базовому сценарию, рентабельность по EBITDA в 2024 г. может улучшиться до 0.8% GMV — против нашего прогноза в 0.5% в 2023 г.

## Ключевые риски

- **Ужесточение регулирования с 2024 г.** В начале года антимонопольная служба признала Wildberries и Ozon коллективными монополистами с долей рынка около 80%. Сейчас действует мораторий на проверки IT-компаний, но с 28 марта он будет отменен для агрегаторов и маркетплейсов. Активно обсуждается регулирование маркетплейсов. Все это может нести риски для роста и рентабельности.
- **Конкуренция может подстегнуть рост инвестиций.** Это остается основным риском для наших прогнозов на 2024 г. и далее.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Ozon может составить 7%.
- **Зарубежная «прописка» и макросреда.** Ozon зарегистрирован на Кипре. Эффект смены юрисдикции для акционеров зависит от технической реализации (сроки не определены). Наиболее вероятный сценарий — перерегистрация в САР в РФ, как сделала VK. В этом случае влияние на инвестиционную историю на горизонте года было бы ограниченным.

## Основные изменения

**Повышение прогнозов по GMV, снижение по EBITDA в 2024 г.** В 3К23 рост оборота ускорился из-за увеличения инвестиций, а в 4К23 немного замедлился относительно высокой базы сравнения, но оставался выше 100% г/г. Ждем, что рост инвестиций в 2024 г. превысит наши предыдущие прогнозы, что позитивно скажется на GMV (повысили прогноз на 10%, +65% г/г), но негативно на EBITDA (понижили прогноз на 22%). Ждем некоторого улучшения рентабельности (как % GMV) в 2024 г. и практически не меняем прогноз EBITDA на 2025 г. Прогнозы очень чувствительны к стратегии компании и ситуации с конкуренцией и регулированием. Наши прогнозы близки к консенсусу по выручке и ниже по EBITDA.

## Оценка и взгляд

Подтверждаем нейтральный взгляд на бумаги Ozon после повышения целевой цены на 15% до RUB 3900 за акцию (избыточная доходность -6%). Ozon торгуется по EV/GMV 2023 0.5x при среднегодовом темпе роста GMV в 2024-25 гг. на уровне 50%. Считаем оценку справедливой, учитывая ограниченную прогнозируемость рентабельности компании и возросший регуляторный риск.

26 марта 2024 г.

**Ozon — ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд             | 2023п  |        |        | 2024п  |        |           | 2025п  |        |           |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|
|                      | Новый  | Старый | Изм.   | Новый  | Старый | Изм.      | Новый  | Старый | Изм.      |
| Оборот (GMV)         | 1748   | 1750   | 0%     | 2 881  | 2 617  | 10%       | 3 917  | 3 280  | 19%       |
| Выручка              | 445.1  | 445.4  | 0%     | 649.2  | 636.2  | 2%        | 852.5  | 776.7  | 10%       |
| ЕВITDA               | 8.2    | 7.9    | 3%     | 23.7   | 30.3   | -22%      | 61.5   | 59.7   | 3%        |
| Чистая прибыль       | (36.7) | (36.9) | -      | (45.8) | (41.6) | -         | (15.3) | (23.7) | -         |
| ЕВITDA % GMV         | 0.5%   | 0.5%   | 0 п.п. | 0.8%   | 1.2%   | -0.3 п.п. | 1.6%   | 1.8%   | -0.3 п.п. |
| Чистая прибыль % GMV | -2.1%  | -2.1%  | 0 п.п. | -1.6%  | -1.6%  | 0 п.п.    | -0.4%  | -0.7%  | 0.3 п.п.  |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Ozon — прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2023п  |        |           | 2024п  |        |         | 2025п  |       |         |
|--------------------------------|--------|--------|-----------|--------|--------|---------|--------|-------|---------|
|                                | БКС    | Конс.  | Откл.     | БКС    | Конс.  | Откл.   | БКС    | Конс. | Откл.   |
| Выручка                        | 445.1  | 433.8  | 3%        | 649.2  | 644.7  | 1%      | 852.5  | 878.2 | -3%     |
| ЕВITDA                         | 8.2    | 8.2    | -1%       | 23.7   | 36.3   | -35%    | 61.5   | 82.8  | -26%    |
| Чистая прибыль                 | (36.7) | (32.6) | -         | (45.8) | (29.3) | -       | (15.3) | 2.4   | -       |
| Рентабельность по ЕВITDA       | 1.8%   | 1.9%   | -0.1 п.п. | 3.7%   | 5.6%   | -2 п.п. | 7.2%   | 9.4%  | -2 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли         | -8.2%  | -7.5%  | -1 п.п.   | -7.1%  | -4.5%  | -3 п.п. | -1.8%  | 0.3%  | -2 п.п. |
| Мин. число оценок в консенсусе |        | 3      |           |        | 3      |         |        | 3     |         |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## MTSS RX

| Взгляд            |       | Позитивный      |        |     |
|-------------------|-------|-----------------|--------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 380   | Рын. кап, \$млн | 5,329  |     |
| Цена, RUB         | 291   | EV, \$млн       | 11,345 |     |
| Потенциал         | 31%   | ADTV 3м, \$млн  | 8.3    |     |
| Изб. доходность   | 11%   |                 | 23E    | 24E |
| Free float        | 42%   | EV/EBITDA       | 4.5    | 4.2 |
| Free float, \$млн | 2,216 | P/E adj.        | 9.0    | 9.5 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## МТС

Сохраняем позитивный взгляд на акции МТС, ведущей телекоммуникационной компаний в РФ, с целевой ценой в RUB 380 за акцию (избыточная доходность 11%). Ждем, что котировки поддержат сильный 2024 г., дивиденды за 2023 г. (доходность 12%) и новости о потенциальном IPO банковского бизнеса.

### Взгляд на компанию

**Стабильная дивидендная история.** МТС работает в одном из самых устойчивых секторов и может дополнительно расти за счет рекламного и финансового сегментов. Ждем, что МТС сохранит высокие финансовые результаты и останется солидной дивидендной историей на горизонте года. Краткосрочно на прибыль компании может давить рост процентных расходов из-за высоких ставок. Основные риски в ближайшие 12 месяцев видим в динамике банковского бизнеса и пристальном внимании регулятора к повышению тарифов на связь.

### Драйверы роста

- **Ожидаем неплохих результатов в 2024 г.** Прогнозируем увеличение выручки МТС на 12% г/г и EBITDA на 8% г/г в 2024 г. Ожидаем роста как в сегменте связи, так и в большей степени в банковском и рекламном сегменте.
- **Ждем дивдоходность 12% за 2023 г.** Как и в прошлые годы, совет директоров, вероятно, будет рекомендовать дивиденды за 2023 г. в конце апреля-середине мая. По нашим расчетам, дивиденды на акцию составят RUB 34-36 (+0-5% г/г) с дивдоходностью 12%. Ожидания годовых дивидендов – исторически сильный катализатор для МТС: в 2022-23 гг. с середины апреля до середины июня бумага росла на 29-33% – на 20-40 п.п. лучше индекса МосБиржи. Ждем повторения позитивного тренда в этом году, если не будет значимых негативных новостей.
- **Возможное IPO МТС Банка.** Акционеры МТС Банка, «дочки» МТС, на заседании 7 марта решили подать заявление о листинге. Ранее РБК сообщал, что банк может провести IPO в этом году. По данным Интерфакса, размещение, вероятно, пройдет в формате cash in через выпуск новых акций, а МТС продавать акции не будет. Мы рассмотрели возможный эффект для МТС: он зависит от оценки банка. В случае IPO новости могут поддержать котировки МТС. МТС Банк находится под санкциями США и Великобритании.

### Ключевые риски

- **Рост долговой нагрузки.** Чистый долг/EBITDA МТС вырос до 1.9x за 2023 г. с 1.7x в 2022 г. из-за инвестиций в ассоциированные компании, оттока в оборотном капитале по предоплатам и в банковском бизнесе. Долговая нагрузка может снизиться на фоне нормализации динамики оборотного капитала в 2024 г., но риски в оборотном капитале сохраняются.
- **Сложности с закупкой оборудования для сети.** Усложнение ситуации может негативно сказаться на работе сети и перспективах развития центров обработки данных и облачных сервисов компании. Позитивный тренд – разработка новых базовых станций в РФ, в том числе «дочкой» МТС.
- **Макроэкономическая и регуляторная неопределенность** может давить на выручку в сегменте частных и корпоративных клиентов и в банковском бизнесе.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены МТС может составить 8%.

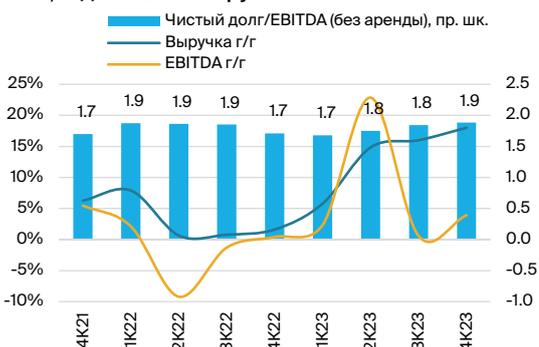
### Основные изменения

**Косметическое изменение прогнозов по итогам 4К23 по МСФО.** С учетом результатов за 4К23 мы повысили прогноз выручки на 2024-25 гг. на 1% и практически не изменили прогноз EBITDA. Мы повысили прогноз прибыли на 2024 г. – учли однократный доход от продажи бизнеса в Армении в этом году. Наш целевой P/E 12x – выше исторических 9x. Считаем, это оправдано и отражает интерес российских инвесторов к дивидендным историям.

### Оценка и взгляд

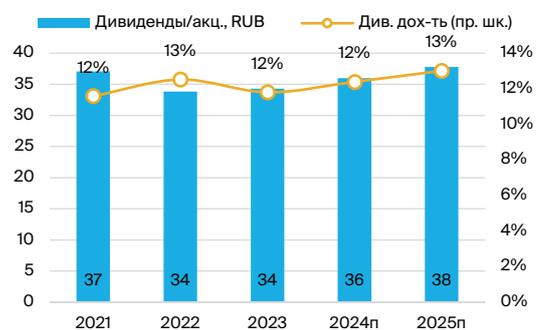
**Позитивный взгляд в преддверии катализаторов.** Сохраняем позитивный взгляд на акции МТС с целевой ценой в RUB 380 за акцию (избыточная доходность 11%). В числе катализаторов – хорошие результаты по МСФО за 4К23-2024 г., приближающиеся годовые дивиденды, новости о потенциальном IPO МТС Банка. В этом свете текущая оценка акций (4.2x EV/EBITDA 2024п и 9x P/E 2024п), на наш взгляд, выглядит привлекательно.

## Рост консолидированной выручки и EBITDA МТС, и долговая нагрузка



Примечание: рост в 4К23 без недавно проданного бизнеса в Армении.  
\* - не включая обязательства по аренде.  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Ожидаем дивдоходность 12%



Примечание: дивдоходность в 2021-22 гг. по историческим котировкам на момент объявления рекомендации СД.

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**МТС – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2024п |        |           | 2025п |        |           | 2026п |        |      |
|--------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|-------|--------|------|
|                          | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм. |
| Выручка                  | 677.0 | 669.6  | 1%        | 725.7 | 716.2  | 1%        | 771.1 | -      | -    |
| ЕБИТДА                   | 252.5 | 252.5  | 0%        | 264.3 | 264.5  | 0%        | 275.1 | -      | -    |
| Чистая прибыль           | 70.7  | 52.6   | 34%       | 62.7  | 62.6   | 0%        | 69.9  | -      | -    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 37.3% | 37.7%  | -0.4 п.п. | 36.4% | 36.9%  | -0.5 п.п. | 35.7% | -      | -    |
| Рент-ть чистой прибыли   | 10.4% | 7.9%   | 2.6 п.п.  | 8.6%  | 8.7%   | -0.1 п.п. | 9.1%  | -      | -    |

Источник: БКС Мир инвестиций

**МТС – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2024п |       |          | 2025п |       |          | 2026п |       |          |
|--------------------------------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|
|                                | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС   | Конс. | Откл.    |
| Выручка                        | 677   | 659   | 3%       | 725.7 | 705.6 | 3%       | 771.1 | 744.9 | 4%       |
| ЕБИТДА                         | 252   | 255   | -1%      | 264.3 | 279.9 | -6%      | 275.1 | -     | -        |
| Чистая прибыль                 | 71    | 63    | 12%      | 62.7  | 76.4  | -18%     | 69.9  | 93.05 | -25%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА       | 37.3% | 38.7% | -1.5 п.п | 36.4% | 39.7% | -3.2 п.п | 35.7% | -     | -        |
| Рент-ть чистой прибыли         | 10.4% | 9.6%  | 0.9 п.п  | 8.6%  | 10.8% | -2.2 п.п | 9.1%  | 12.5% | -3.4 п.п |
| Мин. число оценок в консенсусе | 4     |       |          | 3     |       |          | -     |       |          |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## HNRR RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |           |
|-------------------|------------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 5,400      | Рын. кап, \$млн | 2,170     |
| Цена, RUB         | 3,982      | EV, \$млн       | 1,949     |
| Потенциал         | 36%        | ADTV 3м, \$млн  | 1.5       |
| Изб. доходность   | 13%        |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 62%        | EV/EBITDA       | 10.3 8.2  |
| Free float, \$млн | 1,347      | P/E adj.        | 16.0 11.6 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## HeadHunter

Мы повышаем целевую цену по бумагам HeadHunter на 6% до RUB 5400 за расписку в свете сохраняющихся благоприятных трендов на рынке труда и сильных результатов за 4К23. Сохраняем позитивный взгляд на HeadHunter на 12 месяцев (избыточная доходность 13%) в ожидании хороших результатов за 2024 г. и с учетом привлекательной оценки и высокой вероятности возобновления дивидендных выплат в этом году.

### Взгляд на компанию

**Сильные ожидания на 2024г., смена «прописки».** Повышение конкуренции за персонал в РФ стало ключевым драйвером финансовых результатов за 2023 г. Ждем продолжения быстрого роста и в 2024г. Компания находится в процессе переезда в РФ, что временно может негативно сказаться на котировках, но улучшает дивидендные перспективы.

### Драйверы роста

- **Рост реального ВВП и конкуренция за рабочую силу.** У HeadHunter сильные результаты за 2К23-4К23: выручка выросла на 72-78%, скорректированная EBITDA и чистая прибыль увеличились более чем вдвое. Поддержку оказывает рост реального ВВП (+5.5% г/г в 3К23, +3.6% в 4К23) и конкуренция за персонал. Согласно Росстату, безработица в РФ рекордно низкая – 2.9% в январе 2024 г. против 5% в среднем в 2017-22 гг. Институт экономики РАН оценил дефицит кадров в 2023 г. в 4.8 млн при общей рабочей силе в 75 млн (Росстат, январь). В этих условиях число вакансий на HH.ru активно растет – на 36% г/г на 1 февраля 2024 г. На 2024 г. прогнозируем рост выручки, скорректированных EBITDA и чистой прибыли на 29%, 27% и 38% г/г соответственно.
- **Редомициляция в РФ идет – вероятен возврат дивидендов.** В марте завершился первый этап редомициляции – обмен расписок HeadHunter на акции МКАО для акционеров в зарубежной инфраструктуре (73% капитала). Далее в планах – аналогичный обмен для бумаг в депозитариях в РФ и листинг МКАО на МосБирже. Весь процесс должен завершиться в 3К24. Менеджмент ждет, что редомициляция создаст условия для возврата к дивидендам. Дивдоходность при выплате 75-100% чистой прибыли за 2023 г. может составить 5-6%. Денежные средства на балансе компании в 3К23 были эквивалентны 10% ее рыночной капитализации. После переезда вероятен рост ликвидности бумаг, учитывая приток бумаг держателей в зарубежной инфраструктуре.

### Ключевые риски

- **Макроэкономика, регулирование, конкуренция.**
- **Редомициляция – временное давление на котировки.** Допускаем навес предложения в результате редомициляции: акционеры, купившие бумаги в зарубежных юрисдикциях, могут быть заинтересованы в продаже по более низким ценам, чем те, кто приобрел бумаги на МосБирже. Кроме того, возможна временная приостановка торгов на финальном этапе редомициляции, что также может негативно сказаться на котировках.
- **Повышение налога на прибыль.** Согласно источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены HeadHunter может составить 4%.

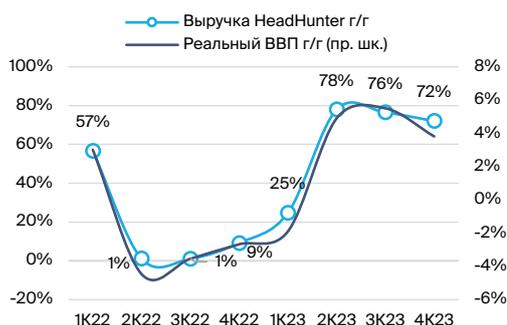
### Основные изменения

**Повышаем прогнозы после сильного 4К23.** Результаты за 2023 г. были очень сильными и немного превзошли наши ожидания. Ждем, что конкуренция за соискателей останется высокой. Кроме того, наши макроэкономисты прогнозируют продолжение роста реального ВВП в 2024 г. В свете этого мы немного повысили наши прогнозы на 2024-26 гг. (+1%). Наши прогнозы остаются немного выше консенсуса СПбМТСБ на 2024-25 гг. Наш целевой P/E 15x, что ниже исторического 19x, учитывая рост масштабов бизнеса.

### Оценка и взгляд

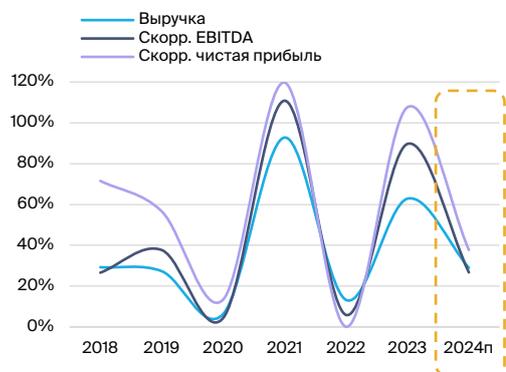
**Сохраняем позитивный взгляд в свете благоприятных трендов на рынке труда и вероятных дивидендов.** Мы повышаем целевую цену по бумагам HeadHunter на 6% до RUB 5400 за расписку: компания выигрывает от трендов на рынке труда и показала сильные результаты за 4К23. Сохраняем позитивный взгляд на HeadHunter на 12 месяцев (избыточная доходность 13%) в ожидании сильного 2024 г. и с учетом привлекательной оценки и высокой вероятности возобновления дивидендных выплат в этом году. В свете этих факторов оценка компании в 12x P/E на 2024г выглядит привлекательно. Котировки могут оказаться под давлением в ходе редомициляции, но сильные фундаментальные перспективы и ожидания дивидендов могут их поддержать.

### Рост выручки HeadHunter ускорился в 2К-4К23 с улучшением динамики реального ВВП



Источники: данные компании, Росстат, БКС Мир инвестиций

### Ждем продолжения сильных результатов в 2024г. – рост г/г



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**HeadHunter – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                        | 2024п |        |           | 2025п |        |           | 2026п |        |           |
|---------------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|
|                                 | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      |
| Выручка                         | 38    | 37.6   | 1%        | 45.6  | 45.3   | 1%        | 52.9  | 52.4   | 1%        |
| Скорр. EBITDA                   | 22    | 21.9   | 1%        | 26.4  | 26.4   | 0%        | 30.6  | 30.4   | 0%        |
| Скорр. чистая прибыль           | 17.2  | 17     | 1%        | 20.8  | 20.7   | 1%        | 24.4  | 24.2   | 1%        |
| Скорр. рентабельность по EBITDA | 58%   | 58.2%  | -0.2 п.п. | 57.9% | 58.2%  | -0.3 п.п. | 57.8% | 58.1%  | -0.3 п.п. |
| Скорр. рент-ть чистой прибыли   | 45.2% | 45.3%  | 0 п.п.    | 45.6% | 45.6%  | 0 п.п.    | 46.1% | 46.3%  | -0.1 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**HeadHunter – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                        | 2024п |       |          | 2025п |       |          | 2026п |       |       |
|---------------------------------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|
|                                 | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                         | 38    | 37.1  | 2%       | 45.6  | 45.5  | 0%       | 52.9  | -     | -     |
| Скорр. EBITDA                   | 22    | 21.4  | 3%       | 26.4  | 26.0  | 2%       | 30.6  | -     | -     |
| Скорр. чистая прибыль           | 17.2  | 16.3  | 5%       | 20.8  | 20.6  | 1%       | 24.4  | -     | -     |
| Скорр. рентабельность по EBITDA | 58%   | 57.7% | 0.2 п.п. | 57.9% | 57.2% | 0.8 п.п. | 57.8% | -     | -     |
| Скорр. рент-ть чистой прибыли   | 45.2% | 44.1% | 1.2 п.п. | 45.6% | 45.2% | 0.3 п.п. | 46.1% | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе  |       | 4     |          |       | 3     |          |       | -     |       |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

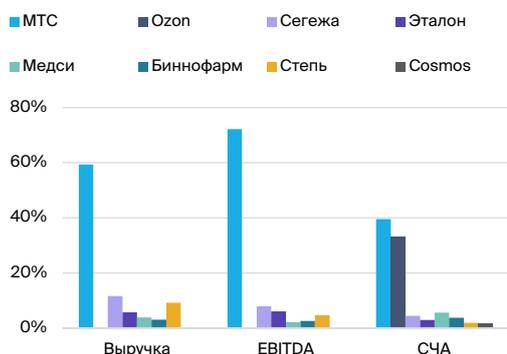
26 марта 2024 г.

## AFKS RX

| Взгляд            |     |                 | Позитивный |
|-------------------|-----|-----------------|------------|
| Цел. цена, RUB    | 27  | Рын. кап, \$млн | 2,038      |
| Цена, RUB         | 20  | EV, \$млн       | -          |
| Потенциал         | 34% | ADTV 3м, \$млн  | 7.4        |
| Изб. доходность   | 11% |                 | 23E 24E    |
| Free float        | 30% | EV/EBITDA       | -          |
| Free float, \$млн | 612 | P/E adj.        | -          |

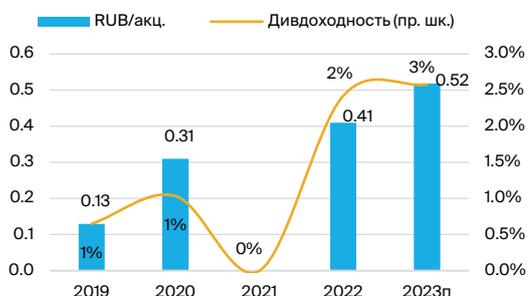
Источник: БКС Мир инвестиций

## Консолидированная выручка и EBITDA в 2022 г. и СЧА – по активам



Результаты Ozon не консолидируются в выручке и EBITDA Системы  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Прогноз дивидендов Системы



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## АФК «Система»

Повышаем целевую цену бумаг диверсифицированного холдинга АФК «Система» на 29% до RUB 27 за акцию после повышения целевой цены по ее публичным активам. По нашей методологии, это предполагает сохранение позитивного взгляда на 12 месяцев (избыточная доходность 11%). Котировки может поддержать раскрытие стоимости «дочек» в рамках IPO или продажа долей в них в этом году. Напомним, компания находится под санкциями США.

## Взгляд на компанию

Долгосрочный потенциал монетизации активов и снижения долга. У нас позитивно-нейтральный взгляд на основные публичные активы Системы при общем потенциале роста их стоимости на 20% на горизонте года. В числе драйверов для АФК – монетизация активов, раскрытие стоимости непубличных («дочек» через их IPO или продажу доли частному инвестору, сокращение долга (за счет дивидендов от «дочек» либо монетизации долей компании в них) и выплата дивидендов. Пока неясно, как на планы Системы по кристаллизации стоимости активов повлияет попадание под санкции США в ноябре.

