



Стратегия на российском рынке акций 2023

ЛЕТНЕЕ ОБНОВЛЕНИЕ



Содержание

| | |
|-------------------------|----|
| Главное | 3 |
| Нефть и газ | 4 |
| Металлы | 7 |
| Химия | 9 |
| Электроэнергетика | 10 |
| Потребсектор | 12 |
| Телекомы и ИТ | 14 |
| Финансы | 15 |
| Прочие сектора | 16 |



О стратегии

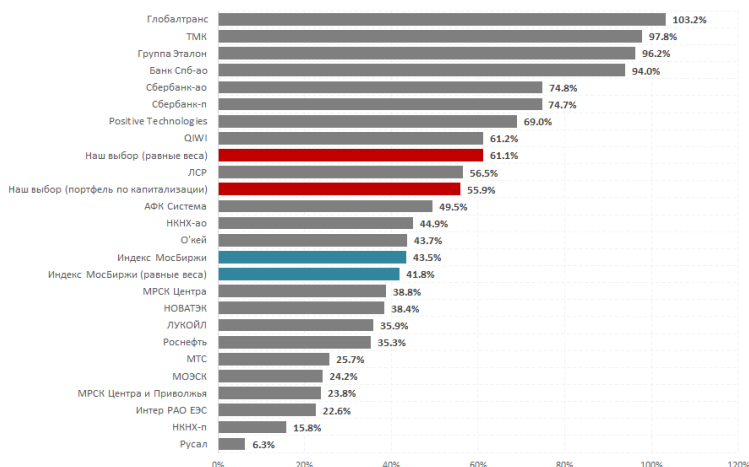
Летнее обновление нашей стратегии на 2023 год оставляет основные приоритеты неизменными – мы сосредотачиваемся, прежде всего, на качестве бизнеса компаний, их возможностях приспосабливаться к быстро меняющимся обстоятельствам, сильной основе потенциального роста их стоимости (прежде всего, дивидендах).

Стратегия не является ориентировкой для открытия позиций на оставшиеся полгода. Это обновление наших взглядов на отдельные акции в рамках долгосрочных инвестиций. Мы, как и прежде, избегаем чрезмерного влияния краткосрочных факторов на наши оценки и ориентируемся на долговременные перспективы изменения стоимости компаний.

Мы используем тактические позиции в акциях для формирования активных портфелей (как правило, равновзвешенных, с разумным ограничением общего веса на одну отрасль). Роль таких портфелей обычно является вспомогательной в рамках общей стратегии долгосрочного инвестирования. Активные позиции из этой стратегии используются в нашем [ОПИФ "ДОХОДЪ. Российские акции. Первый эшелон"](#).

Само собой, адекватный уровень диверсификации портфелей инвесторов останется одним из самых важных инструментов снижения риска, связанного с отдельными эмитентами, и будет обеспечивать более высокую вероятность достижения требуемого уровня долгосрочной доходности.

Полная доходность (с учетом дивидендов) нашего выбора акций из зимнего варианта стратегии



Полная доходность с учетом дивидендов за период с 31.12.2022 по 18.07.2023. Источник: МосБиржа, Refinitiv, УК ДОХОДЪ

Предыдущая версия стратегии доступна на сайте УК ДОХОДЪ по этой ссылке (требуется регистрация):

<https://www.dohod.ru/analytic/research/strategy/strategiya-na-rossijskom-ryinke-akczij-2023>

Тактические позиции в российских акциях

НОВАТЭК и Роснефть – самые сильные компании в нефтегазовом секторе. Меньше проблем с продажами, льготы и возможности роста. **Лукойл** нам нравится дивидендами.

Россети Центр и Приволжье, Россети Центр, Россети Московский регион, Россети Волга, МРСК Урала – дивидендные истории на фоне больших инвестиционных программ материнской компании.

Нижнекамскнефтехим (обычка и префы) – хорошие планы, сильные возможности роста бизнеса.

Сбербанк (обычка и префы) – собирает в себе все, что хотят акционеры: рост, дивиденды, прогнозируемость.

Банк Санкт-Петербург – тоже старается быть акцией «здорового» инвестора (дивиденды, выкуп акций, рост). Получается. Но пока не достаёт стабильности (как в результатах, так и в корпоративном управлении).