## Драйверы роста

- **Дивиденды, потенциал снижения долга.** Прогнозируем дивдоходность за 2023 г. на уровне 3%. Это невысокий показатель, но в дальнейшем он может вырасти. В этом году компания может обновить дивидендную политику. В 2024 г. холдинг, вероятно, продолжит получать существенные дивиденды от «дочек» и может направить их на снижение долга. На конец 2022 г. долг составил RUB 245 млрд, но снизился на 8% до RUB 225 млрд за 9M23 (порядка 1.2x к рыночной капитализации Системы).
- **Раскрытие стоимости непубличных компаний.** В сентябре президент АФК Тагир Ситдеков сообщил РБК, что компания может до конца 2024 г. привлечь инвесторов в Медси, Степь и Биннофарм, а также вывести на биржу сеть гостиниц Cosmos Hotel Group. Ведомости также писали о планах IPO в 2024 г. Элемента, совместного предприятия Системы и Ростеха в сфере микроэлектроники. Текущий вклад Cosmos в активы АФК, по нашей оценке, 2%. Вклад Элемента не оцениваем из-за ограниченного раскрытия данных.
- **Потенциал роста рыночной стоимости публичных активов.** На горизонте года потенциал роста стоимости основных публичных активов Системы (MTC, Ozon, Segezha, Etalon) составляет на 20%, если рыночные цены сравняются с нашими целевыми.

## Ключевые риски

- **Риски будущей монетизации активов** из-за неопределенности и сужения круга возможных инвесторов с 2022г.
- **Отток средств в Segezha.** Чистый долг/EBITDA Segezha (АФК крупнейший акционер) достиг 13x в 2023 г., а чистый долг составил RUB 133 млрд в свете ухудшения операционной среды. Президент Segezha сообщил Интерфаксу, что компания планирует провести докапитализацию в 2024 г., однако потенциальное участие Системы не прокомментировал. Влияние на АФК зависело бы от оценки Segezha для докапитализации.
- **Макроэкономическая и регуляторная неопределенность** несут риски для выручки и денежных потоков активов Системы и условий привлечения финансирования для холдинга.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Системы может составить 9%.

## Основные изменения

Повышаем целевую цену из-за увеличения целевой стоимости публичных активов. Мы повысили целевую цену MTC в феврале, и по Ozon – в этом отчете. Как результат, мы повышаем целевую цену по АФК «Система» на 29% до RUB 27 за акцию. Наша целевая цена в рамках консенсус-диапазона в RUB 16–29.

## Оценка и взгляд

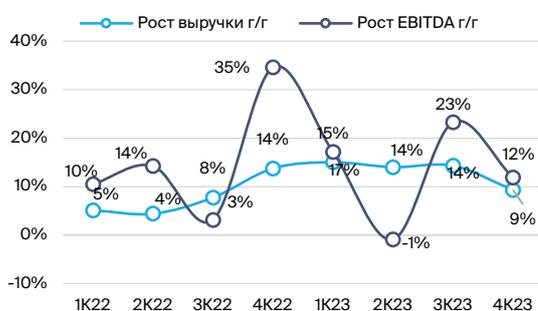
Подтверждаем позитивный взгляд. Наша скорректированная целевая цена (RUB 27 за акцию, +29%) предполагает сохранение позитивного взгляда (избыточная доходность 11%). Бумага торгуется с дисконтом 59% к стоимости чистых активов, и мы видим как некоторый потенциал сужения дисконта, так и роста оценки публичных активов и кристаллизации стоимости непубличных. Основными катализаторами могли бы выступить кристаллизация стоимости долей в «дочках» компании в этом году.

26 марта 2024 г.

|                  | RTKM RX     | RTKMP RX   |
|------------------|-------------|------------|
| Взгляд           | Нейтральный | Позитивный |
| Целевая цена     | 110         | 110        |
| Цена             | 95          | 79         |
| Потенциал        | 16%         | 39%        |
| Изб. доходность  | -4%         | 18%        |
| Валюта           | RUB         | RUB        |
| ADTV 3м, \$млн   | 5.8         | 2.2        |
| Рын. кап., \$млн | 3,488       | 3,488      |
| EV, \$млн        | 9,558       | 9,558      |
| EV/EBITDA, 24E   | 2.9         | 2.9        |
| P/E adj., 24E    | 5.9         | 5.9        |

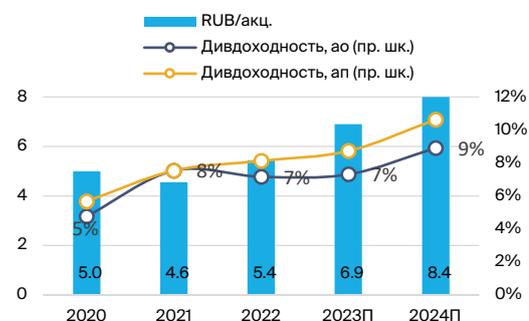
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика выручки и EBITDA Ростелекома



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Прогноз дивидендов Ростелекома



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

## Ростелеком

Мы сохраняем нейтральный взгляд на обыкновенные акции Ростелекома, одного из ведущих телеком-операторов РФ, (избыточная доходность -4%) и повышаем взгляд до позитивного по привилегированным (избыточная доходность 18%) после увеличения целевой цены на 22% до RUB 110 в преддверии дивидендов и на фоне сильного 4K23. На наш взгляд, обыкновенные акции оценены справедливо по P/E на 2024 на уровне 6x при дивидендности 7% за 2023 г. Однако возможны сюрпризы в обновленной стратегии (позитивные или негативные) и в случае IPO «дочки» в 2024 г.

### Взгляд на компанию

Относительная устойчивость к неопределенности в экономике, долгая история дивидендов, но с умеренной доходностью. Ростелеком показал достойные результаты за 2023 г., ждем хороших показателей за 2024 г. Исторически Ростелеком платил дивиденды, но с умеренной доходностью: за 2023 г. ждем дивиденды в размере RUB 6.9 с дивидендностью 7% по обычке (9% по префам) – ниже доходности МТС и текущей ставки ЦБ.

### Драйверы роста

- **Относительно устойчивый бизнес, новые возможности.** Телекоммуникационный бизнес традиционно устойчив в периоды макроэкономической неопределенности. Дополнительные возможности для роста бизнеса появляются по мере изменения конкурентного ландшафта в сфере телекоммуникаций и цифровых услуг и продуктов с 2022 г.
- **Дивидендная история, но с умеренной доходностью.** Ждем дивидендность за 2023 г. 7% по обычке и 9% по префам с потенциалом улучшения в зависимости от стратегии.
- **Стратегия, IPO «дочки».** Ростелеком работает над обновлением стратегии, включая дивидендную политику, срок которой истекает в этом году. Презентация запланирована на 2П24. Если стратегия будет предполагать более быстрый рост дивидендов, это может стать предпосылкой для повышения наших прогнозов. Также неназванная «дочка» может провести первичное размещение акций в этом году. Планируется продать небольшой пакет, чтобы протестировать аппетит инвесторов. IPO могло бы подсветить потенциал повышения мультипликаторов Ростелекома, в зависимости от оценки «дочки» для IPO и размера размещения.

### Ключевые риски

- **Экономические факторы, рост инвестиций и расходов на персонал** – основные препятствия для устойчивого роста дивидендов, который мы закладываем в модель. Инвестиционные планы, вероятно, будут озвучены вместе со стратегией во 2П24.
- **Сложности с закупкой оборудования для сети.** Усложнение ситуации может негативно сказаться на работе сети и перспективах развития центров обработки данных и облачных сервисов компании. Позитивный тренд – разработка новых базовых станций в РФ, в том числе «дочкой» Ростелекома.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Ростелеком может составить 10%.

### Основные изменения

Небольшое улучшение по итогам 4K23 по МСФО. После отчетности за 4K23 по МСФО лучше ожиданий мы повысили прогноз выручки на 2024–25 гг. на 2–3%, EBITDA – на 5%. Прогнозы чистой прибыли мы практически не меняли, заложив в процентный расходы высокую ставку ЦБ. Наши оценки на 2024 г. близки к консенсусу СПбМТСБ. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев (6.6x) ниже исторического среднего (9.8x), но близок к уровням за последний год.

### Оценка и взгляд

Подтверждаем нейтральный взгляд на обычку. Сохраняем нейтральный взгляд на обычку Ростелекома и повышаем до позитивного по префам после увеличения целевой цены на 22% до RUB 110 в преддверии дивидендов за 2023 г. и на фоне сильного 4K23. Обычка торгуется по P/E 2024п 6x, с дисконтом к МТС (9x) и историческому (10x) – справедливо, учитывая, что ожидаемая дивидендность Ростелекома за 2023 г. в 7% ниже 12% у МТС и ставки ЦБ (16%). По префам доходность более привлекательна (9%). Вместе с тем не исключаем сюрпризов в обновленной стратегии и при потенциальном IPO «дочки» в 2024 г.

26 марта 2024 г.

## Ростелеком – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млрд                 | 2024п |        |          | 2025п |        |          | 2026п |        |      |
|--------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|-------|--------|------|
|                          | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм. |
| Выручка                  | 768.7 | 754.4  | 2%       | 820.0 | 792.4  | 3%       | 868.8 | -      | -    |
| ЕБИТДА                   | 302.7 | 287.5  | 5%       | 320.5 | 304.3  | 5%       | 334.2 | -      | -    |
| Чистая прибыль           | 54.4  | 54.5   | 0%       | 67.6  | 67.1   | 1%       | 76.4  | -      | -    |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 39.4% | 38.1%  | 1.3 п.п  | 39.1% | 38.4%  | 0.7 п.п  | 38.5% | -      | -    |
| Рент-ть чистой прибыли   | 7.1%  | 7.2%   | -0.2 п.п | 8.2%  | 8.5%   | -0.2 п.п | 8.8%  | -      | -    |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Ростелеком – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                       | 2024п |       |         | 2025п |       |       | 2026п |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                                | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл. | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                        | 768.7 | 761   | 1%      | 820   | -     | -     | 868.8 | -     | -     |
| ЕБИТДА                         | 302.7 | 295.9 | 2%      | 320.5 | -     | -     | 334.2 | -     | -     |
| Чистая прибыль                 | 54.4  | 54    | 1%      | 67.6  | -     | -     | 76.4  | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА       | 39.4% | 38.9% | 0.5 п.п | 39.1% | -     | -     | 38.5% | -     | -     |
| Рент-ть чистой прибыли         | 7.1%  | 7.1%  | 0 п.п   | 8.2%  | -     | -     | 8.8%  | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе |       | 3     |         |       | -     | -     |       | -     | -     |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

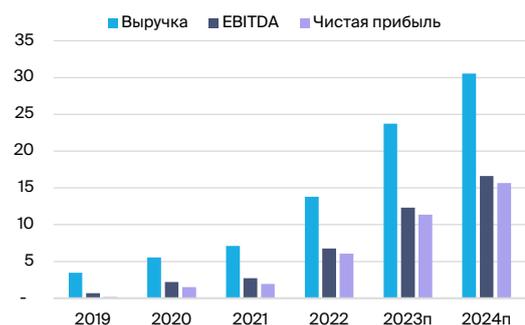
## POSI RX

| Взгляд            | Негативный |                 |          |
|-------------------|------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 2,400      | Рын. кап, \$млн | 1,903    |
| Цена, RUB         | 2,660      | EV, \$млн       | 1,934    |
| Потенциал         | -9%        | ADTV 3м, \$млн  | 7.7      |
| Изб. доходность   | -30%       |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 13%        | EV/EBITDA       | 12.0 8.9 |
| Free float, \$млн | 247        | P/E adj.        | 12.7 9.2 |

Данные на 22 марта

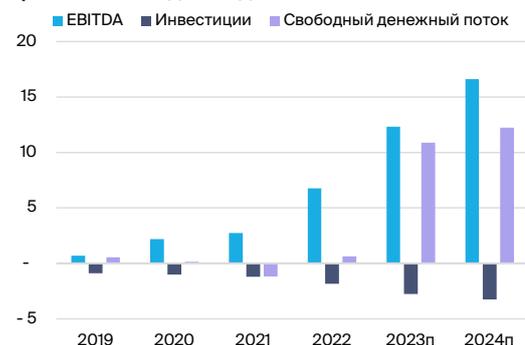
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика выручки и EBITDA Позитива



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Прогноз свободного денежного потока



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир инвестиций

## Позитив

Оставляем негативный взгляд на Позитив и повышаем целевую цену на 12 месяцев до RUB 2400 за акцию. Позитив в начале марта опубликовал предварительные цифры за 2023 г. по МСФО: выручка составила RUB 22.2 млрд, что на RUB 1.5 млрд ниже нашего прогноза. Издержки в целом близки к нашим оценкам, но более низкая выручка привела к более скромным, чем мы ожидали, EBITDA и чистой прибыли. Позитив указал скорректированную чистую прибыль в размере RUB 8.5 млрд как базу для дивидендов. При выплате 100% дивидендная доходность составит около 5.5%.

### Взгляд на компанию

**Сильный 4К23, но чуть ниже ожиданий.** Компания отчиталась за 4К23, который оказался сезонно сильным с отгрузками в размере RUB 25.3 млрд. Выручка за квартал составила RUB 13.9 млрд. Произошла некая концентрация отгрузок вокруг крупных клиентов из сегмента свыше RUB 500 млн (доля сегмента удвоилась до 28% от всех отгрузок в 2023 г. с 14% в 2022 г.). Самый продаваемый продукт в отгрузках – Max Patrol SIEM (RUB 7.5 млрд с НДС), далее идет Max Patrol VM (RUB 4.2 млрд).

### Драйверы роста

- **Обязательный переход на отечественное ПО в области кибербезопасности.** Мы отмечаем запрет на использование с 2025 г. иностранных решений для критической информационной инфраструктуры и рост ответственности первых лиц организаций за обеспечение информационной безопасности.
- **Сотрудники компании – акционеры, дивидендная история.** В целом компания заявляет фокус на акционерную стоимость, была прибыльна (по итогам 2022 г.) и платила дивиденды. Сохранение этого вектора очень важно. Рынок также будет следить за финансовыми результатами.

### Ключевые риски

- **Риски для высоких темпов роста, рост расходов на персонал.** Наши основные опасения на 2024 г. сейчас связаны с дальнейшей динамикой выручки и расходов. Пока компания планирует существенный рост отгрузок на 60-100% г/г. В 2023 г компания столкнулась с ростом расходов на персонал и операционных расходов (что в частности привело к снижению EBITDA и чистой прибыли в 3К23 г/г). Это плохо для компании, которая акцентирует внимание на росте. Скорректированная чистая прибыль оставалась в отрицательной зоне по итогам 9М23 и вышла в плюс только в 4К23.
- **Регуляторные послабления.** Это скорее гипотетический риск, но есть предложения от госбанков, предприятий ТЭК по переносу срока перехода на отечественное ПО с 2025 г на более поздний период.

### Основные изменения

Подтверждаем наши прогнозы. Наши прогнозы EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. находятся вблизи консенсуса. Наши оценки на 2024 г уступают консенсусу, который предполагает более интенсивный рост выручки. Прогнозы чистой прибыли и EBITDA на 2025 г., которые закладывает консенсус, еще более оптимистичные. Основное расхождение, вероятно, кроется в том, что консенсус включает на уровне выручки все те ожидания, которые озвучивает менеджмент. В силу специфики B2B бизнеса и режима продаж крупным покупателям, мы узнаем результат за 2024 г. (с учетом сверхсильного 4К) лишь в январе-марте 2025 г.

### Оценка и взгляд

**Сохраняем негативный взгляд.** Наша оценка по методу дисконтирования денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 2400 за акцию (стоимость акционерного капитала – 21.3%, WACC – 21.3%). Отмечаем негативные риски: рост издержек, технологические, регуляторные риски и рост конкуренции. Позитивные риски включают более высокий темп роста выручки (отгрузок) в результате успешных продаж новых продуктов.

26 марта 2024 г.

**Позитив – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 24    | 24     | 0%     | 31    | 31     | 0%     | 39    | 39     | 0%     |
| ЕБИТДА                   | 12    | 12     | 2%     | 17    | 17     | 0%     | 22    | 22     | 0%     |
| Чистая прибыль           | 11    | 11     | 0%     | 16    | 16     | 0%     | 20    | 20     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 52%   | 51%    | 1 п.п. | 54%   | 54%    | 0 п.п. | 57%   | 57%    | 0 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 48%   | 48%    | 0 п.п. | 51%   | 51%    | 0 п.п. | 52%   | 52%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Позитив – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |         | 2024п |       |         | 2025п |       |         |
|-------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                       | 24    | 24    | 1%      | 31    | 37    | 17%     | 39    | 58    | 33%     |
| ЕБИТДА                        | 12    | 11    | 1%      | 17    | 18    | 9%      | 22    | 30    | 27%     |
| Чистая прибыль                | 11    | 9     | 1%      | 16    | 15    | 6%      | 20    | 24    | 16%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 52%   | 48%   | 4 п.п.  | 54%   | 49%   | 5 п.п.  | 57%   | 52%   | 5 п.п.  |
| Рентабельность чистой прибыли | 48%   | 38%   | 10 п.п. | 51%   | 40%   | 11 п.п. | 52%   | 42%   | 10 п.п. |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

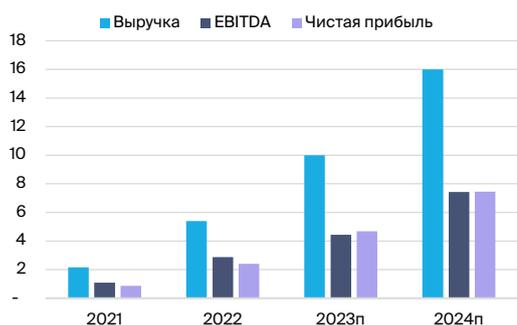
26 марта 2024 г.

**ASTR RX**

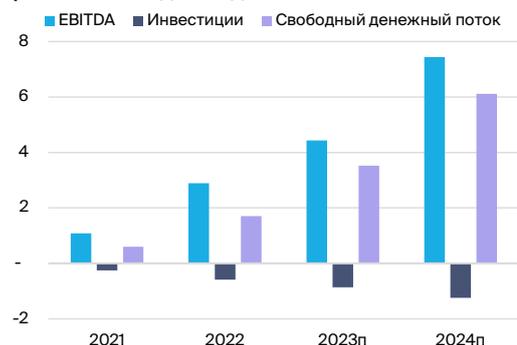
| Взгляд            |      |                 | Негативный |
|-------------------|------|-----------------|------------|
| Цел. цена, RUB    | 420  | Рын. кап, \$млн | 1,377      |
| Цена, RUB         | 605  | EV, \$млн       | 1,387      |
| Потенциал         | -30% | ADTV 3м, \$млн  | 2.8        |
| Изб. доходность   | -51% |                 | 23E 24E    |
| Free float        | 5%   | EV/EBITDA       | 26.5 15.8  |
| Free float, \$млн | 69   | P/E adj.        | 24.9 15.6  |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

**Динамика выручки и EBITDA Астры**

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Прогноз свободного денежного потока**

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Группа Астра**

Подтверждаем негативный взгляд с целевой ценой на 12 месяцев RUB 420 за акцию. Компания опубликовала предварительный итог по отгрузкам (аналог выручки, с определенными оговорками) в размере RUB 11.2 млрд за 2023 г. Мы считаем, что 4К23 показал замедление отгрузок, хотя в целом рост остается достаточно высоким. Хороший результат за 4К23 позволил Астре показать рост на 75% г/г в 2023 г. Группа Астра провела размещение около 5% акций с листингом на Московской бирже.

**Взгляд на компанию**

**Замедление отгрузок в 4К23, но рост остается высоким.** Группа Астра – разработчик российской операционной системы Astra Linux. Мы считаем рост отгрузок на 75% за 2023 г. позитивным. В 4К23 отгрузки достигли RUB 6.1 млрд (55% всех отгрузок группы за год). На 4К приходится львиная доля отгрузок/выручки и соответственно прибыли за год, что несколько осложняет прогнозирование.

**Драйверы роста**

- **Прибыльность, дивиденды, рост.** По итогам 2023 г. выручка, по нашим оценкам, составила RUB 10 млрд. Мы считаем, что рынок скоро начнет оценивать дивидендные перспективы с учетом прибыли, которую мы прогнозируем на уровне RUB 4.7 млрд. Кроме того, для нас важны динамика роста расходов на персонал и в целом операционные расходы, которые сильно влияют на EBITDA и чистую прибыль. Ожидается, что компания выплатит дивиденды за 2023 г. в размере не менее 50% от скорректированной чистой прибыли, согласно дивидендной политике.
- **Перспективы 2024 г.** Полагаем, что фокус будет смещаться на выручку за 2024 г. Наш прогноз предполагает рост выручки на 60% г/г до RUB 16 млрд. Рынку (и нам) важно, чтобы компания показала сильные результаты.

**Ключевые риски**

- **Рост конкуренции.** Рынок, на котором работает Группа Астра технологичный и динамичный, поэтому есть риск снижения ее доли из-за ужесточения конкуренции с другими участниками (например, Ред Софт, Базальт) на ключевом для себя рынке ОС.
- **Более медленный переход на российское ПО** В случае геополитической разрядки и возвращения иностранных поставщиков (гипотетически такой риск есть) рост рынка для российских разработчиков ОС замедлится. Однако мы считаем вероятность такого сценария относительно незначительной.

**Основные изменения**

**Подтверждаем наши прогнозы.** Мы пока сохраняем наши прогнозы и ждем публикации полной отчетности за 2023 г. по МСФО. Компания, возможно, обновит свои прогнозы. В консенсус-прогнозе присутствует только два банка. Мы ожидаем, что 2024 г. также будет сильным для компании, и надеемся на значительный рост. Однако низкий темп роста в 3К23 и увеличение себестоимости объясняют наш осторожный взгляд.

**Оценка и взгляд**

**Сохраняем негативный взгляд.** Подтверждаем негативный взгляд на Астру и сохраняем целевую цену на 12 месяцев в RUB 420 за акцию. Ускорение импортозамещения в российском корпоративном секторе и направление больших бюджетов для перехода на российские ОС и ПО могут повысить стоимость компании. В числе рисков – инфляция издержек (в основном это персонал), которая может вызвать падение прибыли.

26 марта 2024 г.

## Группа Астра – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млрд                 | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 10    | 10     | 0%     | 16    | 16     | 0%     | 23    | 23     | 0%     |
| ЕБИТДА                   | 4     | 4      | 0%     | 7     | 7      | 0%     | 11    | 11     | 0%     |
| Чистая прибыль           | 5     | 5      | 0%     | 7     | 7      | 0%     | 11    | 11     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 44%   | 44%    | 0 п.п. | 46%   | 46%    | 0 п.п. | 49%   | 49%    | 0 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 47%   | 47%    | 0 п.п. | 47%   | 47%    | 0 п.п. | 47%   | 47%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Астра – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |         | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 10    | 11    | 8%     | 16    | 20    | 22%     | 23    | 34    | 33%    |
| ЕБИТДА                        | 4     | 5     | 4%     | 7     | 8     | 5%      | 11    | 16    | 29%    |
| Чистая прибыль                | 5     | 4     | 5%     | 7     | 7     | 9%      | 11    | 14    | 24%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 44%   | 42%   | 2 п.п. | 46%   | 39%   | 7 п.п.  | 49%   | 46%   | 3 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 47%   | 41%   | 6 п.п. | 47%   | 34%   | 13 п.п. | 47%   | 41%   | 6 п.п. |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

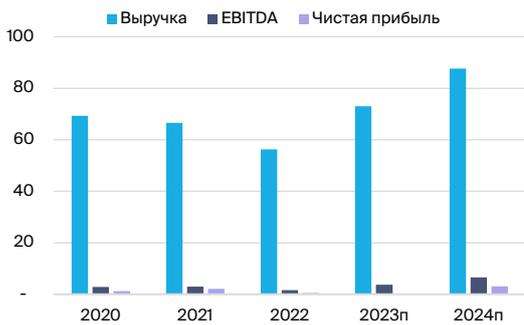
26 марта 2024 г.

## SOFL RX

| Взгляд            |      |                 | Негативный |
|-------------------|------|-----------------|------------|
| Цел. цена, RUB    | 160  | Рын. кап, \$млн | 549        |
| Цена, RUB         | 157  | EV, \$млн       | 581        |
| Потенциал         | 3%   | ADTV 3м, \$млн  | 4.4        |
| Изб. доходность   | -19% |                 | 23E 24E    |
| Free float        | 18%  | EV/EBITDA       | 15.3 8.5   |
| Free float, \$млн | 99   | P/E adj.        | n/m 17.4   |

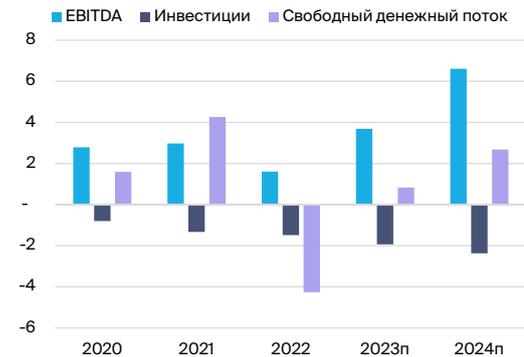
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика выручки и EBITDA Софтлайна



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Прогноз свободного денежного потока



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Софтлайн

Мы подтверждаем негативный взгляд на Софтлайн и сохраняем целевую цену в размере RUB 160 за акцию на 12 месяцев. Софтлайн позиционирует себя как B2B-маркетплейс в сфере ИТ. Скорректированная EBITDA за 2023 г. выросла на 72% г/г до RUB 4.4 млрд, в том числе на 6% г/г до RUB 2.7 млрд в 4К23. По итогам года оборот вырос на 29% г/г (+54% г/г в 4К23). Бумага сейчас имеет потенциал роста 3% к нашей 12-месячной справедливой цене и избыточную доходность -19% и выглядит переоцененной на текущих уровнях.

### Взгляд на компанию

**Сильная дистрибуция – кросс-продажи.** Софтлайн – системообразующий игрок растущего и трансформирующегося рынка ИТ. У компании сильная команда продаж с фокусом на сторонних продуктах и диверсифицированная клиентская база (около 100 тыс. B2B клиентов). Налаженные каналы реализации дают возможность для кросс-продаж своих разработок (услуги, облачные сервисы, компьютеры и другие продукты). Учитывая более высокую рентабельность собственных продуктов и услуг (валовая маржа >50%), компания усиливает фокус на этот сегмент. Цель: генерировать более 60% валовой прибыли за счет собственного портфеля.

### Драйверы роста

- **Импортозамещение в ИТ.** В 2022 г. произошел серьезный сдвиг в сторону российского ПО. Продажа сторонних решений остается крупным бизнесом для Софтлайна и обеспечила 53% валовой прибыли за 9М23. Есть определенная сезонность в доходах группы в силу контрактации (закупки) крупными покупателями в конце года. В 2023 г. на 2П23 пришлось 67% всего оборота и 71% валовой прибыли за весь год. **Собственные решения и разработки.** Прибыль и оборот в сегменте собственных решений существенно выросли в 3К23 благодаря покупке двух относительно крупных компаний – Bell Integrator и Борлас. Согласно раскрытию компании, 28% EBITDA за 9М23 приходится на купленные активы. Облачные решения и ПО, а также собственное оборудование, показали рост валовой прибыли, но в абсолютных значениях основной рост пришелся на сегмент услуг (сюда попали два упомянутых крупных приобретения).

### Ключевые риски

- **Благодаря росту, в том числе по сегменту собственных продуктов,** Софтлайн ожидает увеличение оборота в целом по группе до не менее 110 млрд руб в 2024 г. Дальнейший рост возможен благодаря новым приобретениям, разработкам и органическому росту, в том числе по всему рынку ИТ. У Софтлайна мотивированная команда с опытом работы с ведущими мировыми ИТ компаниями.
- **Регуляторный риск, прочие риски.** Мы допускаем неожиданные изменения на рынке, окончательный уход иностранных поставщиков, снижение господдержки. Гипотетические проблемы в корпоративном управлении, на уровне управленческих или технологических решений также могут нести риски.

### Основные изменения

Подтверждаем наши прогнозы. Мы сохраняем наши прогнозы по 2024 г. Мы ожидаем, что рост EBITDA продолжится в 2024 г. и прогнозируем RUB 6.6 млрд против прогноза менеджмента не менее RUB 6 млрд.

### Оценка и взгляд

Сохраняем негативный взгляд. Мы оставляем негативный взгляд и целевую цену в RUB 160 за акцию. Вместе с тем мы считаем недавние цифры Софтлайна за 4К23 и 2023 г. хорошими. Бумага сейчас имеет потенциал роста 3% к нашей 12-месячной справедливой цене и избыточную доходность -19% и выглядит переоцененной на текущих уровнях.

26 марта 2024 г.

**Софтлайн– ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|--------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                          | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                  | 73    | 73     | 0%     | 88    | 88     | 0%     | 105   | 105    | 0%     |
| ЕБИТДА                   | 4     | 4      | 0%     | 7     | 7      | 0%     | 10    | 10     | 0%     |
| Чистая прибыль           | 0     | 0      | 0%     | 3     | 3      | 0%     | 6     | 6      | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 5%    | 5%     | 0 п.п. | 8%    | 8%     | 0 п.п. | 10%   | 10%    | 0 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 0%    | 0%     | 0 п.п. | 4%    | 4%     | 0 п.п. | 6%    | 6%     | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Софтлайн – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 73    | 70    | 4%     | 88    | 91    | 3%     | 105   | 110   | 4%     |
| ЕБИТДА                        | 4     | 3     | 43%    | 7     | 6     | 9%     | 10    | 8     | 24%    |
| Чистая прибыль                | 0     | 1     | 77%    | 3     | 4     | 14%    | 6     | 5     | 18%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 5%    | 4%    | 1 п.п. | 8%    | 7%    | 1 п.п. | 10%   | 8%    | 2 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 0%    | 1%    | 1 п.п. | 4%    | 4%    | 0 п.п. | 6%    | 5%    | 1 п.п. |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Ритейл

## Взгляд на сектор

Нейтральный

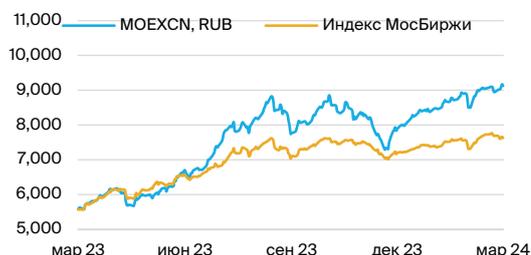
Потенциал роста

29%

Фавориты

Henderson, Магнит

## Динамика акций индекса потребительского сектора МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта

Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

## Нейтральный взгляд

Ждем сильной выручки за 2024 г., но рост расходов на персонал продолжит давить на рентабельность. Ожидаем повышения выручки и EBITDA по всем компаниям сектора, учитывая, что наши экономисты прогнозируют рост ВВП. Это касается как продуктового и алкогольного сегментов (X5 Group, Магнит, Novabev), так и непродуктового (Henderson, М.Видео-Эльдорадо, Fix Price). При этом рост расходов на персонал может привести к снижению рентабельности для отдельных компаний. Кроме того, для Магнита, М.Видео-Эльдорадо и Fix Price есть дополнительная неопределенность по темпам роста выручки.

X5 Group в списке ЭЗО – возможен возврат к дивидендам на горизонте года, но краткосрочно есть риски. Юрлицо X5 Group попало в список экономически значимых организаций (ЭЗО) – ждем перевода владения бизнесом в Россию в этом году. Компания может выкупить нераспределенные доли в ЭЗО (позитивно, если с дисконтом). Мы ожидаем, что после смены прописки X5 возобновит выплату дивидендов (доходность 5-19% за 2023 г.), а рынок начнет справедливо оценивать хорошие финрезультаты компании. Краткосрочно, однако, вероятно приостановка торгов в ходе переезда, и возможен навес бумаг после их возобновления. Детали – [в нашем отчете](#).

Приближается сезон годовых дивидендов – краткосрочно позитивно для котировок Магнита, Henderson и Novabev. Ждем объявления дивидендов за 2023 г. от нескольких компаний в секторе. Считаем, что дивидендные ожидания могут краткосрочно поддержать котировки. По нашим оценкам, дивидендность предстоящих выплат по бумагам Магнита составит 6-12%, Henderson – 4% и Novabev – 4%. Акции Магнита – в числе фаворитов в нашем краткосрочном портфеле. По Henderson у нас открыта краткосрочная парная идея «Лонг Henderson / Шорт М.Видео-Эльдорадо». Fix Price в начале года объявила промежуточные дивиденды (доходность 3%) – сейчас идет выплата. Вместе с тем полагаем, что до 2П24 дополнительных выплат от компании ждать не стоит.

## Рекомендации, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|                   | Взгляд      |             | Цел. цена, RUB |        | Изм. | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       |         | P/E   |       |         |
|-------------------|-------------|-------------|----------------|--------|------|------------|------------|-----------|-------|---------|-------|-------|---------|
|                   | Новый       | Старый      | Новая          | Старая |      |            |            | 2023п     | 2024п | Цель'24 | 2023п | 2024п | Цель'24 |
| X5 Group          | Позитивный  | Позитивный  | 3800           | 3200   | 19%  | 32%        | 10%        | 4.7       | 4.3   | 5.0     | 9.9   | 8.4   | 11.2    |
| Магнит            | Нейтральный | Нейтральный | 9400           | 8600   | 9%   | 25%        | -1%        | 4.3       | 3.8   | 4.1     | 9.1   | 7.6   | 9.1     |
| Fix Price         | Позитивный  | Позитивный  | 450            | 480    | -6%  | 52%        | 29%        | 4.6       | 4.1   | 6.3     | 7.0   | 7.8   | 11.8    |
| М.Видео-Эльдорадо | Негативный  | Негативный  | 190            | 160    | 19%  | -6%        | -33%       | 4.1       | 3.4   | 3.4     | -6.9  | >100  | >100    |
| Henderson         | Позитивный  | Позитивный  | 880            | 860    | 2%   | 36%        | 13%        | 5.3       | 4.2   | 5.4     | 12.9  | 8.2   | 11.1    |
| Novabev           | Нейтральный | Нейтральный | 7300           | 7200   | 1%   | 27%        | 8%         | 5.3       | 4.5   | 5.3     | 8.7   | 7.6   | 9.6     |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 22 марта

Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## FIVE RX

| Взгляд            |       | Позитивный      |         |
|-------------------|-------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 3,800 | Рын. кап, \$млн | 8,457   |
| Цена, RUB         | 2,873 | EV, \$млн       | 17,708  |
| Потенциал         | 32%   | ADTV 3м, \$млн  | 12.4    |
| Изб. доходность   | 10%   |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 41%   | EV/EBITDA       | 4.7 4.3 |
| Free float, \$млн | 3,434 | P/E adj.        | 9.9 8.4 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## X5 Group

Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги продуктового ритейлера X5 Group и повышаем целевую цену на 19% до RUB 3800 за расписку после сильного 4К23 и повышения нашего прогноза роста ВВП на 2024-25 гг. Считаем оценку бумаг привлекательной, ждем неплохого 1П24 по МСФО и возврата к дивидендам. Ждем, что на горизонте года долгосрочный позитив перевесит краткосрочные риски.

### Взгляд на компанию

«Защитный» бизнес, рост доли рынка, возможная редомициляция. X5 Group, как лидер рынка, выигрывает от консолидации. Устойчивый спрос на продовольствие, рост ВВП, инфляция и отсутствие сильного регуляторного давления способствуют хорошим финансовым показателям. X5 не выплачивала дивиденды с 2022 г., но в случае «переезда» может возобновить выплаты.

### Драйверы роста

- **Консолидация продуктовой розницы выгодна лидерам рынка.** Несколько консервативное поведение потребителей в 2022 г.-1П23 и усложнение логистики позволяют крупным и эффективным игрокам, таким как X5, увеличивать долю рынка за счет менее эффективных конкурентов. В прошлом году компания приобрела несколько небольших игроков и может продолжить искать подходящие для консолидации цели.
- **Ждем сильного 1П24 по МСФО.** Выручка в 4К23 выросла на 25% г/г (+23% в 3К23) за счет расширения площадей (+12%, в том числе благодаря приобретениям) и роста сопоставимых LFL-продаж (+13%). Вектор задавал как крупнейший формат «Пятерочка», так и дискаунтеры «Чижик», которые теперь приносит 5% выручки. Благодаря сильным трендам выручки и на фоне выгодной базы сравнения скорректированная EBITDA выросла на 50%, а чистая прибыль – в 3.3 раза г/г. И, хотя мы ждем, что рост расходов на персонал останется вызовом для рентабельности в ритейле, прогнозируем хорошие результаты у X5 на 1П24.
- **Редомициляция, возможность выкупа части долей и возврата к дивидендам.** «Дочка» X5 Group попала в список экономически значимых организаций (ЭЗО). Согласно закону об ЭЗО, это, вероятно, запустит перевод владения бизнесом в РФ. Как мы отмечали в [отчете](#), допускаем выкуп нераспределенных долей зарубежных акционеров и ждем возврата к выплате дивидендов. Если компания распределит среди акционеров 50-100% чистой прибыли за 2023 г., дивдоходность, по нашей оценке, составит 5-10%, а если выплатит еще и часть средств на балансе – 19%.

### Ключевые риски

- **Приостановка торгов и навес предложения.** В случае перерегистрации есть риск приостановки торгов бумагами между делистингом расписок X5 Group и началом торгов акциями ЭЗО. Пауза может продлиться до 4 месяцев – точных сроков пока нет. Также возможен навес предложения от российских держателей расписок через зарубежную инфраструктуру.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** До сих пор бизнес был довольно устойчивым. Важными факторами для X5 остаются динамика спроса и инфляции, а также рост конкуренции за персонал.
- **Повышение налога на прибыль.** Согласно источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены X5 может составить 9%.

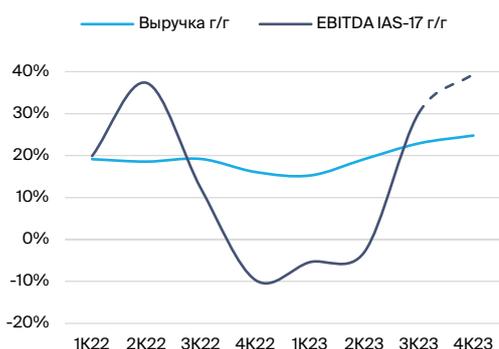
### Основные изменения

**Сильные тренды выручки, но давление на рентабельность.** С учетом сильного 4К23 по МСФО и повышения нашего прогноза роста ВВП мы повысили на 1-9% прогнозы основных показателей X5 на 2025 г. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев вперед – 10x (ниже исторического среднего в 11x). Считаем, что это оправдано большей зрелостью бизнеса. Вместе с тем видим возможность роста мультипликаторов, если X5 Group сменит «прописку».

### Оценка и взгляд

**Позитивный взгляд на горизонте года.** Мы повышаем целевую цену по X5 Group на 19% до RUB 3900 за расписку. Сохраняем позитивный взгляд на X5 Group на горизонте 12 месяцев. Мы ждем неплохого 1П24 по МСФО. В результате включения «дочки» в список ЭЗО компания может вернуться к дивидендам и выкупить нераспределенные доли зарубежных акционеров. На этом фоне считаем рыночную оценку расписок компании в 4.3x EV/EBITDA 2024п привлекательной. Краткосрочно мы видим риски, связанные с возможной приостановкой торгов и навесом предложения, но ждем, что на длинном горизонте позитивный эффект возобладает.

### Рост выручки и EBITDA X5 Group, г/г



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Возможная дивдоходность X5 Group в случае редомициляции в РФ



\* – предполагает выплату 100% чистой прибыли за 2023 г. и дополнительное увеличение соотношения чистой долг/EBITDA на 0.3x (к 0.9x на конец 2023 г.)

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### X5 Group P/E – исторический и целевой



Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**X5 Group – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2024п |         |          | 2025п   |         |          | 2026п   |         |          |
|--------------------------|-------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
|                          | Новый | Старый  | Изм.     | Новый   | Старый  | Изм.     | Новый   | Старый  | Изм.     |
| Выручка                  | 3 677 | 3 678.4 | 0%       | 4 170.7 | 4 130.7 | 1%       | 4 647.4 | 4 590.4 | 1%       |
| ЕБИТДА (IAS-17)          | 230   | 228.8   | 1%       | 278.7   | 273     | 2%       | 321.4   | 312.3   | 3%       |
| Чистая прибыль (IAS-17)  | 102.5 | 96      | 7%       | 145.5   | 134.4   | 8%       | 185.7   | 171     | 9%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 6.3%  | 6.2%    | 0 п.п.   | 6.7%    | 6.6%    | 0.1 п.п. | 6.9%    | 6.8%    | 0.1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 2.8%  | 2.6%    | 0.2 п.п. | 3.5%    | 3.3%    | 0.2 п.п. | 4.0%    | 3.7%    | 0.3 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**X5 Group – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2024п |       |          | 2025п   |         |          | 2026п   |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|----------|---------|---------|----------|---------|-------|-------|
|                                | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС     | Конс.   | Откл.    | БКС     | Конс. | Откл. |
| Выручка                        | 3 677 | 3 451 | 7%       | 4 170.7 | 4 002.4 | 4%       | 4 647.4 | -     | -     |
| ЕБИТДА (IAS-17)                | 230   | 240   | -4%      | 278.7   | 271.6   | 3%       | 321.4   | -     | -     |
| Чистая прибыль (IAS-17)        | 103   | 96    | 6%       | 145.5   | 114.3   | 27%      | 185.7   | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА       | 6.3%  | 7%    | -0.7 п.п | 6.7%    | 6.8%    | -0.1 п.п | 6.9%    | -     | -     |
| Рент-ть чистой прибыли         | 2.8%  | 2.8%  | 0 п.п    | 3.5%    | 2.9%    | 0.6 п.п  | 4%      | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе |       | 4     |          |         | 3       |          |         | -     |       |

Источники: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

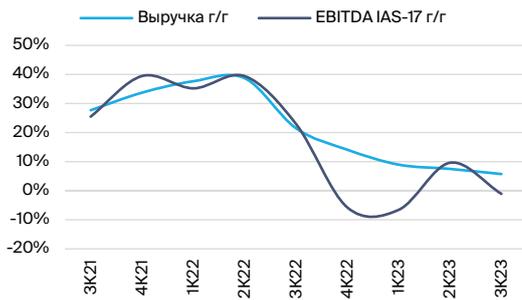
## MGNT RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |         |
|-------------------|-------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 9,400       | Рын. кап, \$млн | 5,549   |
| Цена, RUB         | 7,534       | EV, \$млн       | 12,211  |
| Потенциал         | 25%         | ADTV 3м, \$млн  | 23.4    |
| Изб. доходность   | -1%         |                 | 23E 24E |
| Free float        | 67%         | EV/EBITDA       | 4.3 3.8 |
| Free float, \$млн | 3,701       | P/E adj.        | 9.1 7.6 |

Данные на 22 марта

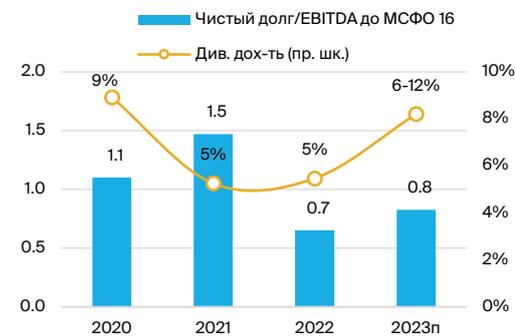
Источник: БКС Мир инвестиций

## Рост выручки и EBITDA Магнита



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Ожидания по дивидендной доходности Магнита



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Магнит P/E – исторический и целевой



Источники: БКС Мир инвестиций

## Магнит

Мы повысили целевую цену по бумагам Магнита, российского продуктового ритейлера, на 9% до RUB 9400. Изменение связано с повышением прогноза наших экономистов по росту ВВП на 2024-25 гг. Мы сохраняем нейтральный взгляд на бумагу. Ждем, что Магнит продолжит регулярно выплачивать дивиденды (дивдоходность 6-12% за 2023п). Однако перспективы роста выручки у Магнита по-прежнему выглядят неопределенными. Поэтому мы считаем текущую рыночную оценку в 3.8x EV/EBITDA и 8x P/E 2024п справедливой.

### Взгляд на компанию

Защитный бизнес, потенциал для доли рынка, но пока отстает по росту. Спрос в продуктовой рознице остается устойчивым даже в условиях неопределенности. Как эффективный игрок и один из лидеров в отрасли, Магнит выигрывает от тренда на консолидацию. Операционная среда по-прежнему сложная, а значит, на рынке появляются привлекательные возможности для покупки конкурентов: в октябре Магнит приобрел 33% крупного продуктового ритейлера на Дальнем Востоке «Самбери». Однако по росту выручки за 9M23 Магнит сильно отставал от X5 (7% г/г против 19%), в основном из-за замедления расширения торговых площадей. Ждем, что менеджмент в дальнейшем сосредоточит внимание на росте, и прогнозируем ускорение, однако ясности на этот счет пока нет. Обновленный состав совета директоров не смог убедить инвесторов в том, что компания сможет повысить уровень листинга с текущего третьего. На 28 февраля акции остаются в списке ожидания на исключение из индексов МосБиржи.

### Драйверы роста

- **Магнит может вернуться к регулярным дивидендам после выплаты за 2022 г.** Учитывая, что мы ждем роста чистой прибыли компании в 2023 г., а долговая нагрузка в 9M23 оставалась низкой (чистый долг/EBITDA без аренды 0.9x), дивидендная доходность за 2023 г. может составить 6-12%.
- **Консолидация продуктовой розницы выгодна лидерам рынка.** Несколько консервативное поведение потребителей и усложнение логистики позволяют крупным и эффективным игрокам, таким как Магнит, увеличивать долю рынка за счет менее эффективных конкурентов.

### Ключевые риски

- **Стратегические риски.** За 9M23 Магнит отстал по росту выручки от ключевого конкурента X5 Group как из-за темпов открытия магазинов, так и из-за слабых сопоставимых продаж. Кроме того, пока неясно, насколько активно Магнит будет инвестировать в недавно купленный онлайн-маркетплейс KazanExpress.
- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.**
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Магнит может составить 11%.

### Основные изменения

**Небольшое повышение прогнозов.** Мы повысили прогноз выручки и EBITDA на 2023-25 гг. на 1% после улучшения прогноза наших экономистов по росту ВВП. Наши новые прогнозы на 2023-24 гг. немного выше консенсуса СПбМТСБ по выручке и немного ниже по EBITDA. Наш целевой P/E на 12 месяцев в 9x ниже исторического среднего 13x. На наш взгляд, это оправдано более высокой зрелостью бизнеса и усилившейся неопределенностью как на фондовом рынке, так и в динамике выручки компании.

### Оценка и взгляд

**Сохраняем нейтральный взгляд.** Мы повысили целевую цену по акциям Магнита на 9% до RUB 9400 на фоне повышения прогноза наших экономистов по росту ВВП в 2024-25 гг. Однако сохраняем нейтральный взгляд (избыточная доходность -1%). Мы ждем, что Магнит продолжит регулярно выплачивать дивиденды (дивдоходность 6-12% за 2023п). Вместе с тем перспективы роста выручки Магнита по-прежнему выглядят стратегически неопределенными, и на этом фоне оценка в 3.8x EV/EBITDA и 8x P/E 2024п представляется нам справедливой.

26 марта 2024 г.