АЛРОСА – нам нравятся сохранение объёмов и рынков сбыта, возможности долгосрочного роста производства, невысокие налоговые риски, дивиденды.

АФК Система – похоже, что менеджмент ведёт себя разумно. Небольшое снижение долга (вместо выплаты дивидендов) может снизить требуемую стоимость капитала, повысить оценку бизнеса и обеспечить возможность выплат высоких и стабильных дивидендов в ближайшем будущем.

Эталон – перерегистрация, много свободных денег, хорошие возможности роста, дивиденды в пользу АФК Система.

Русгро – сделки M&A, смена прописки, возможности долгосрочного роста, хорошо подстраивается под сложные условия.

ТМК – возможные бенефициары новых инвестиций Газпрома, потенциальные стройки «газовых потоков» в Турцию и Китай, трубный проект в Пакистане и высокие ожидаемые дивиденды.

Белуга – стабильный и качественный бизнес, возможности роста за счёт розничной сети, хорошие дивиденды.

QIWI – возврат к прежнему уровню прибыльности и преимущества от «преобразования» рынка переводов.



Нефть и газ

Добыча

В 2023 году продолжилось осуществление мер по сдерживанию предложения со стороны ОПЕК+, сделка продлена уже до конца 2024 г.

Введение «потолка цен» и эмбарго против российской нефти привело к дополнительному снижению объемов добычи нефти (в данный момент это 500 тыс. б/с).

Помимо России еще несколько стран ОПЕК+ объявили о добровольном сокращении добычи нефти с мая по конец 2023 года. Общий объем сокращения, включая долю России, составляет 1,66 млн б/с. Данные меры должны стабилизировать нефтяной рынок.

Цены

Ожидания по выходу Китая из ковидных ограничений и уверенное восстановление деловой активности не реализовались на данный момент. Наши ожидания цен в 2023 году снижены с \$85–100/барр. до \$75–85/барр.

Рынок

Ожидания по бумагам сектора несколько сокращены. Интересны будут лишь компании с уклоном на добычу газа, как наиболее перспективного класса сырья, а также отдельные кейсы, которые, как мы ожидаем, будут чувствовать себя лучше рынка.

наш выбор

- ▶ НОВАТЭК
- ▶ Роснефть
- ▶ Лукойл

изменения

нет изменений

НОВАТЭК

Санкции Евросоюза повлияли на проекты НОВАТЭКа, запуск первой очереди «Арктик СПГ-2» перенесен на начало 2024 года. Существуют проблемы со строительством газозовов.

НОВАТЭК являлся бенефициаром высоких цен на газ, и, в отличие от Газпрома, имеет возможность наращивать объемы продаж. Помимо «Ямал СПГ» и строящегося проекта «Арктик СПГ-2» прорабатываются и другие варианты – новый проект «Мурманский СПГ» тремя линиями по 6,8 млн т/г, две из которых планируется ввести в 2027 и 2029 году.

Недавно НОВАТЭК получил российский патент на собственную крупнотоннажную технологию сжижения природного газа на основе смешанных хладагентов «Арктический микс», СПГ-технология разработана для реализации крупнотоннажных проектов компании на базе оснований гравитационного типа с производительностью одной технологической линии более 6 млн т СПГ в год. Ранее НОВАТЭК запатентовал свою технологию сжижения «Арктический каскад» мощностью 0,9 млн т/г (завод построен в рамках Ямал СПГ), а также крупнотоннажную технологию сжижения «Арктический каскад модифицированный» с производством линии в 3 млн т/г.

Увеличение доли высокомаржинальных продаж СПГ в общей структуре выручки вкпе с высоким уровнем котировок на газ отлично скажется на финансовых показателях компании. Компания продолжает наращивать дивидендные выплаты. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 8,5%.

Реальная оценка СПГ-проектов не отражена в полной мере в отчетности компании. Негативным фактором является рост налоговой нагрузки на производителей СПГ в России. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании – рейтинг 20 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy» – держать долю акций в портфеле значительно выше, чем предполагает бенчмарк.



Нефть и газ (продолжение)

наш выбор (продолжение)

Роснефть

Роснефть вполне успешно смогла адаптироваться к ограничениям, связанным с санкциями. Львиную долю экспорта у компании теперь занимают поставки в Китай и Индию, что помогло преодолеть эмбарго со стороны западных стран.