**Магнит – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                    | 2023п   |         |        | 2024п   |         |           | 2025п   |         |        |
|-----------------------------|---------|---------|--------|---------|---------|-----------|---------|---------|--------|
|                             | Новый   | Старый  | Изм.   | Новый   | Старый  | Изм.      | Новый   | Старый  | Изм.   |
| Выручка                     | 2 523.3 | 2 523.2 | 0%     | 2 873.0 | 2 848.1 | 1%        | 3 215.1 | 3 170.3 | 1%     |
| ЕБИТДА (до МСФО 16)         | 164.6   | 163.8   | 1%     | 187.9   | 186.7   | 1%        | 215     | 212.6   | 1%     |
| Чистая прибыль (до МСФО 16) | 65.5    | 64.8    | 1%     | 77.2    | 78.7    | -2%       | 100.5   | 100     | 0 п.п. |
| Рентабельность по ЕБИТДА    | 6.5%    | 6.5%    | 0 п.п. | 6.5%    | 6.6%    | 0 п.п.    | 6.7%    | 6.7%    | 0 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли      | 2.6%    | 2.6%    | 0 п.п. | 2.7%    | 2.8%    | -0.1 п.п. | 3.1%    | 3.2%    | 0 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

**Магнит – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2023п |       |           | 2024п |       |           | 2025п |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|                                | БКС   | Конс. | Откл.     | БКС   | Конс. | Откл.     | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                        | 2 523 | 2 536 | 0%        | 2 873 | 2 811 | 2%        | 3 215 | 3 101 | 4%    |
| ЕБИТДА (до МСФО 16)            | 164.6 | 168.2 | -2%       | 187.9 | 189.1 | -1%       | 215   | -     | -     |
| Чистая прибыль (до МСФО 16)    | 65.5  | 63.9  | 3%        | 77.2  | 62.6  | 23%       | 100.5 | 78    | 29%   |
| Рентабельность по ЕБИТДА       | 6.5%  | 6.6%  | -0.1 п.п. | 6.5%  | 6.7%  | -0.2 п.п. | 6.7%  | -     | -     |
| Рент-ть чистой прибыли         | 2.6%  | 2.5%  | 0.1 п.п.  | 2.7%  | 2.2%  | 0.5 п.п.  | 3.1%  | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе |       | 3     |           |       | 3     |           |       | 3     |       |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## FIXP RX

| Взгляд            | Позитивный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 450        | Рын. кап, \$млн | 2,723   |
| Цена, RUB         | 296        | EV, \$млн       | 2,628   |
| Потенциал         | 52%        | ADTV 3м, \$млн  | 3.8     |
| Изб. доходность   | 29%        |                 | 23E 24E |
| Free float        | 27%        | EV/EBITDA       | 4.6 4.1 |
| Free float, \$млн | 733        | P/E adj.        | 7.0 7.8 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## Fix Price

Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги сети магазинов фиксированных цен Fix Price при снижении целевой цены на 6% до RUB 450 за расписку (избыточная доходность 29%). Рост выручки в 4К23 оставлял желать лучшего, и неопределенность сохраняется. Однако, от 2024 г. мы ждем более позитивных результатов. Считаем, что у компании привлекательные долгосрочные перспективы роста, а редомициляция в Казахстан позволит ей вернуться к регулярным дивидендам.

### Взгляд на компанию

Сильные долгосрочные перспективы, позитив от редомициляции, но краткосрочно возможны слабые результаты. У Fix Price высокоприбыльная бизнес-модель по сравнению с другими публичными ритейлерами, исторически компания росла быстрее рынка. Мы прогнозируем продолжение позитивных трендов на долгосрочной дистанции, но в краткосрочной перспективе из-за неопределенной экономической ситуации (в том числе колебаний курса рубля против доллара) финансовые результаты могут оставаться слабыми. Тем не менее в базовом сценарии предполагаем двузначный рост выручки в 2024 г. Компания исторически платила дивиденды и в начале года объявила промежуточные дивиденды после двухлетнего перерыва из-за зарубежной регистрации. Ждем, что редомициляция в Казахстан позволит вернуться к регулярной выплате дивидендов.

### Драйверы роста

- **Редомициляция и перспективы возобновления дивидендов.** Акционеры Fix Price одобрили редомициляцию из Кипра в Казахстан. Компания планирует завершить процесс не ранее 2П24. Мы ждем, что редомициляция упростит компании выплату дивидендов, и ожидаем, что при распределении 50-100% чистой прибыли общая доходность за 2023 г. составит 7-14%. В январе компания объявила промежуточные дивиденды, не дожидаясь редомициляции, и сейчас идет выплата дивидендов (доходность 3%).
- **Возврат к устойчивому росту выручки и EBITDA в 2024 г.** Таков наш прогноз в базовом сценарии – в случае реализации базового прогноза наших экономистов и при отсутствии значительных колебаний курса рубля и экономических ожиданий населения.

### Ключевые риски

- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** Спрос на ассортимент Fix Price чувствителен к макроконъюнктуре.
- **Ослабление рубля – риски для рентабельности.** В 2022 г. Fix Price заработала 24% розничной выручки на импортном ассортименте, поэтому ослабление рубля ранее может негативно повлиять на рентабельность краткосрочно. Мы уже учли этот фактор в нашей модели, но отмечаем риски в случае более существенного ослабления рубля.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Fix Price может составить 6%.

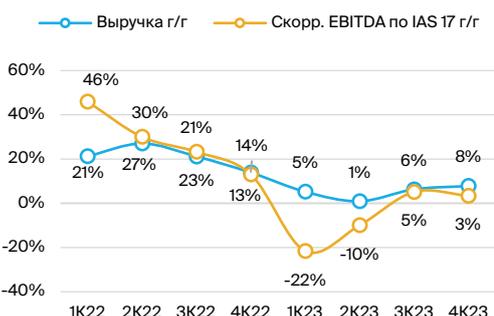
### Основные изменения

Мы обновили прогнозы по итогам результатов за 4К23 по МСФО. После относительно слабого роста выручки в 4К23 мы понизили на 4-11% прогнозы основных показателей Fix Price на 2024-25 гг. Наши прогнозы выручки и прибыли на 2024-25 г. немного ниже текущего консенсуса СП6МТСБ. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев – 11x, вблизи исторического среднего 12x и в 2 раза ниже уровня 2021 г. Это обусловлено возросшей неопределенностью на фондовом рынке и по темпам роста выручки компании.

### Оценка и взгляд

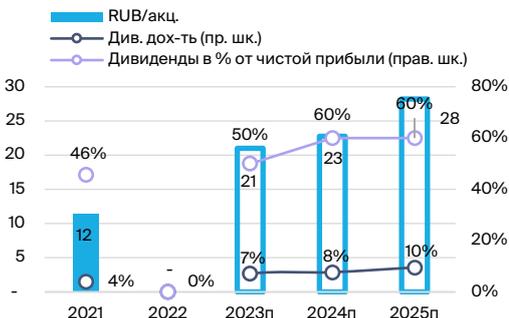
Сохраняем позитивный взгляд, ждем улучшений в 2024 г. Мы сохраняем позитивный взгляд на бумаги Fix Price при снижении целевой цены на 6% до RUB 450 за расписку (избыточная доходность 29%). По нашему мнению, компания имеет привлекательные долгосрочные перспективы роста, а редомициляция в Казахстан позволит ей вернуться к регулярной выплате дивидендов. По нашей оценке, бумаги торгуются на уровне EV/EBITDA 4.1x на 2024п против прогнозируемого 15% CAGR EBITDA в 2024-25 гг. При этом рост выручки в 4К23 оставлял желать лучшего, но мы бы ждали улучшения в 2024 г.

## Рост выручки и EBITDA Fix Price



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Прогноз дивидендов Fix Price



Примечание: Дивиденды за 2023 г. включают уже объявленные промежуточные RUB 9.8 на акцию

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Fix Price P/E – исторический и целевой



Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**Fix Price – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                    | 2024п |        |           | 2025п |        |           | 2026п |        |      |
|-----------------------------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|-------|--------|------|
|                             | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм.      | Новый | Старый | Изм. |
| Выручка                     | 333.9 | 349.1  | -4%       | 395   | 411.5  | -4%       | 462.7 | -      | -    |
| ЕБИТДА (до МСФО 16)         | 44.9  | 47     | -5%       | 54.3  | 57.7   | -6%       | 65    | -      | -    |
| Чистая прибыль (до МСФО 16) | 32.2  | 36.2   | -11%      | 40    | 44.9   | -11%      | 49.5  | -      | -    |
| Рентабельность по ЕБИТДА    | 13.4% | 13.5%  | 0 п.п.    | 13.8% | 14%    | -0.3 п.п. | 14.1% | -      | -    |
| Рент-ть чистой прибыли      | 10%   | 10%    | -0.7 п.п. | 10%   | 11%    | -0.8 п.п. | 11%   | -      | -    |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Fix Price – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                       | 2024п |       |           | 2025п |       |          | 2026п |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|
|                                | БКС   | Конс. | Откл.     | БКС   | Конс. | Откл.    | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                        | 333.9 | 344.1 | -3%       | 395   | 417.8 | -5%      | 462.7 | -     | -     |
| ЕБИТДА (до МСФО 16)            | 44.9  | -     | -         | 54.3  | -     | -        | 65    | -     | -     |
| Чистая прибыль (до МСФО 16)    | 32.2  | 33.9  | -5%       | 40    | 40.6  | -2%      | 49.5  | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА       | 13.4% | -     | -         | 13.8% | -     | -        | 14.1% | -     | -     |
| Рент-ть чистой прибыли         | 9.7%  | 9.9%  | -0.2 п.п. | 10.1% | 9.7%  | 0.4 п.п. | 10.7% | -     | -     |
| Мин. число оценок в консенсусе |       | 6     |           |       | 3     |          |       | -     |       |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

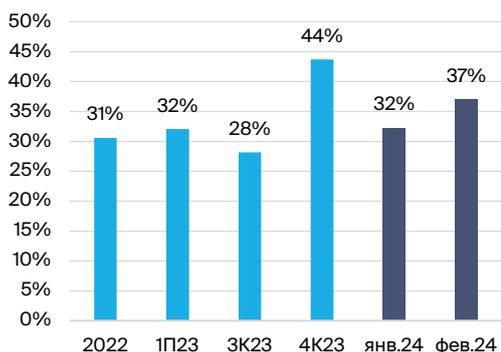
26 марта 2024 г.

## HNFG RX

| Взгляд            |     | Позитивный      |          |
|-------------------|-----|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 880 | Рын. кап, \$млн | 285      |
| Цена, RUB         | 649 | EV, \$млн       | 369      |
| Потенциал         | 36% | ADTV 3м, \$млн  | 0.7      |
| Изб. доходность   | 13% |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 15% | EV/EBITDA       | 5.3 4.2  |
| Free float, \$млн | 43  | P/E adj.        | 12.9 8.2 |

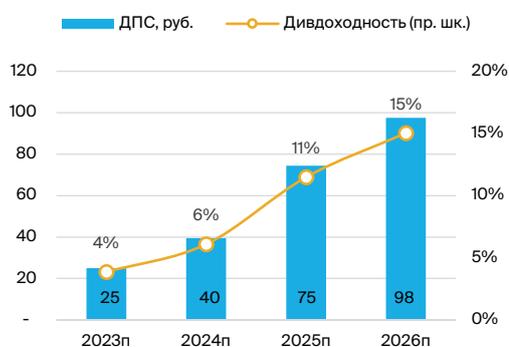
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Выручка Henderson продолжила расти высокими темпами в начале 2024 г.



Источник: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Прогноз дивидендов – ждем дивдоходность 6% на ближайшие 12 месяцев, двузначную с выплаты за 2025 г.



Источник: БКС Мир инвестиций

## Henderson

Мы подтверждаем позитивный взгляд на акции сети магазинов мужской одежды Henderson и повышаем целевую цену на 2% до RUB 880 за акцию. Компания выигрывает от снижения конкуренции на рынке и, по нашим прогнозам, может показать средний рост EBITDA в 2024-25 гг. на уровне 21% в год. Бумага торгуется с привлекательным мультипликатором – 4.2x по EV/EBITDA на 2024п.

### Взгляд на компанию

**История роста прибыли и дивидендов.** Henderson – лидер в нише мужской одежды на российском рынке. Ждем, что компания продолжит наращивать долю за счет расширения торговых площадей при сохранении высокой рентабельности. Дивидендная политика Henderson предусматривает привязку размера дивидендов к чистой прибыли.

### Драйверы роста

- **Ждем продолжения высокого роста выручки и прибыли в 2024 г.** Мы полагаем, что Henderson продолжит показывать высокие темпы роста выручки в 2024 г. Компания намерена и дальше активно расширять площади. В планах добавить 13.6-15 тыс. кв. м в новом формате, что, по нашей оценке, предполагает рост общих чистых площадей на 16-17% в 2024 г. Считаем, что выручку поддержат продолжающийся рост реального ВВП и остаточный эффект от ухода конкурентов с российского рынка в 2022-23 гг. В 2024 г. ждем роста выручки на 26%, скорректированной EBITDA (IAS 17) – на 28%, чистой прибыли – на 58% (32% с корректировкой на курсовые разницы).
- **Дивиденды – ждем доходность 6% на горизонте года и рост в будущем.** Компания планирует 10 июня выплатить дивиденды в размере не менее RUB 25 на акцию за 2023 г., то есть 50% чистой прибыли. Кроме того, в декабре Henderson планирует выплатить промежуточные дивиденды за 2024 г. в размере не менее RUB 15 на акцию. По оценке компании, общие дивиденды за 2024 г. составят RUB 30-40 на акцию (наш прогноз – RUB 39 на акцию) при сохранении коэффициента выплат в 50% чистой прибыли. Таким образом, ждем дивдоходность на уровне 6% в ближайшие 12 месяцев. Пик капзатрат на новый распределительный центр придется на 2024 г., поэтому, вероятно, можно ждать увеличения коэффициента выплат и двузначной дивдоходности начиная с выплаты дивидендов за 2025 г.

### Ключевые риски

- **Общая макроэкономическая и регуляторная неопределенность.** Спрос на ассортимент компании чувствителен к макроконъюнктуре.
- **Ослабление рубля – риски для рентабельности.** Продукция компании в основном производится за рубежом, и значительная часть расчетов проводится в иностранных валютах. Поэтому значительное обесценение рубля может нести риски для рентабельности.
- **Внешнеторговые риски, связанные с зарубежными поставщиками, трансграничными расчетами, логистикой.**
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Henderson может составить 8%.

### Основные изменения

**Небольшое повышение прогнозов.** Мы учли в своих оценках улучшение макропрогноза и незначительно повысили наши прогнозы на 2024-25 гг. Консенсус-прогноз по компании на данный момент отсутствует.

### Оценка и взгляд

**Сохраняем позитивный взгляд.** Мы повышаем целевую цену по Henderson на 2% до RUB 880 на акцию после небольшого повышения прогнозов на 2024-25 гг. и подтверждаем позитивный взгляд на бумагу. Компания выигрывает от снижения конкуренции на рынке и может показать средний рост EBITDA в 2024-25 гг. на уровне 21% в год. Бумага торгуется с привлекательным мультипликатором 4.2x по EV/EBITDA на 2024п. Если компания продолжит отчитываться о стабильно высоких темпах роста в 2024 г., как мы прогнозируем, и выплатит дивиденды (дивдоходность 6% на 12 месяцев), мы допускаем положительную переоценку акций.

26 марта 2024 г.

**Henderson – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2023п |        |          | 2024п |        |          | 2025п |        |          |
|--------------------------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|-------|--------|----------|
|                          | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     | Новый | Старый | Изм.     |
| Выручка                  | 16.8  | 16.8   | 0%       | 21.1  | 21.1   | 0%       | 25.4  | 25.3   | 0%       |
| ЕБИТДА (до МСФО 16)      | 4.3   | 4.3    | 0%       | 5.5   | 5.4    | 0%       | 6.4   | 6.3    | 1%       |
| Чистая прибыль           | 2.0   | 2.0    | 0%       | 3.2   | 3.2    | 1%       | 3.8   | 3.7    | 1%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 25.5% | 25.4%  | 0.1 п.п. | 25.9% | 25.8%  | 0.1 п.п. | 25.1% | 25.0%  | 0.1 п.п. |
| Рент-ть чистой прибыли   | 12.1% | 12.0%  | 0.1 п.п. | 15.1% | 15.1%  | 0.1 п.п. | 14.8% | 14.8%  | 0.1 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

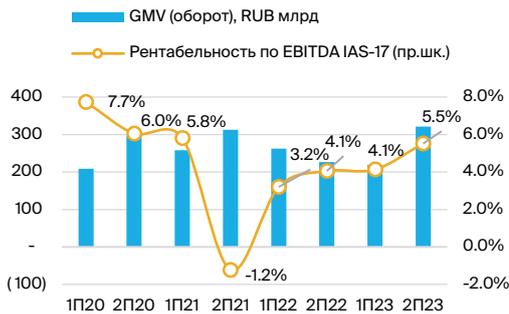
## MVID RX

| Взгляд            | Негативный |                 |           |
|-------------------|------------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 190        | Рын. кап, \$млн | 393       |
| Цена, RUB         | 202        | EV, \$млн       | 1,843     |
| Потенциал         | -6%        | ADTV 3м, \$млн  | 3.9       |
| Изб. доходность   | -33%       |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 24%        | EV/EBITDA       | 4.1 3.4   |
| Free float, \$млн | 94         | P/E adj.        | neg. neg. |

Данные на 22 марта

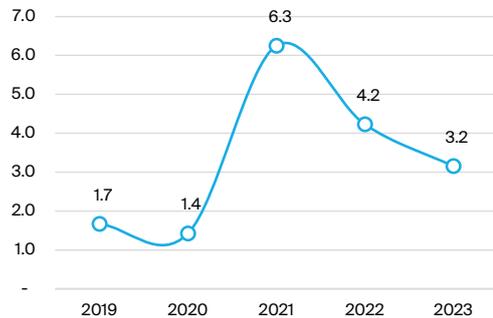
Источник: БКС Мир инвестиций

## Оборот и рентабельность М.Видео-Эльдорадо



Источник: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Долговая нагрузка (чистый долг/EBITDA по IAS-17) выросла из-за изменения операционной среды



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## М.Видео-Эльдорадо P/E – исторический и целевой



Источник: БКС Мир инвестиций

## М.Видео-Эльдорадо

Мы повышаем целевую цену акций М.Видео-Эльдорадо, крупного ритейлера электроники и бытовой техники в РФ, на 19% до RUB 190. Решение продиктовано тем, что наши экономисты повысили прогноз по ВВП и динамика оборота и долговой нагрузки компании во 2П23 оказалась лучше ожиданий. Тем не менее мы сохраняем негативный взгляд на бумагу, учитывая избыточную доходность -33%. Акции М.Видео-Эльдорадо торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2024п 3.4x. Это ниже мультипликаторов других ритейлеров в РФ, но мы считаем наличие дисконта справедливым. В числе причин – сохраняющиеся стратегические и некоторые кредитные риски, а также вероятное отсутствие дивидендов среднесрочно.

### Взгляд на компанию

Один из лидеров рынка, но под стратегическим давлением. М.Видео-Эльдорадо – один из ведущих игроков на российском рынке электроники и бытовой техники. Компания показала восстановление оборота в 2023 г. до уровня 2021 г. после падения в 2022 г. Однако стратегические риски конкуренции с маркетплейсами сохраняются. Уровень долговой нагрузки снизился до более комфортного (чистый долг/EBITDA на конец 2023г. – 3.2x), но остается довольно высоким для возврата к выплате дивидендов, учитывая чистый убыток компании в 2023 г. Исторически компания платила дивиденды, последняя выплата была за 9М21. Мы не ждем выплат за 2023 г. и за 2024 г. На наш взгляд, компания может вернуться к выплате дивидендов не ранее результатов за 2025г. (промежуточных или годовых).

### Драйверы роста

- **Результаты за 1П24 и 2П24.** В 2024 г. ждем роста выручки (на 14%) и EBITDA по IAS 17 (на 25%, рентабельность 5.4%), частично за счет низкой базы сравнения для 1П24, частично – оптимизации расходов и роста выручки от дополнительных сервисов. Считаем, что компания покажет околонулевую чистую прибыль по IAS 17 в 2024 г. против убытка в 2023 г. Это должно привести к дальнейшему снижению долговой нагрузки. При этом ожидаем, что в 2024-25 гг. чистый долг/EBITDA без аренды останется выше 2.0x.

### Ключевые риски

- **Кредитный риск.** Мы ждем, что чистый долг/EBITDA компании по IAS 17 останется выше 2.0x в 2024-25 гг., и отмечаем относительно высокую неопределенность операционной среды, связанную с природой бизнеса компании.
- **Динамика ВВП хуже ожиданий или ключевая ставка выше ожиданий.**
- **Регуляторные изменения,** которые могут ограничить рост рынка.
- **Конкуренция маркетплейсов,** если усилится в 2024 г. и далее.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены М.Видео-Эльдорадо может составить 15%.

### Основные изменения

**Повышение прогнозов.** В наших оценках мы учли более позитивный макропрогноз и то, что динамика оборота и долговой нагрузки компании во 2П23 оказалась лучше ожиданий. В результате мы повысили наши прогнозы EBITDA на 2024-26 гг. на 3%. Консенсус-прогноз по компании на данный момент отсутствует. Наш целевой показатель P/E на 12 месяцев вперед больше 100x, поскольку мы прогнозируем, что М.Видео-Эльдорадо покажет околонулевую чистую прибыль в 2024г. Исторически акции торговались по среднему мультипликатору 10x.

### Оценка и взгляд

**Оценка – сохраняем негативный взгляд.** Мы повышаем целевую цену по акциям М.Видео-Эльдорадо на 19% до RUB 190 на фоне улучшения прогноза наших экономистов по ВВП, а также динамики оборота и долговой нагрузки компании во 2П23, которая оказалась лучше наших ожиданий. Тем не менее у нас по-прежнему негативный взгляд на бумагу, учитывая избыточную доходность в -33%. Акции М.Видео-Эльдорадо торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 2024п 3.4x. Это ниже мультипликаторов X5 Group и Магнит (3.8-4.3x) и, на наш взгляд объясняется прогнозируемым отсутствием у М.Видео-Эльдорадо дивидендов на горизонте года и более высокими, чем у продуктовых ритейлеров, стратегическими и кредитными рисками.

26 марта 2024 г.

**М.Видео-Эльдорадо – ключевые изменения финансовых прогнозов**

| RUB млрд                 | 2024п |        |         | 2025п |        |         | 2026п |        |         |
|--------------------------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|-------|--------|---------|
|                          | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.    | Новый | Старый | Изм.    |
| Выручка                  | 493.5 | 486.7  | 1%      | 523.0 | 515.8  | 1%      | 553.7 | 546.3  | 1%      |
| ЕБИТДА (IAS 17)          | 26.9  | 26.2   | 3%      | 28.5  | 27.8   | 3%      | 30.2  | 29.4   | 3%      |
| Чистая прибыль (IAS 17)  | 0     | -0.7   | -       | 4.6   | 4      | 15%     | 8     | 7.3    | 10%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 5.4%  | 5.4%   | 0.1 п.п | 5.5%  | 5.4%   | 0.1 п.п | 5.5%  | 5.4%   | 0.1 п.п |
| Рент-ть чистой прибыли   | 0%    | -0.1%  | 0.1 п.п | 0.9%  | 0.8%   | 0.1 п.п | 1.5%  | 1.3%   | 0.1 п.п |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## BELU RX

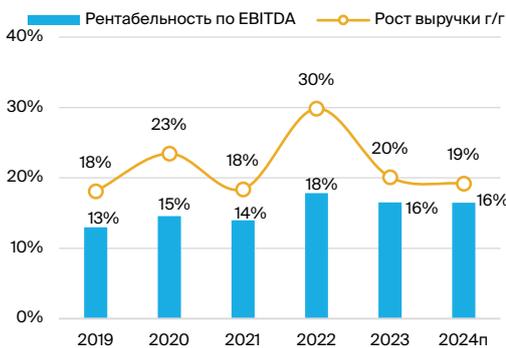
| Взгляд            | Нейтральный |                 |          |
|-------------------|-------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 7,300       | Рын. кап, \$млн | 983      |
| Цена, RUB         | 5,737       | EV, \$млн       | 1,329    |
| Потенциал         | 27%         | ADTV 3м, \$млн  | 4.2      |
| Изб. доходность   | 8%          |                 | 23E 24E  |
| Free float        | 36%         | EV/EBITDA       | 5.3 4.2  |
| Free float, \$млн | 358         | P/E adj.        | 12.9 8.2 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

### Ждем сохранения высоких темпов роста выручки Novabev в 2024 г.

Рост выручки и рентабельность по EBITDA Novabev



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Ждем 12% дивдоходности на 12 месяцев вперед



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Novabev

Сохраняем нейтральный взгляд на бумаги российской алкогольной компании Novabev и повышаем целевую цену на 1% до RUB 7300. Ждем хороших результатов в 2024 г. и регулярных дивидендов. После роста котировок в 2023 г. текущая оценка в 7.6x P/E 2024п выглядит справедливо с учетом дивдоходности на 12 месяцев в 12% (ниже ставки ЦБ).

### Взгляд на компанию

Производитель премиального алкоголя, рост за счет розницы. Novabev занимает четвертое место в мире по производству водки, владеет 5 ликероводочными заводами и активно развивает сеть розничных магазинов. К 2025 г. Novabev планирует удвоить выручку относительно скорректированного показателя за 2021 г., в основном за счет расширения розничной сети ВинЛаб, и продолжить фокусироваться на премиальной продукции с высокой рентабельностью по EBITDA. В 2023 г. рентабельность была под давлением, но в 2024 г. ждем ее стабилизации. В 2022 г. компания значительно увеличила дивиденды, и мы ждем дальнейшего увеличения выплат при неплохой доходности в 12% на 12 месяцев вперед.

### Драйверы роста

- **Розница дает импульс к росту.** В 2023 г. выручка Novabev в сегменте розницы увеличилась на 35% г/г. и может составить до 48% чистой выручки за 2023 г. Темпы открытия магазинов несколько снизились: в 2023 г. открылось 306 магазинов против порядка 350 в год в 2021-22 гг. На конец 2023 г. сеть насчитывала 1657 магазинов при долгосрочном плане в 2500 магазинов. Ждем, что в 2024 г. темпы открытий ускорятся до уровней 2021-22 гг. или выше. Считаем, что розничный сегмент останется важным катализатором роста выручки в 2024-25 гг.
- **Сильный портфель, высокая маржинальность онлайн-торговли.** В портфеле Novabev свыше 30 собственных брендов и более 100 импортных во всех ценовых/качественных сегментах. Активное продвижение премиальных брендов и увеличение онлайн-продаж (прибыльный самовывоз) позволит компании и дальше показывать высокую рентабельность EBITDA в 16-17% против средней в 14% в 2019-21 гг.
- **Регулярные дивиденды.** Ждем продолжения выплаты дивидендов три раза в год и общей дивдоходности 12% на горизонте года.

### Ключевые риски

- **Замедление роста экономики и инфляция.** Спрос сместится с премиальных брендов на товары среднего и низкого ценового сегмента.
- **Конкуренция может давить на рентабельность в рознице.** Относительно низкие барьеры для входа новых игроков и серьезная конкуренция со стороны крупных сетей, таких как X5 и Магнит, могут оказать давление на рентабельность и замедлить темпы развития сети.
- **Повышение налога на прибыль.** По источникам Bloomberg, налог на прибыль в РФ может быть повышен до 25% с текущих 20%. В этом случае негативный эффект для нашей целевой цены Novabev может составить 9%.

### Основные изменения

Практически не меняем прогнозы. Мы внесли косметические изменения в ранее обновленные прогнозы с учетом результатов по МСФО за 2023 г. Наш прогноз на 2024 г. предполагает высокий рост выручки (+19%), EBITDA (+19%) и чистой прибыли (+15%) – в основном за счет роста розничного сегмента. На прогнозы могут влиять экономические факторы, конкуренция, регулирование и темпы открытия новых магазинов ВинЛаб. Мы не сравниваем наши прогнозы с консенсусом, поскольку в консенсусе СПбМТСБ по Novabev всего один брокер. Наша целевая цена подразумевает P/E в ближайшие 12 месяцев на уровне 9x – выше исторического среднего 8x, что оправдано улучшением дивидендных перспектив компании.

### Оценка и рекомендация

Сохраняем нейтральный взгляд. Мы повышаем целевую цену по Novabev на 1% до RUB 7300 с учетом фактора времени в модели дисконтирования денежных потоков и финальных дивидендов за 2023 г. немного выше нашего прогноза. Сохраняем нейтральный взгляд (избыточная доходность 8%). С одной стороны, мы ждем регулярных дивидендов, которые могут поддержать котировки. Дивдоходность на 12 месяцев прогнозируем на уровне 12% – неплохая цифра, но уступает текущей ставке ЦБ (16%). С другой стороны, в прошлом году цена акции практически удвоилась, и, на наш взгляд, текущая оценка в 7.6x P/E 2024п находится в справедливом диапазоне.

26 марта 2024 г.

## Novabeв – ключевые изменения финансовых прогнозов

| RUB млрд                 | 2024п |        |       | 2025п |        |       | 2026п |        |       |
|--------------------------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
|                          | Новый | Старый | Изм.  | Новый | Старый | Изм.  | Новый | Старый | Изм.  |
| Выручка                  | 139.3 | 139.9  | 0%    | 164.4 | 164.3  | 0%    | 182.3 | 182.4  | 0%    |
| ЕВITDA                   | 23    | 23.1   | -1%   | 27.2  | 27.2   | 0%    | 30.3  | 30.3   | 0%    |
| Чистая прибыль           | 9.3   | 9.3    | 0%    | 11.3  | 11.3   | -1%   | 12.9  | 13     | 0%    |
| Рентабельность по ЕВITDA | 16.5% | 16.5%  | 0 п.п | 16.6% | 16.6%  | 0 п.п | 16.6% | 16.6%  | 0 п.п |
| Рент-ть чистой прибыли   | 6.7%  | 6.6%   | 0 п.п | 6.9%  | 6.9%   | 0 п.п | 7.1%  | 7.1%   | 0 п.п |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Электроэнергетика

### Понижаем взгляд по Мосэнерго до нейтрального

Взгляд на компании в электроэнергетическом секторе меняем только в отношении Мосэнерго – на нейтральный с позитивного. Сохраняем позитивный взгляд на акции Интер РАО и Юнипро, негативный – на Русгидро, ФСК-Россети и ОГК-2, нейтральный – на ТГК-1.

Результаты за 4К23 и 2023 г. по тем компаниям, которые отчитались, были в целом нормальные. Выделяются сильные результаты Русгидро после резкой индексации тарифов в начале прошлого года. Результаты Интер РАО в целом выглядят нормально, хотя скорректированная чистая прибыль немного снизилась г/г. Юнипро показала достойные цифры. Мосэнерго, ТГК-1 и ОГК-2 опубликовали результаты только по РСБУ (публикаций по МСФО пока не будет).

Инвестрасходы – важный фактор оценки компаний. Отмечаем, что рост инвестиций опять приводит к снижению свободного денежного потока в секторе. Часть инвестиций имеют окупаемость, но в силу длительных инвестиционных циклов в отрасли мы увидим результаты значительно позднее.

Во 2К24 несколько компаний в секторе объявят о дивидендах. Относительно крупной может стать выплата Русгидро: коэффициент 50% может дать доходность до 10%. Дивидендность Интер РАО будет ниже, но мы ожидаем решения о выплате относительно скоро. Также вероятны выплаты от ОГК-2 и Мосэнерго. Вместе с тем ФСК-Россети, Юнипро и ТГК-1, скорее всего, опять не выплатят дивиденды за 2023 г, как в прошлом году. Дивиденды могут стать фактором поддержки для тех, кто объявит о выплатах.

Спотовые цены на электроэнергию в европейской части России в этом году в среднем выросли на 5.3% г/г, в Сибири – на 5.9%. Компании под нашим покрытием в основном находятся в европейской части России, поэтому рост цен в Сибири не имеет существенного значения. Тарифы на мощность индексируются каждый год. Это достаточно стабильная часть генерирующего бизнеса. Однако выручка по договорам о предоставлении мощности (ДПМ) постепенно снижается по мере истечения периода действия (10 лет).

Электроэнергетика зависит от регулирования, но пока регулярная индексация тарифов оказывает поддержку выручке. В числе рисков выделяем динамику спроса на электроэнергию и капзатраты. Мы также отмечаем риск корпоративного управления, который может срезать акционерную стоимость. Также есть риски неоправданных сделок по слиянию и поглощению и приостановки выплаты дивидендов.

#### Взгляд на сектор

Негативный

Средний потенциал роста 9%

Фавориты Интер РАО

#### Динамика акций индекса электроэнергетики МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта

Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

#### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|             | Взгляд      |             | Целевая цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* % | EV/EBITDA |       |          | P/E   |       |          |
|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------|--------|------------|--------------|-----------|-------|----------|-------|-------|----------|
|             | Новый       | Старый      | Новая             | Старая |        |            |              | 2023п     | 2024п | Цель '23 | 2023п | 2024п | Цель '23 |
| Интер РАО   | Позитивный  | Позитивный  | 6.00              | 6.00   | 0%     | 49%        | 27%          | 0.5       | 0.6   | 1.5      | 2.2   | 2.5   | 3.7      |
| Русгидро    | Негативный  | Негативный  | 0.70              | 0.60   | 17%    | -3%        | -22%         | 4.1       | 3.3   | 3.2      | 4.4   | 3.7   | 3.6      |
| Юнипро      | Позитивный  | Позитивный  | 2.70              | 3.00   | -10%   | 34%        | 12%          | 2.0       | 2.4   | 3.5      | 3.9   | 5.0   | 6.7      |
| Мосэнерго   | Нейтральный | Позитивный  | 3.90              | 4.80   | -19%   | 17%        | -2%          | 2.5       | 2.5   | 3.0      | 8.5   | 8.8   | 10.3     |
| ОГК-2       | Негативный  | Негативный  | 0.16              | 0.27   | -41%   | -70%       | -92%         | 2.0       | 2.4   | 1.1      | 2.8   | 3.7   | 1.1      |
| ТГК-1       | Нейтральный | Нейтральный | 0.012             | 0.012  | 0%     | 30%        | 8%           | 1.8       | 1.9   | 2.4      | 3.9   | 3.5   | 4.6      |
| ФСК-Россети | Негативный  | Негативный  | 0.06              | 0.06   | 0%     | -49%       | -72%         | 1.4       | 1.4   | 1.2      | 1.1   | 1.2   | 0.7      |

\* избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## IRAQ RX

| Взгляд            |       |                 | Позитивный |
|-------------------|-------|-----------------|------------|
| Цел. цена, RUB    | 6.0   | Рын. кап, \$млн | 3,247      |
| Цена, RUB         | 4.1   | EV, \$млн       | -2,540     |
| Потенциал         | 49%   | ADTV 3м, \$млн  | 3.7        |
| Изб. доходность   | 27%   |                 | 23E 24E    |
| Free float        | 34%   | EV/EBITDA       | 0.5 0.6    |
| Free float, \$млн | 1,110 | P/E adj.        | 2.2 2.5    |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Интер РАО

Мы подтверждаем позитивный взгляд по акциям Интер РАО с целевой ценой RUB 6.00. Интер РАО недавно отчиталась за 4К23 и 2023 г. по МСФО. Скорректированные EBITDA и чистую прибыль немного снизились – на 4% и 3% г/г соответственно. Если дивиденды будут выплачены от RUB 135.9 млрд, то стоит ожидать вылат в размере RUB 0.323 на акцию.

### Взгляд на компанию

Существенный рост инвестрасходов уже в цене. По итогам 2023 г. сбытовое подразделение показало сильные результаты, компенсировав часть падения в трейдинге. Также отмечаем рост результатов в инжиниринге и зарубежных активах. В ключевом генерирующем сегменте EBITDA несколько снизилась, но достаточно умеренно, на наш взгляд (ожидаем очередное снижение в 2024 г из-за завершения ДПМ в конце 2023 г.). Ранее Интер РАО объявляла о существенном росте инвестрасходов в 2024 г. (до RUB 160 млрд). Впрочем, рост расходов, на наш взгляд, уже в значительной степени учтен и, скорее всего, включает авансирование по ряду крупных строек.

### Драйверы роста

- **Регулирование, тарифы, цены.** Регулирование (в том числе сбытового подразделения) оказывает прямое влияние на финансовые результаты Интер РАО. EBITDA сбытового подразделения выросла в 2023 г. – позитивный фактор. Не менее важный фактор – истечение срока действия ДПМ, что привело к снижению показателей генерации.
- **Дивиденды.** Прогноз по дивидендам предполагает некоторый рост с учетом озвученной чистой прибыли (RUB 136 млрд). Рост процентных доходов благодаря высокой ключевой ставке и существенные результаты инжинирингового и энергомашиностроительного сегментов могут позитивно повлиять на прибыль и выплату дивидендов.

### Ключевые риски

- **Капзатраты, корпоративное управление.** Недавно компания сообщила, что для реализации нового проекта в Восточной Сибири может потребоваться RUB 257 млрд (около половины всех денежных средств). Также стартует крупный проект на Каширской станции. Таким образом, мы считаем, что накопленные денежные средства могут быть направлены не на выплату дивидендов акционерам, а на реализацию долгосрочных проектов. Кроме того, следует внимательно следить за рисками корпоративного управления.

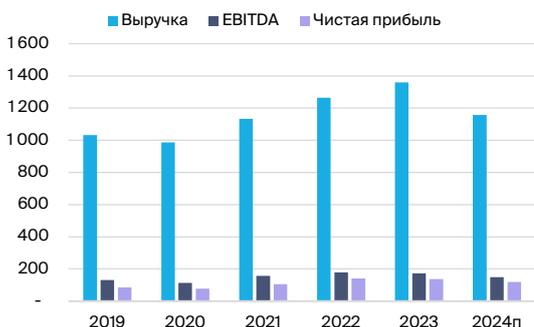
### Основные изменения

**Повышаем оценку инвестрасходов.** Денежная позиция по итогам 2023 г. составила RUB 537 млрд, капзатраты начали расти. В нашей текущей модели мы учитываем большой рост инвестрасходов с 2024 г. из-за крупных проектов строительства (Новоленская ТЭС, Каширская ГРЭС), а также КОММОД. Мы добавили в оценку Новоленскую ТЭС с 2029 г и увеличили инвестрасходы в 2024–27 гг., но благодаря денежным средствам на балансе это не должно привести к росту задолженности или существенной разбалансировке финансового состояния.

### Оценка и взгляд

**У нас позитивный взгляд.** Наша целевая цена для акций Интер РАО, рассчитанная по методу дисконтированных денежных потоков, составляет RUB 6.00 за акцию. Один из рисков – корпоративное управление: коэффициент всего 25% прибыли по МСФО, на балансе крупные суммы, которые не приносят прямой выгоды акционерам (кроме процентных доходов). Но в целом Интер РАО – дисциплинированный и относительно эффективный игрок на рынке электроэнергетики, поэтому мы позитивно смотрим на компанию, но с некоторыми оговорками.

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

**Интер РАО – изменение ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                       | 1143  | 1250   | -9%    | 1166  | 1143   | 2%     | 1198  | 1198   | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 131   | 138    | -5%    | 134   | 131    | 2%     | 150   | 150    | 0%     |
| Чистая прибыль                | 93    | 107    | -13%   | 95    | 93     | 2%     | 118   | 118    | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 11%   | 11%    | 0 п.п. | 11%   | 11%    | 0 п.п. | 13%   | 13%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 8%    | 9%     | 0 п.п. | 8%    | 8%     | 0 п.п. | 10%   | 10%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

**Интер РАО – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2024п |       |        | 2025п |       |        | 2026п |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 1158  | 1291  | 10%    | 1179  | 1338  | 12%    | 1198  | -     | -     |
| ЕБИТДА                        | 150   | 149   | 1%     | 152   | 142   | 7%     | 150   | -     | -     |
| Чистая прибыль                | 119   | 107   | 11%    | 120   | 102   | 17%    | 118   | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 13%   | 12%   | 1 п.п. | 13%   | 11%   | 2 п.п. | 13%   | -     | -     |
| Рентабельность чистой прибыли | 10%   | 8%    | 2 п.п. | 10%   | 8%    | 2 п.п. | 10%   | -     | -     |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

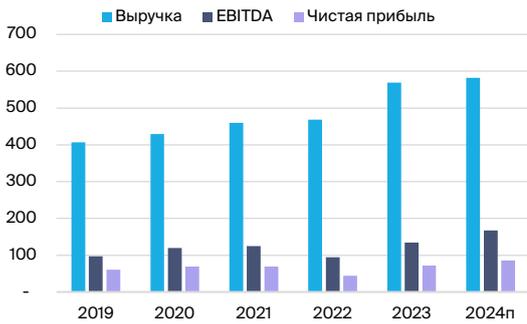
26 марта 2024 г.

## HYDR RX

| Взгляд            | Негативный |                 |          |
|-------------------|------------|-----------------|----------|
| Цел. цена, RUB    | 0.7        | Рын. кап, \$млн | 3,427    |
| Цена, RUB         | 0.73       | EV, \$млн       | 6,920    |
| Потенциал         | -3%        | ADTV 3м, \$млн  | 2.2      |
| Изб. доходность   | -22%       |                 | 23Е 24Е  |
| Free float        | 15%        | EV/EBITDA       | 4.1 3.83 |
| Free float, \$млн | 514        | P/E adj.        | 4.4 3.7  |

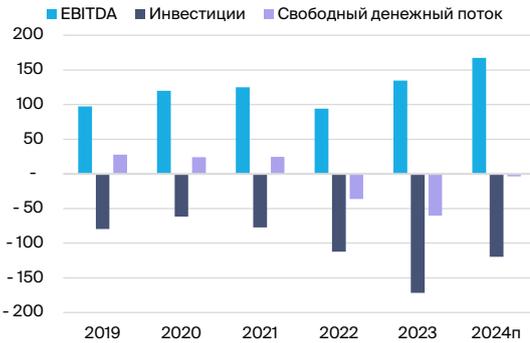
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



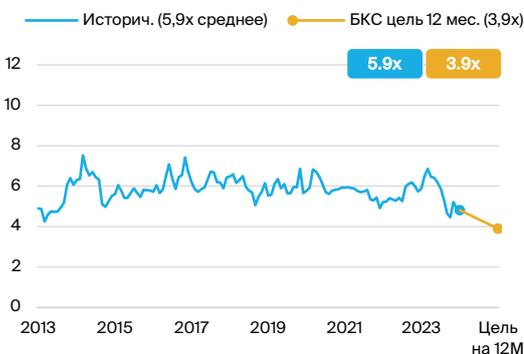
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Русгидро

Мы повысили целевую цену на 12 месяцев по бумагам Русгидро до RUB 0.70 за акцию и сохранили негативный взгляд. Скорректированная чистая прибыль за 2023 г. составила RUB 71.5 млрд. В случае выплаты 50% дивидендная доходность может оказаться двухзначной. Однако есть риск более низкой выплаты, если менеджмент применит некие корректировки. Наши опасения связаны с резким ростом капзатрат (зафиксирован в 2022 г. и продолжился в 2023 г.). Эти расходы требуют роста долговой нагрузки, что может отвлекать менеджмент от дивидендов.

### Взгляд на компанию

ГЭС – прибыльный основной бизнес. Гидроэлектростанции производят очень дешевую электроэнергию. Дальневосточный блок, который раньше был головной болью в финансовом плане, в 2023 г., после повышения тарифов, также показал очень хорошие результаты. Судя по отчету о прибыли и убытках, ситуация вполне благополучная. Однако рост капзатрат сильно ухудшает общую картину, компания вынуждена увеличивать долговое финансирование. Поэтому у нас пока фундаментально негативный взгляд, несмотря на краткосрочный положительный эффект от возможных дивидендов.

### Драйверы роста

- Существенный рост прибыли в 2023 г. Финансовые результаты по отчету о прибылях и убытках отражают позитивное влияние индексации тарифов в начале 2023 г. Постепенная либерализация цен на Дальнем Востоке может обеспечить некоторый рост в 2024–25 гг., хотя реальное влияние может быть не столь значительным. Повышение тарифов на газ, которое мы ожидаем в середине 2024–25 гг., также позитивно для ГЭС.
- Дивидендная доходность может достичь двухзначной величины. Русгидро сохраняет дивидендную политику – позитивный фактор для инвесторов. Из-за снижения цены акции и роста прибыли в 2023 г. дивидендная доходность может достичь двухзначных значений.

### Ключевые риски

- Большие капзатраты остаются основной проблемой для Русгидро. Мы отмечаем, что компания потратила RUB 192.7 млрд (без НДС) в 2023 г. (согласно денежным потокам по МСФО). Любое снижение этих сумм в 2024 г. или в последующие годы может сэкономить компании миллиарды рублей.

### Основные изменения

**Обновление прогнозов.** Мы обновили ряд финансовых показателей в нашей модели. Мы более оптимистично, чем консенсус, настроены в отношении прибыли Русгидро в 2024–25 гг. В нашей модели мы заложили улучшение финансовых показателей на Дальнем Востоке, хотя низкая прозрачность тарифных решений несет риски, поскольку часть тарифов может быть скорректирована уже в 2024 г.

### Оценка и взгляд

**Негативный взгляд из-за значительных капзатрат.** Мы используем оценку по модели дисконтированных денежных потоков: средневзвешенная стоимость капитала – 17%, темпы роста в постпрогнозный период – 1%. Наша новая целевая цена на 12 месяцев – RUB 0.70 за акцию. Оценка может вырасти, если компании удастся сократить капзатраты. Это представляется маловероятным, поскольку проекты компании важны для инфраструктуры Дальнего Востока, но некоторая оптимизация возможна. В ближайшие годы свободный денежный поток останется под давлением капзатрат.

26 марта 2024 г.

**Русгидро – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2024п |       |        | 2025п |       |        | 2026п |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 582   | 540   | 8%     | 603   | 569   | 6%     | 598   | -     | -     |
| ЕБИТДА                        | 167   | 142   | 18%    | 183   | 154   | 19%    | 174   | -     | -     |
| Чистая прибыль                | 86    | 73    | 17%    | 92    | 78    | 18%    | 83    | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 29%   | 26%   | 0 п.п. | 30%   | 27%   | 3 п.п. | 29%   | -     | -     |
| Рентабельность чистой прибыли | 15%   | 14%   | 1 п.п. | 15%   | 14%   | 1 п.п. | 14%   | -     | -     |

Источники: СПБМТСБ, БКС Мир инвестиций

**Русгидро – изменения ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                       | 582   | 570    | 2%     | 603   | 591    | 2%     | 598   | 598    | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 167   | 167    | 0%     | 183   | 183    | 0%     | 174   | 174    | 0%     |
| Чистая прибыль                | 86    | 84     | 2%     | 92    | 91     | 1%     | 83    | 83     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 29%   | 29%    | 0 п.п. | 30%   | 31%    | 1 п.п. | 29%   | 29%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 15%   | 15%    | 0 п.п. | 15%   | 15%    | 0 п.п. | 14%   | 14%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

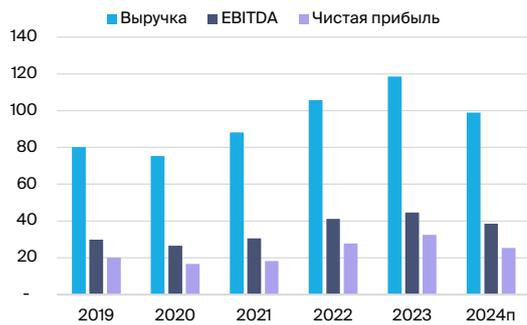
26 марта 2024 г.