Компания также смогла получить плюс по налоговому вопросу – это связано с тем, что бюджет для целей налогообложения использовал как бенчмарк Urals, а Роснефть продавала нефть дороже. В 2023 году компания может испытывать давление на показатели из-за добровольного снижения производства нефти в России.

Работы в рамках флагманского проекта «Восток Ойл» реализуются в полном соответствии с графиком, возможна замена партнеров. Реализация проекта «Восток Ойл» – это драйвер для переоценки акций Роснефти в будущем. Недавно был утвержден законопроект о либерализации экспорта СПГ, что даст право на экспорт с 36 месторождений Роснефти.

Компания продолжает выплачивать дивиденды. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. составляет 7,8%. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании – рейтинг 17 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».

Лукойл

Компания продолжает оставаться «дивидендным аристократом» и все еще имеет неплохой потенциал в оценке. Ожидаемая дивидендная доходность в следующие 12 мес. составляет около 12%.

Как и другие нефтяники, Лукойл испытывает сложности с переориентацией продаж на Восток. Компания закрыла сделку по продаже своего НПЗ в Сицилии. При этом Лукойл продолжает быть наиболее диверсифицированным российским нефтяником по иностранным проектам.

Если «политически» вам не нравятся Роснефть или Сургутнефтегаз, то бумаги Лукойла будут правильным выбором для общей диверсификации портфеля.

DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании – рейтинг 15 из 20.

Нефть и газ (продолжение)

на что еще обратить внимание

Русснефть

Компания на фоне крепкого рубля и наличия дисконтов на нефтяные котировки в 2022 году испытала значительную коррекцию своих финансовых показателей, что привело даже к невыплате дивидендов по прив. акциям. Однако в 2023 году более слабый рубль сможет возродить компанию и удивить рынок.

Русснефть обладает большой ресурсной базой. Отметим, что существуют риски списаний займов аффилированным структурам основного собственника. Завершены продажи пакета акций крупным акционером (НПФ «Достойное Будущее»), данный фактор являлся сдерживающим моментом для роста котировок.

DCF-модель дает достаточный потенциал роста акций компании – рейтинг 16 из 20, что соответствует рекомендации «Вуу».

О Газпроме

Внимание к акциям Газпрома всегда сильно связано с тем, что 1) они занимают очень большую долю в индексе МосБиржи и 2) они почти всегда недооценены по базовым показателям.

Но ценообразование акций газового монополиста с учетом текущей ситуации (неопределенность с рынками сбыта и необходимость больших инвестиций для их диверсификации) уже мало зависит даже от дивидендов (все они довольно долго будут восприниматься как разовые).

Поведение компании и раньше не отличалось приоритизацией интересов акционеров – для максимизации стоимости акций ей давно следовало больше платить дивидендов и меньше инвестировать, но сейчас такие действия еще менее вероятны. Поведенческий аспект очень важен в оценке стоимости публичных компаний.

Газпром – не та компания, которая будет думать о своей капитализации, и ее акции в основном будут прибежищем краткосрочных спекулянтов.

DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании – рейтинг 17 из 20, но инвесторы должны помнить, что недооценка почти всегда сопровождает акции этой компании, и это не просто так.

Сургутнефтегаз (ао и ап)

Сургутнефтегаз – отдельный случай. До недавнего времени главной особенностью компании была большая накопленная валютная денежная позиция (по последней отчетности – почти \$60 млрд). Ослабление рубля приводило к росту прибыли и дивидендов за счет переоценки валютной «подушки» – и наоборот. Недооценка по мультипликаторам обусловлена непрозрачной корпоративной структурой компании. На операционном уровне Сургутнефтегаза по итогам 2022 года добыча нефти составила 60 млн тонн, что означает возврат к допандемийным уровням добычи компании.

Кроме того, стоит упомянуть текущую неопределенность вокруг денежной позиции Сургутнефтегаза. Последняя отчетность не дала ответ на то, что сделала со своей «кубышкой» компания, но учитывая взятый курс на дедолларизацию в нашей экономике, произойдет отказ от токсичной валюты.

Тем самым, «рублевая кубышка» может сделать прочие доходы более стабильными и высокими, с учетом получения процентных доходов на более высоком уровне, чем по валютным вкладам.