## UPRO RX

| Взгляд            |     | Позитивный      |         |
|-------------------|-----|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 2.7 | Рын. кап, \$млн | 1,388   |
| Цена, RUB         | 2.0 | EV, \$млн       | 826     |
| Потенциал         | 34% | ADTV 3м, \$млн  | 4.1     |
| Изб. доходность   | 12% |                 | 23E 24E |
| Free float        | 18% | EV/EBITDA       | 2.0 2.4 |
| Free float, \$млн | 246 | P/E adj.        | 3.9 5.0 |

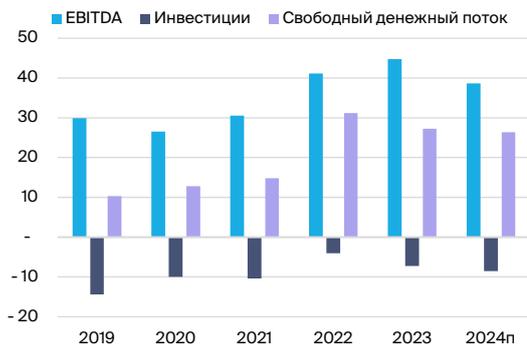
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Юнипро

Сохраняем позитивный взгляд на акции Юнипро с целевой ценой RUB 2.70 за акцию. Чистая прибыль Юнипро в 2023 г. выросла до RUB 35 млрд благодаря процентным доходам и росту выручки от продажи электроэнергии и мощности, EBITDA повысилась на 9% г/г до RUB 44.7 млрд. Чистая денежная позиция на балансе увеличилась на RUB 7 млрд до RUB 52 млрд. Тем не менее история не очень простая – внешнее управление несколько осложнило ситуацию с предсказуемостью и корпоративным управлением.

### Взгляд на компанию

**Фундаментально сильный актив, внешнее управление.** Результаты за 2023 г. по МСФО отразили рост выручки, EBITDA и чистой прибыли. С учетом денежной позиции на балансе процентные доходы стали также важным фактором роста прибыли. Несколько настораживает рост инвестиций до RUB 14.2 млрд с RUB 5.9 млрд и рост расходов на топливо на 18% г/г, хотя отчасти это связано с увеличением выработки г/г. В целом результаты хорошие и существенно выше наших прогнозов, но мы напоминаем про специфическую ситуацию с внешним управлением – перспективы пока расплывчаты. Следим за сигналами по изменению корпоративного статуса и возобновлению выплаты дивидендов, которое пока не просматривается.

### Драйверы роста

- **Рост спроса и спотовых цен.** Действующее регулирование позволяет Юнипро генерировать прибыль благодаря эффективным электростанциям и относительно низким затратам. Индексация тарифов на газ – небольшой позитив для Юнипро, поскольку спотовые цены обычно устанавливаются блоками с более высокими затратами. Капзатраты растут, но остаются ниже операционного денежного потока, что позволяет получать значительный свободный денежный поток.
- **Возврат к дивидендам может стать триггером, но сроков пока нет.** Компания приостановила выплату дивидендов в 2022 г. Ранее она выплачивала дивиденды достаточно регулярно. Смена собственника может привести к возобновлению выплат, но пока признаков этого нет.

### Ключевые риски

- **Ухудшение финансовых показателей, корпоративное управление.** Компания отменила публикацию квартальных результатов по МСФО (показатели за год по МСФО и РСБУ выходят). Будет жаль, если внешнее госуправление приведет к диспропорциональному наращиванию себестоимости и постепенному схлопыванию прибыли, а также ухудшению раскрытия.

### Основные изменения

**Без значительных изменений в модели.** В целом мы подтверждаем, что компания остается прибыльной. Инвестрасходы начали расти, но ситуацию будем оценивать по мере поступления новых данных. Возобновления выплаты дивидендов пока не предвидится – средства копятся на балансе.

### Оценка и взгляд

**Оставляем позитивный взгляд.** Наша оценка по методу дисконтированных денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 2.70 за акцию (средневзвешенная стоимость капитала – 22.1%, темпы роста в постпрогнозный период – 1%). Юнипро нельзя назвать понятной и однозначной историей. Однако с фундаментальной точки зрения мы видим определенную ценность. Длительная заморозка дивидендных выплат требует некоторого дисконта при оценке объема денежных средств (мы их снижаем на 50%). В 2025 г. произойдет снижение финансового результата из-за окончания ДПМ на Березовской ГРЭС, но компания останется прибыльной и сохранит положительный свободный денежный поток.

26 марта 2024 г.

## Юнипро – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2024п |       |         | 2025п |       |        | 2026п |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 99    | 111   | 11%     | 91    | 103   | 11%    | 92    | -     | -     |
| ЕБИТДА                        | 39    | 42    | 9%      | 30    | 30    | 1%     | 30    | -     | -     |
| Чистая прибыль                | 25    | 58    | 56%     | 19    | 31    | 39%    | 19    | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 39%   | 38%   | 1 п.п.  | 33%   | 29%   | 4 п.п. | 32%   | -     | -     |
| Рентабельность чистой прибыли | 26%   | 52%   | 26 п.п. | 21%   | 30%   | 9 п.п. | 21%   | -     | -     |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

## Юнипро – изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   | Новый | Старый | Изм.   |
| Выручка                       | 99    | 99     | 0%     | 91    | 91     | 0%     | 92    | 91     | 1%     |
| ЕБИТДА                        | 39    | 39     | -1%    | 30    | 30     | -1%    | 30    | 30     | 0%     |
| Чистая прибыль                | 25    | 25     | 1%     | 19    | 18     | 5%     | 19    | 18     | 7%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 39%   | 39%    | 0 п.п. | 33%   | 33%    | 0 п.п. | 32%   | 32%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 26%   | 25%    | 1 п.п. | 21%   | 20%    | 1 п.п. | 21%   | 21%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

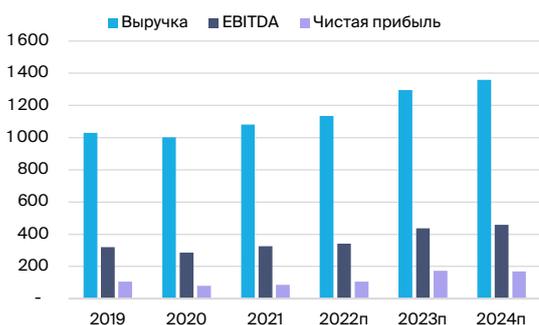
26 марта 2024 г.

## FEES RX

| Взгляд            | Негативный |                 |         |
|-------------------|------------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 0.06       | Рын. кап, \$млн | 2,483   |
| Цена, RUB         | 0.115      | EV, \$млн       | 6,640   |
| Потенциал         | -49%       | ADTV 3м, \$млн  | 2.7     |
| Изб. доходность   | -721%      |                 | 23E 24E |
| Free float        | 18%        | EV/EBITDA       | 1.4 1.4 |
| Free float, \$млн | 447        | P/E adj.        | 1.1 1.2 |

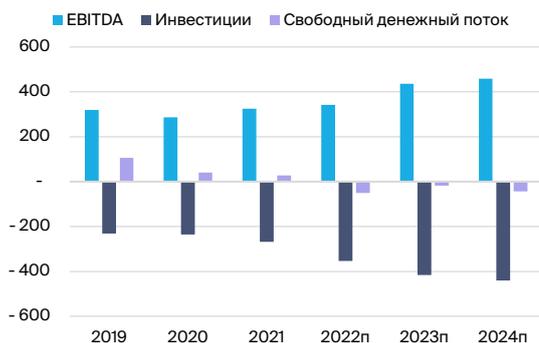
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## ФСК-Россети — изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 1295  | 1295   | 0%     | 1360  | 1360   | 0%     | 1414  | 1414   | 0%     |
| EBITDA                        | 436   | 436    | 0%     | 458   | 458    | 0%     | 467   | 467    | 0%     |
| Чистая прибыль                | 173   | 173    | 0%     | 170   | 170    | 0%     | 175   | 175    | 0%     |
| Рентабельность по EBITDA      | 34%   | 34%    | 0 п.п. | 34%   | 34%    | 0 п.п. | 33%   | 33%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 13%   | 13%    | 0 п.п. | 12%   | 12%    | 0 п.п. | 12%   | 12%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

## ФСК-Россети

Мы сохраняем негативный взгляд на бумаги ФСК-Россети с целевой ценой на 12 месяцев — RUB 0.06 за акцию. По словам гендиректора, инвестиции в 2024 г., скорее всего, превысят рекордный уровень 2023 г. (RUB 528 млрд). Мы недавно увеличили наш прогноз инвестрасходов в 2024 г. с RUB 350 млрд до RUB 440 млрд, что привело к текущей оценке. Мы считаем, что бумага сейчас переоценена.

### Взгляд на компанию

**Энергетическая инфраструктурная компания.** ФСК-Россети владеет и управляет магистральными и распределительными сетями в России. Часть сетей не контролируется холдингом. Тарифы на передачу несколько раз индексировались, что позволило нарастить выручку и прибыль сетей. В феврале сообщалось, что инвестиции в 2024 г. составят RUB 585 млрд — это рост относительно 2023 г. (RUB 528 млрд с НДС) и 2022 г. (RUB 435 млрд). Увеличение инвестрасходов несет риски для миноритариев, поскольку инвестиции в сети не дают окупаемости и рентабельности через тарифы, как в генерации.

### Драйверы роста

- **Повышение тарифов.** ФСК-Россети как естественная монополия сильно зависит от тарифных решений, и рост тарифов позитивно влияет на финансовое положение компании. Мы ожидаем очередной индексации в середине 2024 г.
- **Предпринимательская прибыль, плата за техприсоединение, резерв мощности.** Есть ряд регуляторных решений, которые могут поддержать сети. Оплата резерва мощности — одна из инициатив компании, которая может повысить доходы (на стадии обсуждения, еще не принята).

### Ключевые риски

- **Регулирование, капвложения, корпоративное управление.** Компания зависит от регулирования и решений по тарифам. Инвестпрограмма не имеет экономической окупаемости (в отличие от ДПМ у генкомпаний), в значительной степени эти расходы можно рассматривать как разрушающие акционерную стоимость. С отрицательным свободным денежным потоком мы считаем минимальной вероятностью возобновления выплат дивидендов.

### Основные изменения

**Закладываем рост прибыли в 2023 г.** Наши прогнозы EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. подразумевают существенный рост г/г благодаря индексации тарифов. Мы полагаем, что чистая прибыль в 2023 г. выросла на 64% г/г до RUB 173 млрд. В расчетах СПбМТСБ отсутствует консенсус-прогноз по ФСК-Россети, поэтому мы не можем сравнить наши прогнозы с ожиданиями рынка.

### Оценка и взгляд

**Сохраняем негативный взгляд.** Наша оценка по методу дисконтирования денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 0.06 за акцию (стоимость акционерного капитала — 22.9%, WACC — 19.7%). Мы отмечаем негативные риски: сохранение инвестпрограммы, рост операционных расходов (инфляция издержек) и прочие. Позитивные риски включают оптимизацию инвестпрограммы и возвращение к положительному свободному денежному потоку. На данный момент мы закладываем снижение инвестрасходов в 2025-26 гг. до RUB 290 млрд в год.

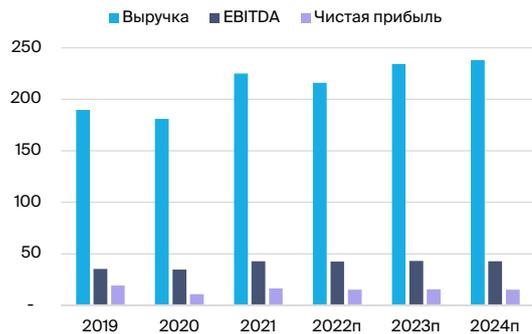
26 марта 2024 г.

## MSNG RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |       |     |
|-------------------|-------------|-----------------|-------|-----|
| Цел. цена, RUB    | 3.9         | Рын. кап, \$млн | 1,474 |     |
| Цена, RUB         | 3.4         | EV, \$млн       | 871   |     |
| Потенциал         | 17%         | ADTV 3м, \$млн  | 1.7   |     |
| Изб. доходность   | -2%         |                 | 23E   | 24E |
| Free float        | 10%         | EV/EBITDA       | 2.5   |     |
| Free float, \$млн | 147         | P/E adj.        | 8.5   | 8.8 |

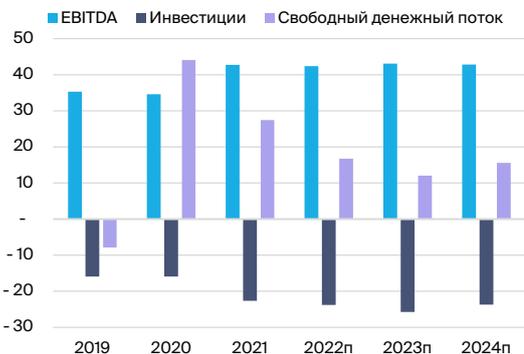
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Мосэнерго

Мы понижаем взгляд по Мосэнерго до нейтрального и целевую цену на 12 месяцев до RUB 3.90 за акцию. Мосэнерго опубликовала хорошие результаты за 4К23 по РСБУ с ростом чистой прибыли на 59% г/г. По итогам года чистая прибыль составила RUB 19.3 млрд, снизившись на 7% г/г из-за слабого начала года. Наш взгляд поменялся на нейтральный из-за того, что инвестрасходы не уменьшаются, как мы ожидали.

### Взгляд на компанию

Крупнейший производитель электроэнергии и тепла в Московском регионе. У Мосэнерго довольно высокая эффективность газовых ТЭЦ. Основа стоимости – продажи электроэнергии/мощностей, но выручка от теплоснабжения выступает как дополнительный источник и при сочетании производства тепловой и электрической энергии обеспечивает Мосэнерго достаточно хорошую эффективность. Компания ежегодно выплачивает дивиденды в размере примерно 50% чистой прибыли по РСБУ. К рискам относятся регулирование и спрос, хотя спрос относительно стабилен.

### Драйверы роста

- **Контроль цен и издержек.** Спотовые цены и тарифы на мощность – основа для выручки и рентабельности компании. Мы индексируем спот с учетом ожидаемых повышений тарифов на газ и постепенно повышаем будущие тарифы на мощности. На трех станциях подойдет к концу сроки ДПМ, но в отличие от ОГК-2 это не так существенно повлияет на денежные потоки.
- **Ежегодный дивиденд, следующая выплата в середине лета 2024 г.** Если дивиденды будут выплачены с коэффициентом 50% чистой прибыли, они могут составить RUB 0.24 на акцию с доходностью 7.2%. Впрочем, нельзя исключать и корректировок, причем не только вниз, но и вверх (из-за резервов). В лучшем случае дивдоходность может подрасти до 8%.

### Ключевые риски

- **Спрос, инвестиции и регулирование.** Компания столкнулась со слабой выработкой тепловой энергии в 1П23, что привело к снижению экономической эффективности. Однако в 4К23 выработка подросла. Мосэнерго наиболее эффективно работает при сочетании производства тепловой и электрической энергии. Капзатраты – один из основных рисков для финансовых показателей. Мы повысили наши прогнозы по инвестрасходам на ближайшие годы. Регулирование и корпоративное управление также несут значительные риски.

### Основные изменения

**Прогнозы по капзатратам повышены.** Мы подняли прогнозы по расходам, что ухудшило наши ожидания по свободному денежному потоку Мосэнерго в ближайшие годы. В более отдаленной перспективе ситуация может поменяться, но пока наша оценка снижена.

### Оценка и взгляд

**Взгляд снижен до нейтрального.** Наша целевая цена по модели дисконтирования денежных потоков – RUB 3.90 за акцию. Мы закладываем средневзвешенную стоимость капитала 19.3%, стоимость акционерного капитала 19.3% и рост в постпрогнозный период 1%. У компании было RUB 42 млрд на балансе и еще RUB 13.5 млрд, которые могут быть учтены как долгосрочные финансовые вложения (займы). В октябре прошлого года компания внесла RUB 7.5 млрд в другую компанию, поэтому есть риски, что средства на балансе будут распределены в виде дивидендов акционерам.

26 марта 2024 г.

**Мосэнерго – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 234   | 245   | 4%     | 238   | 249   | 5%     | 241   | 254   | 5%     |
| ЕБИТДА                        | 43    | 41    | 6%     | 43    | 38    | 12%    | 42    | 38    | 10%    |
| Чистая прибыль                | 16    | 12    | 30%    | 15    | 10    | 52%    | 14    | 11    | 29%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 18%   | 17%   | 1 п.п. | 18%   | 15%   | 3 п.п. | 17%   | 15%   | 2 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 7%    | 5%    | 2 п.п. | 6%    | 4%    | 2 п.п. | 6%    | 4%    | 2 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

**Мосэнерго – изменения ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 234   | 234    | 0%     | 238   | 236    | 1%     | 241   | 239    | 1%     |
| ЕБИТДА                        | 43    | 43     | 0%     | 43    | 41     | 5%     | 42    | 40     | 5%     |
| Чистая прибыль                | 16    | 16     | -2%    | 15    | 14     | 8%     | 14    | 13     | 10%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 18%   | 18%    | 0 п.п. | 18%   | 17%    | 1 п.п. | 17%   | 17%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 7%    | 7%     | 0 п.п. | 6%    | 6%     | 0 п.п. | 6%    | 5%     | 1 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## ОГКВ RX

| Взгляд            |      | Негативный      |         |
|-------------------|------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 0.16 | Рын. кап, \$млн | 658     |
| Цена, RUB         | 0.55 | EV, \$млн       | 856     |
| Потенциал         | -70% | ADTV 3м, \$млн  | 1.3     |
| Изб. доходность   | -92% |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 19%  | EV/EBITDA       | 2.0 2.4 |
| Free float, \$млн | 125  | P/E adj.        | 2.8 3.7 |

Данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

## ОГК-2

Мы снижаем целевую цену на 12 месяцев для ОГК-2 до RUB 0.16 и сохраняем негативный взгляд. Причина низкой оценки – окончание срока действия ДПМ в конце 2024 г. Мы полагаем, что компанию ждет снижение выручки на RUB 27 млрд (и падение EBITDA). В 2025 г. будет сильный шок, поскольку ОГК-2 лишится от 70% EBITDA. До 2025 г. (в 2023–24 гг.) мы ждем достаточно хорошую прибыль. Дивиденды в следующие два года также могут сохраниться. Риски – регуляторные (изменение правил и цен на рынке электроэнергетики и мощности), а также корпоративное управление.

## Взгляд на компанию

Негативный взгляд из-за падения выручки в 2025 г. ОГК-2 ранее опубликовала результаты за 4К23 и 2023 г. по РСБУ. Консолидированные цифры по МСФО пока не раскрыты. Компания платит до 50% чистой прибыли по РСБУ или МСФО, но корректировки несколько усложняют расчет (в прошлом году компания выплатила 53% чистой прибыли по РСБУ). Выплата 50% от чистой прибыли в RUB 9.9 млрд даст дивидендную доходность 8%.

## Драйверы роста

- **Повышение цен, сокращение операционных издержек и капзатрат.** Любое восстановление на рынке (в части цен и объемов) позитивно для ОГК-2. Другим благоприятным изменением может быть экономия на операционных издержках. Капзатраты не слишком большие, но их оптимизация тоже пошла бы на пользу.
- **Дивиденды.** Принимая во внимание прибыль за 2023 г. можно делать некие предположения по дивидендам. Так, чистая прибыль по РСБУ составила RUB 9.9 млрд (в 4К23 предполагается убыток). При выплате 50% от чистой прибыли по РСБУ (то есть RUB 5 млрд) без эффекта размытия можно получить дивидендную доходность около 8%. Впрочем дивиденды после 2025 г. остаются под вопросом.

## Ключевые риски

- **Корпоративное управление, рост капзатрат, регулирование и цены.** Рост тарифов на мощность выше наших оценок был бы позитивен. Благоприятная динамика спотовых цен также может привести к более высокой прибыли. Если менеджмент сильно снизит операционные расходы (и капзатраты) до или после сокращения доходов по ДПМ, это может улучшить финансовые показатели ОГК-2 в 2025 г. и далее, а также сгладить снижение свободного денежного потока. Вероятность роста капзатрат, на наш взгляд, незначительна, но полностью ее исключить нельзя. Слияния и поглощения также могут нести риски корпоративного управления.

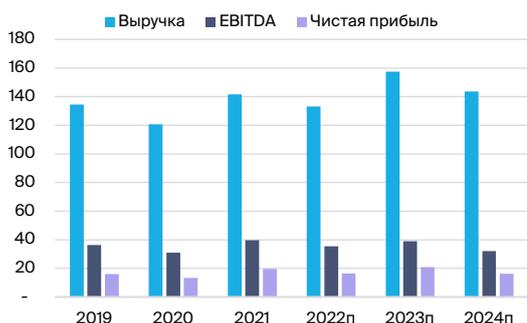
## Основные изменения

**Прогнозы без изменений.** Обращаем внимание, что консенсус-прогноз на 2024–25 гг. выше наших оценок. Хотя консенсус также предполагает резкое падение прибыли в 2025 г. Мы ждем результатов допэмиссии, которая может привести к размытию долей миноритарных акционеров.

## Оценка и взгляд

**Подтверждаем негативный взгляд.** Для оценки ОГК-2 мы используем метод дисконтирования дивидендных потоков: стоимость акционерного капитала 21.3%. Целевая цена на 12 месяцев – RUB 0.16/акц. Бизнес ОГК-2 подвержен рискам из-за окончания срока действия ДПМ в конце 2024 г. Также есть риск размытия в результате допэмиссии. Дивиденды за 2023 г. вполне вероятны. Дивиденды за 2024 г. тоже возможны, но результаты за 2025 г. уже будут отрицательными. Дивидендная история может закончиться, если менеджмент не предпримет каких-то экстраординарных мер для сокращения издержек.

## Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

## Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## ОГК-2 – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 158   | 161   | 2%     | 144   | 158   | 9%     | 119   | 131   | 9%     |
| ЕБИТДА                        | 39    | 40    | 3%     | 32    | 37    | 14%    | 6     | 11    | 47%    |
| Чистая прибыль                | 21    | 22    | 5%     | 16    | 21    | 21%    | -4    | -1    | 207%   |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 25%   | 25%   | 0 п.п. | 22%   | 24%   | 2 п.п. | 5%    | 9%    | 4 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 13%   | 14%   | 1 п.п. | 11%   | 13%   | 2 п.п. | -4%   | -1%   | 3 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

## ОГК-2 – изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 158   | 158    | 0%     | 144   | 144    | 0%     | 119   | 119    | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 39    | 39     | 0%     | 32    | 35     | -8%    | 6     | 9      | -34%   |
| Чистая прибыль                | 21    | 21     | 0%     | 16    | 17     | -5%    | -4    | -4     | 7%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 25%   | 25%    | 0 п.п. | 22%   | 24%    | 2 п.п. | 5%    | 8%     | 3 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 13%   | 13%    | 0 п.п. | 11%   | 12%    | 1 п.п. | -4%   | -3%    | 1 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

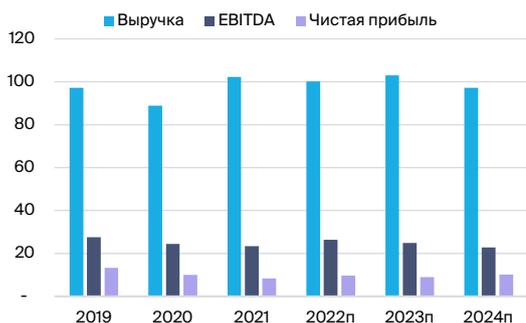
26 марта 2024 г.

## ТГКА RX

| Взгляд            |        | Нейтральный     |         |
|-------------------|--------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 0.012  | Рын. кап, \$млн | 385     |
| Цена, RUB         | 0.0094 | EV, \$млн       | 480     |
| Потенциал         | 30%    | ADTV 3м, \$млн  | 1.5     |
| Изб. доходность   | 8%     |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 19%    | EV/EBITDA       | 1.8 1.9 |
| Free float, \$млн | 72     | P/E adj.        | 3.9 3.5 |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

### Динамика ЕБИТДА, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источник: БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## ТГК-1

Мы сохраняем нейтральный взгляд на ТГК-1 и целевую цену на 12 месяцев на уровне RUB 0.012 за акцию. Наша оценка сильно зависит от будущих цен на электроэнергию, тарифов на тепло, расходов, капзатрат и других факторов. Подчеркиваем отсутствие дивидендов на данном этапе.

### Взгляд на компанию

**Бумага оценена справедливо.** ТГК-1 – важный поставщик тепла и электроэнергии для Санкт-Петербурга, Ленинградской области, также имеет станции в Карелии и Мурманской области. В целом компания устойчива (благодаря специфике сектора), тарифы и цены позволяют ей зарабатывать. После полутора лет молчания во 2П23 возобновилась публикация отчетности по МСФО. Финансовые результаты за 9М23 были чуть ниже г/г, хотя 3К23 был неплохим. Производственные результаты за 4К23 оказались хорошими и по выработке тепла (+5%) и по электроэнергии (+15%).

### Драйверы роста

- **Возобновление выплаты дивидендов.** Отсутствие дивидендов несколько «смазывает» впечатление, поскольку миноритарии пока не могут извлечь выгоду из прибыли компании. Вопрос с дивидендами, вероятно, связан с тем, что среди акционеров ТГК-1 – финский концерн Fortum. Решение по этому вопросу, по всей видимости, пока не принято, поэтому неизвестно, когда может произойти разблокировка дивидендов.
- **Регулирование и цены.** Рост спроса на электроэнергию может поддержать цены, что благоприятно скажется на ТГК-1. Цены на мощность в большей степени зависят от решений регулирующих органов.

### Ключевые риски

- **Свободный денежный поток под давлением капзатрат.** ТГК-1 в 2022 г. перестала выплачивать дивиденды, и средства могли пойти на капзатраты и погашение долга. На данный момент у компании чистый долг около RUB 10 млрд (данные за 3К23 по МСФО). Мы ожидаем, что капзатраты составят около RUB 17 млрд в год. Если в этом году и далее они окажутся выше, это может лишить нашу модель дисконтированных денежных потоков части стоимости. ТГК-1 генерирует свободный денежный поток, но из-за относительно высоких капзатрат он ниже, чем мог бы быть.

### Основные изменения

**Прогнозы без изменений.** Мы оставляем наши прогнозы без изменений. Обращаем внимание, что консенсус-прогноз немного ниже наших оценок.

### Оценка и взгляд

**Нейтральный взгляд.** Наша оценка по методу дисконтирования денежных потоков дает целевую цену на 12 месяцев в RUB 0.012 за акцию (стоимость акционерного капитала – 22.1%, WACC – 19.3%). Мы отмечаем негативные риски: инвестрасходы, неблагоприятные регуляторные изменения, цены РСВ и КОМ (впрочем, цены пока вполне комфортные). Потенциальный позитив – улучшение корпоративного управления и разблокировка выплаты дивидендов, а также снижение капзатрат (гипотетически возможно).

26 марта 2024 г.

## ТГК-1 – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 103   | 105   | 2%     | 97    | 103   | 6%     | 101   | 107   | 5%     |
| ЕБИТДА                        | 25    | 21    | 16%    | 23    | 20    | 16%    | 23    | 22    | 6%     |
| Чистая прибыль                | 9     | 7     | 31%    | 10    | 8     | 34%    | 10    | 9     | 12%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 24%   | 20%   | 4 п.п. | 24%   | 19%   | 5 п.п. | 22%   | 20%   | 2 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 9%    | 7%    | 2 п.п. | 10%   | 7%    | 3 п.п. | 10%   | 8%    | 2 п.п. |

Источники: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

## ТГК-1 – изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 103   | 103    | 0%     | 97    | 97     | 0%     | 101   | 101    | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 25    | 25     | 0%     | 23    | 23     | 0%     | 23    | 23     | 0%     |
| Чистая прибыль                | 9     | 9      | 0%     | 10    | 10     | 0%     | 10    | 10     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 24%   | 24%    | 0 п.п. | 24%   | 24%    | 0 п.п. | 22%   | 22%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 9%    | 9%     | 0 п.п. | 10%   | 10%    | 0 п.п. | 10%   | 10%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Транспорт

Взгляд на сектор

Нейтральный

Средний потенциал роста 21%

Фавориты Совкомфлот

### Динамика акций индекса транспорта МосБиржи против индекса МосБиржи



Данные на 22 марта  
Источники: МосБиржа, БКС Мир инвестиций

### Улучшаем взгляд на Аэрофлот и Совкомфлот

Мы поднимаем целевую цену по бумагам Аэрофлота на 21% до RUB 47 за акцию, а взгляд меняем на нейтральный с негативного. Аэрофлот выигрывает от существенного роста средних ставок, который произошел в 4К23, и радуется ежемесячной операционной статистикой по полетам и пассажирам. Компания также возобновила публикацию отчетности и показала хороший рост среднего чека в 2023 г. В этих условиях уже в 2024 г. компания может вернуться к годовой прибыли, хотя неопределенность остается выраженной. Аэрофлот может столкнуться с рядом проблем (топливо, лизинговые ставки, дальнейшие тренды среднего чека).

Мы также меняем взгляд на Совкомфлот на позитивный с нейтрального с повышением целевой ценой на 12 месяцев до RUB 180 за акцию. Совкомфлот выигрывает от высоких ставок фрахта на российскую нефть и нефтепродукты (а также прогнозируемого ослабления рубля). Ставки на транспортировку указаны в долларах, поэтому относительно слабый рубль помогает рублевой прибыли (и оценке). Вместе с тем статистика по ж/д грузообороту не впечатляет. Ставки аренды полувагонов снижаются три месяца подряд (хотя и незначительно), но остаются на вполне высоких уровнях – чуть ниже RUB 2800/полувагон/сутки. Мы ожидаем, что ставки могут еще немного снизиться в 2024–25 гг. Для Совкомфлота ключевой фактор – будущие ставки фрахта и последствия новых санкций.

Целевая цена по бумагам Globaltrans снижена до RUB 500 за расписку, негативный взгляд сохраняется. В центре внимания инвесторов – возможности компании по возобновлению выплаты дивидендов.

Транспортные компании под нашим покрытием представлены на трех разных рынках (транспортировка нефти, грузовые железнодорожные перевозки и пассажирские авиаперевозки). Степень неопределенности остается высокой.

### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|             | Взгляд      |             | Цел. цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       | P/E      |       |       |          |
|-------------|-------------|-------------|----------------|--------|--------|------------|------------|-----------|-------|----------|-------|-------|----------|
|             | Новый       | Старый      | Новая          | Старая |        |            |            | 2023      | 2024г | Цель '24 | 2023  | 2024г | Цель '24 |
| Совкомфлот  | Позитивный  | Нейтральный | 180            | 160    | 13%    | 40%        | 19%        | 2.8       | 2.6   | 3.0      | 3.7   | 3.9   | 4.5      |
| Globaltrans | Негативный  | Негативный  | 500            | 610    | -18%   | -26%       | -47%       | 2.7       | 3.0   | 2.2      | 4.4   | 5.0   | 3.7      |
| Аэрофлот    | Нейтральный | Негативный  | 47             | 39     | 21%    | 18%        | -4%        | 0.5       | 0.5   | 0.6      | -45.3 | 17.5  | 20.7     |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала; данные на 22 марта  
Источники: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

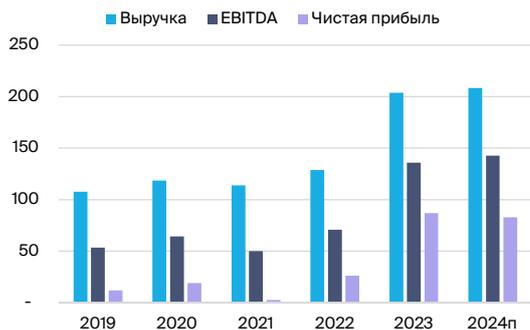
## FLOT RX

| Взгляд            |     | Позитивный      |         |
|-------------------|-----|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 180 | Рын. кап, \$млн | 3,274   |
| Цена, RUB         | 129 | EV, \$млн       | 3,666   |
| Потенциал         | 40% | ADTV 3м, \$млн  | 11.6    |
| Изб. доходность   | 19% |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 15% | EV/EBITDA       | 2.8 2.6 |
| Free float, \$млн | 491 | P/E adj.        | 3.7 3.9 |

Данные на 22 марта

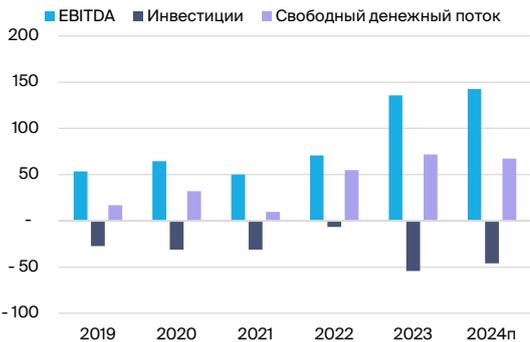
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



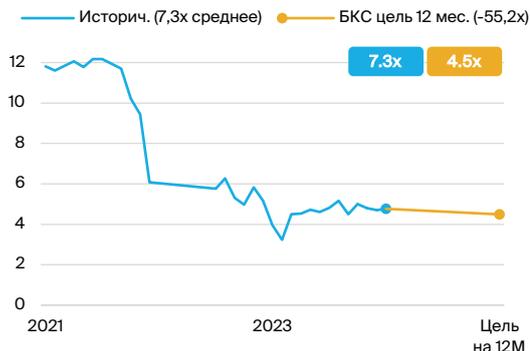
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир Инвестиций

## Совкомфлот

Мы повышаем целевую цену на 12 месяцев на 13% до RUB 180 за акцию и меняем взгляд с нейтрального на позитивный. Результаты за 2023 г. близки к нашим прогнозам, но из-за разовых факторов прибыль оказалась хуже наших ожиданий. Относительно слабый рубль поддерживает нашу рублевую оценку: ставки фрахта номинированы в долларах США, следовательно слабый рубль позитивен для рублевых доходов Совкомфлота (и потенциальных дивидендов). Основной риск – дальнейшая динамика ставок (в будущем могут упасть) и санкционные риски.

### Взгляд на компанию

Традиционный и индустриальный сегменты. Флот компании составляет 115 судов. Компания разделяет их на индустриальный (шельфовые проекты и танкеры для перевозки СПГ) и традиционный сегменты (транспортировка нефти и нефтепродуктов). Высокие ставки способствовали росту доходов в традиционном сегменте. Изменившаяся морская логистика транспортировки нефти (более дальние перевозки российской нефти в Индию и Китай), санкции и прочие факторы пока удерживают ставки на высоком уровне. Ставки в индустриальном сегменте более стабильные, поскольку соглашения носят долгосрочный характер и распространяются на флот танкеров ледового класса, ледокольных судов и СПГ-газовозов.

### Драйверы роста

- Динамика ставок фрахта, прибыль и дивиденды. Совкомфлот отдельно раскрыл чистую прибыль за 2023 г., скорректированную в соответствии с распоряжением правительства, в размере RUB 83.6 млрд. Если дивиденды будут выплачены из RUB 83.6 млрд, то следует ждать еще около RUB 11.3 на акцию с доходностью 8%. Прибыль в 2023 г., по нашим расчетам, могла вырасти втрое г/г при росте EBITDA примерно в два раза (предыдущий период не раскрыт, ранее компания раскрывала результаты за 2022 г. по МСФО в пресс-релизе). Санкции против российской нефтяной отрасли, вероятно, сохранятся, что может удерживать ставки на повышенном уровне еще долгое время.

### Ключевые риски

- Отмена санкций в нефтяной отрасли, укрепление рубля. В прошлом ставки были гораздо более низкими, поэтому изменения в геополитическом раскладе могут снизить ставки и доходы. Однако на данном этапе это гипотетические риски. Укрепление рубля также может способствовать снижению рублевых доходов (и дивидендов).

### Основные изменения

Наши прогнозы выше консенсуса. Мы обновили прогноз чистого долга, учли последние опубликованные цифры за 2023 г. и ожидания более слабого рубля в 2024-25 гг. Прогнозы по самим ставкам пока не меняем: наиболее волатильны ставки в традиционном сегменте (перевозка нефти и нефтепродуктов). Напомним, международные индексы, отслеживающие ставки в тайм-чартерном эквиваленте для соответствующих классов танкеров (типа «Афрамекс»), не отражают премию за «российские санкции».

### Оценка и взгляд

Позитивный взгляд с целевой ценой RUB 180. Наша оценка основывается на подходе дисконтирования денежных потоков и учитывает WACC 20.1%, стоимость акционерного капитала 21.2%, рост в постпрогнозный период 2%. Бизнес компании в значительной степени представлен в долларах США, поэтому курс рубля влияет на рублевую выручку и прибыль. Риск снижения ставок может реализоваться, если больше танкеров начнут перевозить российскую нефть/нефтепродукты, так как высокие ставки могут привлечь предложение судов. Ужесточение санкций может привести к повышению ставок, что, возможно, поддержит Совкомфлот, в то время как ослабление ограничений, напротив, приведет к снижению доходов.

26 марта 2024 г.

## Совкомфлот – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2024п |       |        | 2025п |       |        | 2026п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 209   | 168   | 24%    | 226   | 164   | 38%    | 221   | 200   | 10%    |
| ЕБИТДА                        | 143   | 122   | 17%    | 158   | 119   | 34%    | 152   | 135   | 13%    |
| Чистая прибыль                | 83    | 66    | 26%    | 95    | 68    | 39%    | 88    | 70    | 27%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 68%   | 73%   | 5 п.п. | 70%   | 72%   | 2 п.п. | 69%   | 68%   | 1 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 40%   | 39%   | 1 п.п. | 42%   | 41%   | 1 п.п. | 40%   | 35%   | 5 п.п. |

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

## Совкомфлот – изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 204   | 198    | 3%     | 209   | 205    | 2%     | 226   | 226    | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 136   | 134    | 1%     | 143   | 141    | 1%     | 158   | 158    | 0%     |
| Чистая прибыль                | 87    | 71     | 22%    | 83    | 75     | 11%    | 95    | 95     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 67%   | 68%    | 1 п.п. | 68%   | 69%    | 1 п.п. | 70%   | 70%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 43%   | 36%    | 7 п.п. | 40%   | 37%    | 3 п.п. | 42%   | 42%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

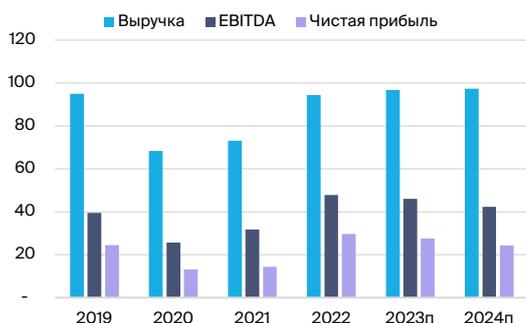
## GLTR RX

| Взгляд            |      | Негативный      |         |
|-------------------|------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 500  | Рын. кап, \$млн | 1,318   |
| Цена, RUB         | 681  | EV, \$млн       | 1,239   |
| Потенциал         | -26% | ADTV 3м, \$млн  | 3.7     |
| Изб. доходность   | -47% |                 | 23E 24E |
| Free float        | 57%  | EV/EBITDA       | 2.7 3.0 |
| Free float, \$млн | 753  | P/E adj.        | 4.4 5.0 |

Данные на 22 марта

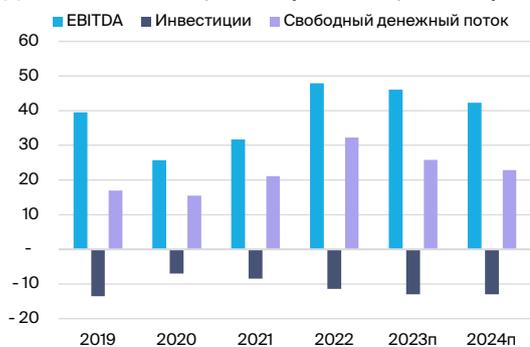
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир Инвестиций

## Globaltrans

Мы снижаем целевую цену на 12 месяцев по акциям Globaltrans на 18% до RUB 500/ГДР и подтверждаем негативный взгляд. Статистика РЖД фиксирует снижение грузооборота и погрузки в январе-феврале г/г. Кроме того, согласно индексу Rail Commerce, ставки аренды в январе-марте начали постепенно снижаться. Наша сдержанная оценка и негативный взгляд основаны на возможной коррекции ставок и росте капзатрат.

### Взгляд на компанию

**Globaltrans – рынок ж/д перевозок, смена собственников, дивиденды.** Помимо фундаментальной конъюнктуры на рынке перевозок, мы обращаем внимание на смену собственников и отсутствие дивидендов уже в течение длительного времени (пока сигналов к их возобновлению нет). Мы пока аккуратны в своих оценках. Парк компании включает полувагоны (45.7 тыс., или 69% от общего количества) и цистерны (порядка 19 тыс.). Globaltrans намекает на большие списания вагонов в 2025-27 гг. Следовательно, компания может перейти от положительного свободного денежного потока к отрицательному (если будут пропорциональные покупки вагонов) в 2025 г.

### Драйверы роста

- **Динамика грузоперевозок, ставки аренды и дивиденды.** Мы считаем, что улучшение ставок аренды и прояснение ситуации с дивидендами (возобновление выплат или планы по выплатам) могут существенно поддержать котировки.

### Ключевые риски

- **Инвестиции и списания полувагонов.** Помимо ставок аренды (которые достаточно волатильны), мы обращаем внимание, что оценка и денежные потоки будут зависеть от инвестиций и ожидаемых списаний полувагонов в 2025-27 гг. Следовательно, компания может столкнуться с падением свободного денежного потока (если будут пропорциональные покупки вагонов) на горизонте 2025 г. или даже ранее.

### Основные изменения

Прогноз чистой прибыли на 2023 г. на уровне консенсуса, оценки на 2024-25 гг. уступают. Отличие наших прогнозов от консенсуса на 2024-25 гг. может объясняться разными взглядами на дальнейшие ставки аренды (мы ждем стабильной динамики в 2024 г. и снижения в 2025 г. г/г, а рынок, вероятно, считает иначе). Сейчас мы следим за спотовыми ставками аренды на полувагоны по индексу Rail Commerce, а также смотрим на объемы грузоперевозок в ежемесячных пресс-релизах РЖД.

### Оценка и взгляд

**Негативный взгляд с целевой ценой RUB 500 за ГДР.** Оценка Globaltrans рассчитана по методу дисконтирования денежных потоков: средневзвешенная стоимость капитала – 20.6%, стоимость акционерного капитала – 21.7%, рост в постпрогнозный период – 2%. Индекс ставок на полувагоны начал немного снижаться в начале этого года. Несмотря на относительно высокие ставки, пока прогресса с выплатой дивидендов нет (произошла смена собственников, завершился переезд в Дубай). Повышение ставок, удержание (и рост) положительного свободного денежного потока, решение по дивидендам могут улучшить оценку.

26 марта 2024 г.

## Globaltrans – прогнозы БКС против консенсуса

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 97    | 87    | 11%    | 97    | 89    | 10%    | 96    | 85    | 14%    |
| ЕБИТДА                        | 46    | 47    | 2%     | 42    | 46    | 7%     | 38    | 40    | 5%     |
| Чистая прибыль                | 28    | 29    | 4%     | 24    | 27    | 9%     | 21    | 25    | 16%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 48%   | 54%   | 6 п.п. | 43%   | 51%   | 8 п.п. | 40%   | 47%   | 7 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 29%   | 33%   | 4 п.п. | 25%   | 30%   | 5 п.п. | 21%   | 29%   | 8 п.п. |

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

## Globaltrans – изменения ключевых прогнозов

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 97    | 97     | 0%     | 97    | 97     | 0%     | 96    | 96     | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 46    | 46     | 0%     | 42    | 42     | 0%     | 38    | 38     | 0%     |
| Чистая прибыль                | 28    | 28     | 0%     | 24    | 24     | 0%     | 21    | 21     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 48%   | 48%    | 0 п.п. | 43%   | 43%    | 0 п.п. | 40%   | 40%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 29%   | 29%    | 0 п.п. | 25%   | 25%    | 0 п.п. | 21%   | 21%    | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## AFLT RX

| Взгляд            | Нейтральный |                 |           |
|-------------------|-------------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 47          | Рын. кап, \$млн | 1,715     |
| Цена, RUB         | 40          | EV, \$млн       | 1,577     |
| Потенциал         | 18%         | ADTV 3м, \$млн  | 5.2       |
| Изб. доходность   | -4%         |                 | 23E 24E   |
| Free float        | 25%         | EV/EBITDA       | 0.5 0.5   |
| Free float, \$млн | 429         | P/E adj.        | neg. 17.5 |

Источник: БКС Мир инвестиций

## Аэрофлот

Мы меняем наш взгляд по Аэрофлоту на нейтральный с негативного. Новая целевая цена – RUB 47 за акцию. Результаты за 4К23 по МСФО приятно удивили: рост ставок позволил показать скорректированную чистую прибыль за квартал в размере RUB 17.4 млрд (мы прогнозировали убыток RUB 5 млрд). Несмотря на то, что компания все-таки закончила год с убытком, сильный 4К23 дает надежду, что 2024 г. будет существенно лучше наших предыдущих оценок и окажется прибыльным.

### Взгляд на компанию

**Аэрофлот – национальный перевозчик.** Аэрофлот показывает улучшение финансового состояния и может выйти на безубыточный уровень в 2024 г. Мы считаем, что хорошие результаты в первую очередь обусловлены ростом средней ставки (среднего билета) до RUB 5.1/пассажира-километр в 4К23. Такой высокий уровень позволяет Аэрофлоту зарабатывать на своих рейсах (средний чек на внутренних рейсах ниже, чем на международных). Способность Аэрофлота удерживать этот высокий уровень среднего чека – залог выхода на положительные значения по чистой прибыли за 2024 г.

### Драйверы роста

- **Рост спроса = рост потока и оборота = поддержка для цен.** Компания фиксирует восстановление пассажиропотока и пассажирооборота. Самый главный момент – рост среднего чека (до RUB 5.1 в 4К23 против RUB 4.6 в 3К23). Для выручки также важен пассажирооборот, который в 4К23 вырос на 33% г/г. Гипотетически есть риск внимания регуляторов к внутренним ценам на авиабилеты, но мы исходим из того, что цены не будут существенно снижаться.

### Ключевые риски

- **Технические проблемы, геополитика, спрос и цены.** Аэрофлот в целом справился с серьезными внешними шоками 2020-22 гг. Мы считаем, что теперь основные вызовы – умение перекладывать растущие издержки (топливные и прочие) в конечную цену авиабилета. Большой нагрузкой будет постепенная интеграция и предполагаемый переход на российскую авиатехнику, поддержание существующего авиафлота, его летной годности.

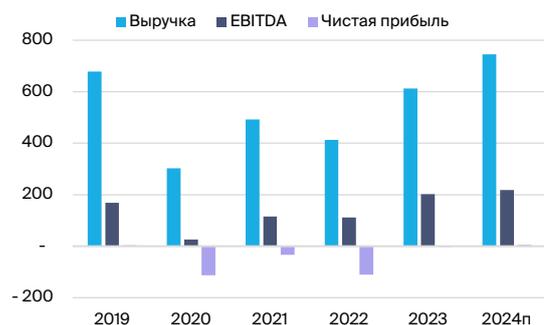
### Основные изменения

**Основные изменения в нашей модели – более высокие ставки.** Мы считаем, что бизнес Аэрофлота восстанавливается, и прогноз становится более позитивным. Помимо более высокой ставки, мы повысили наши прогнозы по капзатратам, поскольку расходы на обслуживание судов и закупку оборудования будут расти.