Однако в действительности здесь больше рисков, чем определенности. Мы ничего не знаем об условиях и объеме конвертации «подушки», и еще меньше – о новом порядке управления ею. В конечном итоге, может оказаться, что мы находимся в более неопределенном состоянии, чем раньше. В любом случае, само существование такой «подушки» создает жуткую неоптимальность структуры капитала и, следовательно, перманентную низкую оценку компании относительно рынка.

Общая низкая оценка компании позволяет иметь довольно высокие перспективы по DCF-модели. Префы Сургутнефтегаза имеют оценку 20 из 20. Обыкновенные – 19 из 20. Но мы исключаем их из нашего выбора из-за «сложной» корпоративной истории компании и невозможности контролировать основы для предположений.



Металлы

Цены

Цена на металлы под давлением, риски мировой рецессии в силе. Мировое производство стали умеренно сокращается. Что играет на стороне акций российских нефтегазовых экспортеров – так это девальвация рубля.

Налоги

Уже привычным фактором для компаний сектора стало повышение налоговой нагрузки. Фактически черные и цветные металлурги, золотодобытчики и алмазная промышленность уже испытали данный рок, но главным фактором здесь являются все-таки цены.

Рынок

Возможно восстановление котировок металлургических акций по мере снижения геополитического накала, а также выхода отчетности и начала выплаты дивидендов.

наш выбор

- ▶ АЛРОСА
- ▶ ТМК

изменения

- Русал
- + АЛРОСА

АЛРОСА

АЛРОСА продолжает работать в штатном режиме. Компания заговорила о проекте восстановления трубки «Мир», предполагается строительство нового рудника, инвестиции составят 126 млрд руб. Будет построен абсолютно новый рудник взамен утраченного в 2017 году. Строительство займет от 6 до 9 лет.

ЕС так и не включил в периметр новых санкций импорт алмазов из РФ из-за лоббирования Бельгии. АЛРОСА выплатила в бюджет в 1 кв. 2023 г. дополнительно 19 млрд руб. в связи с временной корректировкой НДС, потенциально есть высокая вероятность повторения аналогичной выплаты.

Дивиденды по итогам 2022 года не были выплачены, но есть шансы на промежуточные выплаты осенью 2023 года. Компания имеет высокий потенциал роста по нашей DCF-модели, оценка 19 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

ТМК

В 2022 году группа ТМК продемонстрировала хорошие финансовые и операционные результаты. Текущее снижение цен на сталь выгодно для ТМК.

Поглощение ЧТПЗ создало трубного монстра, листинг на Московской Бирже остался. Хотя компании нужно еще несколько лет, чтобы достичь приемлемого уровня долговой нагрузки, еще раз были выплачены неожиданные крупные дивиденды (после рекордных дивидендов в 2021 году), за 1 полугодие 2022 г. – 9,68 руб. и 9 месяцев 2022 г. – 6,78 руб. на акцию. ТМК – единственная компания в секторе, которая решилась выплатить дивиденды в 2022 году после начала СВО.

Сейчас компания взяла паузу по дивидендам, однако движения по дочерним компаниям дают сигнал на продолжение выплат дивидендов. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 12,5%. Потенциально возможные новые стройки «газовых потоков» в Турцию и Китай, а также трубный проект в Пакистане могут стать отличным драйвером роста котировок компании.

Бумаги ТМК имеют оценку 18 из 20. «Strong Buy» – держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Металлы (продолжение)

на что еще обратить внимание

En+ Group

Бумаги Эн+ продолжают иметь высокий потенциал роста в долгосрочном периоде. Однако из-за произошедших событий реализация идеи откладывается на более далекую дату. Эн+ все еще остается компанией – производителем дешевой и чистой энергии, также имеет доли в РУСАЛ и через нее – в ГК НорНикель. Перспектива возможной реорганизации РУСАЛа и Эн+ также откладывается.

По DCF-модели акции Эн+ имеют наивысший потенциал роста, 20 из 20, но это один из тех случаев, когда учет корпоративного управления и структуры капитала создают больше рисков (то есть перманентную низкую оценку относительно рынка).

НЛМК

Компания, как и другие представители отрасли, не дает финансовой отчетности. Но если судить по операционным результатам, дела оказались не столь плохими, как ожидалось. НЛМК продолжает продажи полуфабрикатов. Санкции на поставки слябов в Европу могут вступить в силу с 2024 года, НЛМК должен успеть изменить каналы продаж к этому времени.