### Оценка и взгляд

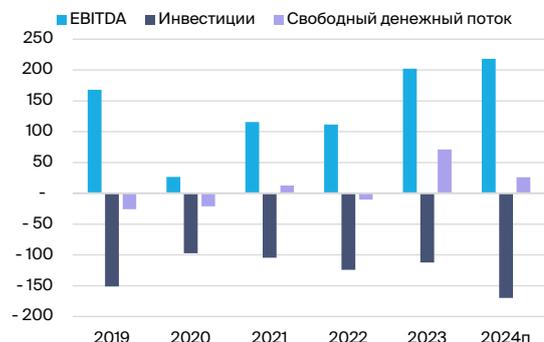
**Целевая цена – RUB 47, нейтральный взгляд.** Мы оцениваем Аэрофлот по методу дисконтирования денежных потоков (средневзвешенная стоимость акционерного капитала – 20.3%, стоимость акционерного капитала – 22.7%, темпы роста в постпрогнозный период – 2%). Мы считаем результаты за 4К23 хорошими, но у компании есть ряд вызовов, в частности, поддержание флота в работоспособном состоянии. При слабом рубле лизинговые платежи также могут нести сложности для компании, хотя предпринимаются большие усилия по переводу ряда обязательств в российскую юрисдикцию и рублевые цены.

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика ЕБИТДА, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источники: БКС Мир Инвестиций

26 марта 2024 г.

**Аэрофлот – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2024п |       |        | 2025п |       |        | 2026п |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл. |
| Выручка                       | 746   | 640   | 16%    | 781   | 673   | 16%    | 797   | -     | -     |
| ЕБИТДА                        | 218   | 149   | 46%    | 237   | 158   | 50%    | 235   | -     | -     |
| Чистая прибыль                | 5     | -26   | 121%   | 18    | -16   | 212%   | 16    | -     | -     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 29%   | 23%   | 6 п.п. | 30%   | 23%   | 8 п.п. | 29%   | -     | -     |
| Рентабельность чистой прибыли | 1%    | -4%   | 5 п.п. | 2%    | -2%   | 7 п.п. | 2%    | -     | -     |

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

**Аэрофлот – изменения ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2024п |        |        | 2025п |        |        | 2026п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 746   | 618    | 21%    | 781   | 641    | 22%    | 797   | 797    | 0%     |
| ЕБИТДА                        | 218   | 143    | 53%    | 237   | 153    | 55%    | 235   | 235    | 0%     |
| Чистая прибыль                | 5     | -44    | -      | 18    | -37    | -      | 16    | 16     | 0%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 29%   | 23%    | 6 п.п. | 30%   | 24%    | 3 п.п. | 29%   | 29%    | 0 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 1%    | -      | -      | 2%    | -      | -      | 2%    | 2%     | 0 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Удобрения

### Более слабый рубль поднимает оценку

#### Взгляд на сектор

Позитивный

Средний потенциал роста 34%

Фавориты Фосагро

Мы сохраняем позитивный взгляд по Фосагро и поднимаем целевую цену. Обращаем внимание на несколько фундаментальных факторов. Цены на фосфорные удобрения остаются выше средних за несколько лет значений. В 3К23 цены поднялись, и основной вопрос заключается в том, куда они пойдут дальше. Кроме того, наши прогнозы по рублю несколько снизились, что поддержало оценку.

Для Фосагро 3К23 был в целом неплохим с точки зрения финансовых показателей благодаря ослаблению рубля. Компания вновь рекомендовала дивиденды (за 2К23 и 3К23) в размере 100% свободного денежного потока. Однако введение экспортных пошлин приводит к росту обязательств и давлению на прибыль и дивиденды до конца 2024 г. Новая экспортная пошлина в размере 10% действует с 1 октября 2023 г. и до конца 2024 г. (при курсе выше RUB 80/\$).

Ежегодно Фосагро производит и продает около 8 млн т фосфорных и 2.5 млн т азотных удобрений, при этом большая часть объемов идет на экспорт. Важнейшая переменная – способность беспрепятственно экспортировать объемы, поскольку санкции, локдауны и логистические сбои могут существенно повлиять на бизнес-модель и выручку Фосагро.

В более долгосрочной перспективе ценообразование остается ключевым фактором, так как по историческим меркам текущие уровни цен на фосфаты (DAP/MAP чуть выше \$500/т) остаются выше многолетних средних уровней, хотя и значительно скорректировались с начала года. Если цены вдруг заметно снизятся, наши среднесрочные прогнозы могут сильно упасть, что повлияет на оценку.

Локальные цены практически аналогичны экспортным, поэтому мы закладываем одну цену в нашу модель. Объемы меняются не сильно (хотя некоторые изменения есть). Следовательно, ключевая переменная – это цена. В 2021-23 гг. цены сильно менялись, двигаясь то вверх, то вниз.

Активы Фосагро включают добывающее предприятие в Мурманской области и заводы по производству удобрений в Вологодской, Саратовской и Ленинградской областях. Компания генерирует положительный свободный денежный поток, значительная часть которого распределяется среди акционеров.

#### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|         | Взгляд     |            | Цел. цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* | EV/EBITDA |       | P/E      |       |       |          |
|---------|------------|------------|----------------|--------|--------|------------|------------|-----------|-------|----------|-------|-------|----------|
|         | Новый      | Старый     | Новая          | Старая |        |            |            | 2023п     | 2024п | Цель '24 | 2023п | 2024п | Цель '24 |
| Фосагро | Позитивный | Позитивный | 8900           | 8600   | 3%     | 34%        | 16%        | 6.0       | 5.3   | 6.8      | 7.9   | 6.6   | 8.9      |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 22 марта

Источники: BKS Мир инвестиций

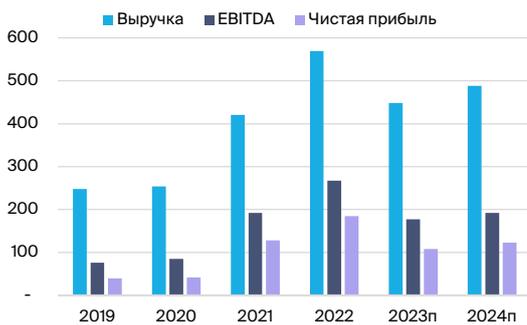
26 марта 2024 г.

## PNOR RX

| Взгляд            |       | Позитивный      |         |
|-------------------|-------|-----------------|---------|
| Цел. цена, RUB    | 8,900 | Рын. кап, \$млн | 9,346   |
| Цена, RUB         | 6,657 | EV, \$млн       | 11,756  |
| Потенциал         | 34%   | ADTV 3м, \$млн  | 3.7     |
| Изб. доходность   | 16%   |                 | 23Е 24Е |
| Free float        | 31%   | EV/EBITDA       | 6.0 5.3 |
| Free float, \$млн | 2,851 | P/E adj.        | 7.9 6.6 |

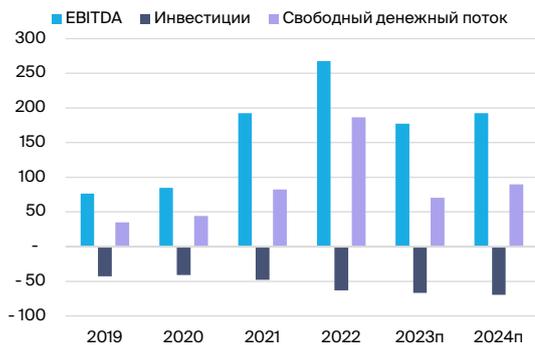
Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

## Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

## Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Фосагро

Мы сохраняем позитивный взгляд на Фосагро и устанавливаем новую целевую цену на 12 месяцев RUB 8900 за акцию против RUB 8600 ранее (рост на 3%). Причина – более слабый рубль в нашем прогнозе (RUB 91.9/\$ против RUB 86.6/\$ ранее). После введения экспортных пошлин в прошлом году Фосагро потеряла часть своей стоимости. Однако бизнес чувствует себя нормально – компания делится свободным денежным потоком с акционерами. Экспортные цены на ключевые виды фосфорных удобрений находятся выше \$500/т. Учитывая значительную экспортную выручку, Фосагро выигрывает от относительно слабого рубля, хотя дополнительные налоги на экспорт отнимают часть доходов.

## Взгляд на компанию

Фосагро – крупный игрок на российском рынке удобрений. С учетом существенного экспорта Фосагро выигрывает от относительно слабого рубля. Мы ждем результатов за 2023 г. (4К23) и полагаем, что компания сохраняет возможность выплачивать дивиденды. С учетом более слабого рубля мы подняли наши прогнозы на 2024–25 гг. Прогнозирование цен на удобрения достаточно затруднено, но мы консервативно предполагаем, что цены в 2024 г. будут чуть ниже, чем в 2023 г.

## Драйверы роста

- **Дивиденды** – важная часть истории Фосагро. В прошлом году компания продолжила выплату дивидендов после небольшого перерыва и введения экспортных пошлин. Мы рассчитываем, что компания продолжит платить ежеквартальные дивиденды.
- **Рост цен на удобрения и слабый рубль.** Оценка Фосагро весьма чувствительна к ценам на удобрения и курсу рубля. Мы предполагаем, что в 2024 г. цены на DAP/MAP составят \$495/т (в 2025 г. – \$500/т). Если цены останутся выше наших ожиданий, то мы увидим более высокую прибыль и более щедрые дивиденды, следовательно оценка повысится.

## Ключевые риски

- **Цена, объемы, пошлины, укрепление рубля и рост капзатрат.** Помимо ценовых рисков, напомним о гипотетических, связанных с объемами (ограничения, санкции, квоты и прочее). Экспортная пошлина как дополнительное налогообложение для экспортеров также является фактором риска. Негативные риски для оценки – падение цен на удобрения, укрепление рубля и рост операционных затрат. В настоящее время мы предполагаем сохранение капзатрат на прежнем уровне, однако их рост – еще один риск.

## Основные изменения

**Более слабый рубль в 2024–25 гг.** Мы подняли наши рублевые прогнозы на 2024–25 гг. с учетом более слабой оценки по рублю. Наши прогнозы EBITDA и чистой прибыли на 2023 г. чуть ниже консенсуса, но близки на 2024 г., и выше на 2025 г. Что касается квартальных оценок, при условии сохранения текущей динамики цен на фосфорные удобрения цифры будут, помимо прочего, зависеть от объемов продаж по кварталам и динамики цен на ряд материалов.

## Оценка и взгляд

**Позитивный взгляд.** Мы оцениваем Фосагро по методу дисконтированных денежных потоков (средневзвешенная стоимость акционерного капитала – 16.3%, стоимость акционерного капитала – 17.9%, рост в постпрогнозный период – 3%). Наша модель дает целевую цену на 12 месяцев RUB 8900 за акцию и предполагает позитивный взгляд с учетом наших прогнозов цен на удобрения и объемов производства/экспорта. Поскольку Фосагро отправляет на экспорт основную часть своих объемов, способность осуществлять поставки за рубеж, экспортные цены и курсы валют имеют решающее значение для Фосагро и ее оценки.

26 марта 2024 г.

**Фосагро – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |        | 2025п |       |         |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.   |
| Выручка                       | 448   | 451   | 1%     | 488   | 466   | 5%     | 558   | 484   | 15%     |
| ЕБИТДА                        | 177   | 189   | 6%     | 192   | 176   | 9%     | 283   | 186   | 52%     |
| Чистая прибыль                | 108   | 111   | 2%     | 123   | 112   | 10%    | 194   | 139   | 39%     |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 40%   | 42%   | 2 п.п. | 39%   | 38%   | 1 п.п. | 51%   | 38%   | 13 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 24%   | 25%   | 1 п.п. | 25%   | 24%   | 1 п.п. | 35%   | 29%   | 6 п.п.  |

Источник: СПбМТСБ, БКС Мир инвестиций

**Фосагро – изменения ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 448   | 448    | 0%     | 488   | 463    | 5%     | 558   | 502    | 11%    |
| ЕБИТДА                        | 177   | 177    | 0%     | 192   | 176    | 9%     | 283   | 236    | 20%    |
| Чистая прибыль                | 108   | 108    | 0%     | 123   | 110    | 12%    | 194   | 157    | 23%    |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 40%   | 40%    | 0 п.п. | 39%   | 38%    | 1 п.п. | 51%   | 47%    | 4 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | 24%   | 24%    | 1 п.п. | 25%   | 24%    | 1 п.п. | 35%   | 31%    | 4 п.п. |

Источник: БКС Мир инвестиций

26 марта 2024 г.

## Промышленность

### Взгляд на сектор

Негативный

Средний потенциал роста

-3%

Фавориты

-

### Медленное восстановление лесной промышленности

Большая часть продукции лесной промышленности идет за рубеж, поэтому европейские санкции больно ударили по некоторым сегментам этой отрасли. В случае Segezha бизнес лесозаготовки и деревообработки показывает слабые результаты. Исторически основным подразделением Segezha была бумага и упаковка, но после покупки ряда активов пиломатериалы также стали крупным направлением по выручке и EBITDA.

Во 2П22 EBITDA лесного сегмента Segezha упала из-за роста издержек на лесозаготовку и логистику. В то же время EBITDA бизнеса бумаги и упаковки была устойчива, так как компания перенаправила продажи на внутренний рынок. Менеджмент Segezha ожидает постепенного улучшения экспортных цен в будущем.

### Взгляд, целевые цены и ключевые мультипликаторы

|         | Взгляд     |            | Цел. цена, RUB |        | Изм. % | Пот. роста | Изб. дох.* | 2023 | EV/EBITDA |          | 2023 | P/E   |          |
|---------|------------|------------|----------------|--------|--------|------------|------------|------|-----------|----------|------|-------|----------|
|         | Новый      | Старый     | Новая          | Старая |        |            |            |      | 2024п     | Цель '24 |      | 2024п | Цель '24 |
| Segezha | Негативный | Негативный | 3.70           | 3.60   | 3%     | -3%        | -23%       | 17.6 | 8.1       | 8.0      | отр. | отр.  | -        |

\*избыточная доходность = потенциал роста минус стоимость акционерного капитала, данные на 22 марта

Источник: БКС Мир инвестиций

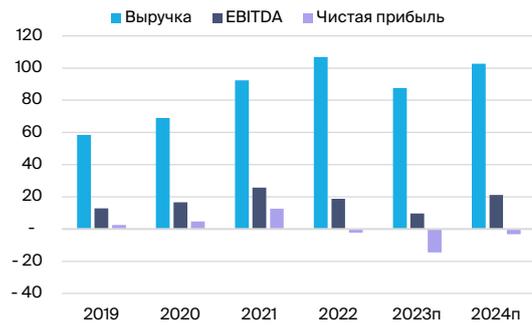
26 марта 2024 г.

## SGZH RX

| Взгляд            |      | Негативный      |           |
|-------------------|------|-----------------|-----------|
| Цел. цена, RUB    | 3.7  | Рын. кап, \$млн | 649       |
| Цена, RUB         | 3.8  | EV, \$млн       | 1,970     |
| Потенциал         | -3%  | ADTV 3м, \$млн  | 5.9       |
| Изб. доходность   | -23% |                 | 23Е 24Е   |
| Free float        | 25%  | EV/EBITDA       | 17.6 8.1  |
| Free float, \$млн | 162  | P/E adj.        | neg. neg. |

Данные на 22 марта  
Источник: БКС Мир инвестиций

### Ключевые финансовые показатели, RUB млрд



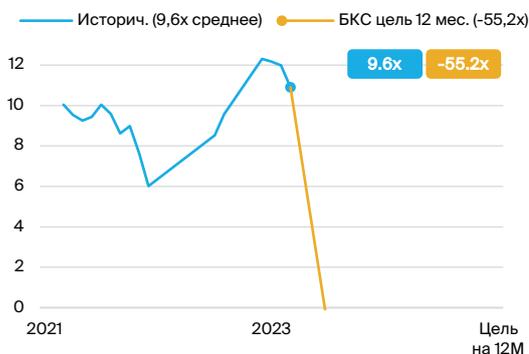
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Динамика EBITDA, капзатрат и FCF, RUB млрд



Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### Историческая динамика P/E и целевой уровень



Источник: БКС Мир инвестиций

## Segezha

Мы сохраняем негативный взгляд на акции Segezha и устанавливаем новую целевую цену на 12 месяцев – RUB 3.70. Segezha постепенно адаптируется к новым рыночным условиям, но цены на пиломатериалы на экспортных рынках очень важны для компании. Финансовое состояние Segezha существенно усложнилось после того, как экспортные цены на пиломатериалы упали в 2022 г. и не восстановились в 2023 г. Мы по-прежнему отмечаем явные трудности (экспортные цены и объемы, издержки). Тем не менее относительно слабый рубль дает определенную поддержку результатам.

### Взгляд на компанию

Перспективы 2024 г. могут быть лучше, если цены начнут восстанавливаться. Пока основная причина слабых результатов – цены на пиломатериалы, которые оставались достаточно низкими в течение 2023 г. Компания в прошлом году показывала убыток, который, мы надеемся, сменился небольшой прибылью в 2024 г. Сегмент бумаги и упаковки показал неплохие результаты, но OIBDA бизнеса лесозаготовки и деревообработки по-прежнему слабая. Текущий чистый долг создает давление на финансовые показатели. Перспективы могут быть более благоприятными в случае быстрого восстановления экспортных цен.

### Драйверы роста

- Рост цен на пиломатериалы при слабом рубле. Важным для компании будет восстановление экспортных цен и объемов. Ослабление рубля – еще один благоприятный фактор, который влияет на экономику.

### Ключевые риски

- Новые санкции или торговые ограничения, снижение цен, валютные колебания. Усложнить бизнес компании могут новые ограничения на экспорт или закрытие экспортных рынков. Один из факторов – транспортные издержки. Для Segezha крайне важно оставаться конкурентоспособной, поэтому операционные и логистические расходы, а также ценообразование играют немаловажную роль. Отдельно указываем на существенные процентные расходы.

### Основные изменения

Крупные капвложения откладываются. Segezha перенесла на будущее ряд крупномасштабных проектов, поскольку ей нужно решать проблему долговой нагрузки.

### Оценка и взгляд

Подтверждаем негативный взгляд. Мы оцениваем бумаги Segezha по методу дисконтирования денежных потоков и закладываем средневзвешенную стоимость капитала 15.6%, стоимость основного капитала 20.1% и темпы роста в постпрогнозный период 3%. Наша целевая цена на 12 месяцев составляет RUB 3.70 за акцию. Подразделения Segezha показывают разную динамику: сегмент бумаги и упаковки показывает относительно благоприятные результаты (устойчив), а бизнес лесозаготовки, где компания покупала активы, под давлением. Считаем, что 2024 г., должен быть лучше, чем 2023 г., но будем следить за развитием событий и отчетностью компании.

26 марта 2024 г.

**Segezha – прогнозы БКС против консенсуса**

| RUB млрд                      | 2023п |       |        | 2024п |       |         | 2025п |       |        |
|-------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
|                               | БКС   | Конс. | Откл.  | БКС   | Конс. | Откл.   | БКС   | Конс. | Откл.  |
| Выручка                       | 88    | 104   | 16%    | 103   | 120   | 15%     | 116   | 120   | 3%     |
| ЕБИТДА                        | 13    | 22    | 41%    | 25    | 33    | 24%     | 37    | 35    | 4%     |
| Чистая прибыль                | -12   | -13   | -      | 0     | -7    | -       | 10    | 3     | 245%   |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 15%   | 21%   | 6 п.п. | 24%   | 27%   | 3 п.п.  | 32%   | 29%   | 3 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | -13%  | -13%  | 0 п.п. | 0%    | 14%   | 14 п.п. | 8%    | 2%    | 6 п.п. |

Источник: СП6МТСБ, БКС Мир инвестиций

**Segezha – изменения ключевых прогнозов**

| RUB млрд                      | 2023п |        |        | 2024п |        |        | 2025п |        |        |
|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                               | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  | Новый | Старый | Откл.  |
| Выручка                       | 103   | 103    | 0%     | 117   | 103    | 13%    | 123   | 115    | 7%     |
| ЕБИТДА                        | 21    | 25     | -16%   | 33    | 31     | 5%     | 37    | 42     | -12%   |
| Чистая прибыль                | -3    | -      | -      | 6     | 5      | 28%    | 10    | 14     | -30%   |
| Рентабельность по ЕБИТДА      | 21%   | 24%    | 3 п.п. | 28%   | 30%    | 2 п.п. | 30%   | 37%    | 7 п.п. |
| Рентабельность чистой прибыли | -     | -      | -      | 6%    | 5%     | 1 п.п. | 8%    | 12%    | 4 п.п. |

Источники: БКС Мир инвестиций

**Руководитель аналитического департамента**Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ru**Старший экономист**  
Илья Федоров  
fedoroviy@bcs.ru**Стратегия**  
Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ruЮлия Голдина  
goldinays@bcs.ru**Макроэкономика/Валюта**  
Илья Федоров  
fedoroviy@bcs.ruАнатолий Трифонов  
trifonovae@bcs.ru**Нефть и газ**  
Рональд Смит  
smitr@bcs.ru**Финансовый сектор / Девелопмент**  
Елена Царева  
tsarevaev@bcs.ru**Аналитик по рынку**  
Юлия Голдина  
goldinays@bcs.ru**Металлургия и добыча**  
Кирилл Чуйко  
chuykoks@bcs.ruДмитрий Казаков  
kazakovda@bcs.ruАхмед Алиев  
alievab@bcs.ru**TMT / Потребсектор**  
Мария Суханова  
msukhanova@bcs.ru**Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения**  
Дмитрий Булгаков  
bulgakovds@bcs.ru**Международные рынки акций**  
Егор Дахтлер  
dakhtlerev@bcs.ruДенис Буйволлов, CFA  
buyvollova@bcs.ruАйнур Дуйсембаева, CFA  
duysembaevaa@bcs.ruАнатолий Клим  
klimaa@bcs.ruСергей Потапов  
potapovso@bcs.ru**Международные рынки облигаций**Антон Куликов  
kulikovan@bcs.ruВиктория Деркач  
derkachv@bcs.ru**Технический анализ**  
Василий Буянов  
buyanovvv@bcs.ru**Специалист по данным**  
Михаил Скорина  
skorinami@bcs.ru**Руководитель группы выпуска и контента**Ольга Сибиричева  
sibirichevaov@bcs.ru**Группа выпуска**  
Николай Порохов  
porokhovnv@bcs.ruЕлена Косовская  
kosovskayaev@bcs.ruОльга Донцова  
dontsovaoy@bcs.ruАнтон Остроухов  
ostroukhovas@bcs.ruТатьяна Курносенко  
kurnosenkots@bcs.ruНаталья Бокарева  
bokarevann@bcs.ruМария Седова  
sedovami@bcs.ru**Бизнес-менеджер**Анастасия Сенькина  
senkinaav@bcs.ru**Продажа аналитических продуктов**

butrov@bcs.ru

**Консультационное брокерское обслуживание**

+7 (495) 213 1571

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить Анкету об определении инвестиционного профиля и заключить с ООО «Компания БКС» Договор об инвестиционном консультировании в порядке, предусмотренном Регламентом оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС».

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС» <https://broker.ru/regulations>. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с исполнением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем материале. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR).

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но ООО «Компания БКС» не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом материале, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот материал не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни ООО «Компания БКС», ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом материале, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Методология присвоения взгляда от Дирекции инвестиционной аналитики БКС выглядит следующим образом: аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев вперед на основе анализа инвестиционной привлекательности акций, который может включать различные методологии оценки, такие как анализ мультипликаторов (P/E, EV/IDA и т.д.), дисконтированных денежных потоков (DCF) или модели дисконтирования дивидендов (DDM). На основе этой целевой цены рассчитывается избыточная доходность, которая представляет собой доходность по целевой цене на 12 месяцев вперед к текущей цене акции за вычетом нашей оценки стоимости капитала акции, которая в настоящее время составляет около 20% для большинства бумаг. Избыточная доходность свыше 10% соответствует «положительному» взгляду, менее минус 10% — «негативному», в диапазоне от -10% до +10% — «нейтральному».

Этот материал не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны ООО «Компания БКС». Дополнительную информацию можно получить в ООО «Компания БКС» по запросу.