Компании удалось адаптироваться к изменениям логистики, однако крепкий рубль снижает доходность. При курсе доллара ниже 55–60 рублей российским сталеварам приходилось работать в убыток на протяжении нескольких месяцев. Увеличенная налоговая нагрузка продолжает действовать. Однако при текущем курсе доллара – выше 80 руб. – экономика компании выглядит намного интереснее.

Потенциальным драйвером для НЛМК может стать продажа производственных активов в Уральском регионе (НЛМК-Урал, НЛМК-Метиз, а также НЛМК-Вторчермет, снабжающий их ломом). Общая производственная мощность уральских активов НЛМК – 2 млн тонн арматуры, катанки и метизной продукции. На выставленные к продаже активы приходится около 20% производственных мощностей группы. EBITDA этих заводов в начале года оценивалась приблизительно в \$200 млн, продажа активов по цене выше \$600 млн (45 млрд руб.) будет позитивна для акций компании. Реализация прокатных активов приведет к значительному увеличению доли экспорта у НЛМК.

Мы выделяем именно НЛМК из российских трех металлургических сестер (ММК, НЛМК, Северсталь) как одну из самых эффективных металлургических компаний в мире. Наиболее диверсифицированным рынком сбыта обладает именно НЛМК. Ослабление рубля и нормализация геополитической ситуации могут помочь выправить текущую ситуацию. Кроме того, потенциально на продукцию НЛМК возможен рост спроса со стороны новых территорий России. Рейтинг 16 из 20, что соответствует рекомендации «Buy».

Распадская

Распадская планирует увеличить годовой объем добычи угля до 35 млн тонн и допускает возможность приобретения дополнительных угольных лицензий и новых предприятий. При наличии небольшой доли выручки в ЕС компания смогла справиться с трудностями. Коррекция цен на уголь с рекордных значений и слабый рубль – противоречивые факторы Распадской. Кардинальный пересмотр дивидендных выплат (новая дивидендная политика с выплатой от свободного денежного потока) и отмененный spin-off Распадской из Евраз – на паузе.

Девальвация рубля и начало публикации отчетности, а также выплаты дивидендов дают высокий потенциал роста по нашей DCF-модели, оценка 19 из 20. Однако корпоративная история и специфические отраслевые риски компании всегда делали ее недооценку относительно постоянной. Поэтому эта бумага не попадает в наш выбор напрямую.

Цены

Цены на удобрения и нефтехимию испытывают коррекцию от предыдущих пиков, и, вероятно, эта тенденция продолжится.

Производство

Ранее европейские производители вынуждены были сокращать выпуск удобрений из-за высокого уровня цен на электроэнергию и газ, а российские химики имели преимущества в виде низких внутренних низких цен на газ.

Производители нефтехимии могут стать бенефициарами от введенного эмбарго за счет переизбытка продуктов первичной переработки нефти, сократив свою себестоимость, однако существуют проблемы с реализацией продукции и переориентацией на Восток.

Рынок

Акции производителей химической продукции уже не столь интересны по причине роста их котировок ранее и коррекции цен на удобрения, а вот компании из сектора нефтехимии могут привлечь высокой дивидендной доходностью и ростом бизнеса в будущем.

наш выбор

- ▶ Нижнекамскнефтехим (ао и ап)

изменения

нет изменений

Нижнекамскнефтехим (ао и ап)

Нижнекамскнефтехим в 2023 году разочаровал низкой дивидендной выплатой (лишь 5,7% от чистой прибыли).

Однако строительство нового олефинового (этиленового) комплекса ЭП-600 остается в силе. Запуск ЭП-600 перенесен на лето 2024 года. Ввод ЭП-600 позволит перерабатывать 1,8 млн тонн прямогонного бензина в год для получения 600 тыс. тонн этилена и целевых продуктов: пропилена (273 тыс. тонн), бензола (249 тыс. тонн) и бутадиена (88 тыс. тонн), что практически удвоит объем производства предприятия.

Основным риском является корпоративная политика основного акционера. Возможно отсутствие дивидендов на этапе инвестирования, а также выкуп акций, который может иметь дискриминационный характер в адрес владельцев префов.

При наличии относительно низкой долговой нагрузки, высоких показателей эффективности и недооценки по основным фундаментальным показателям по нашей DCF-модели бумаги компании имеют наивысший потенциал роста, у обыкновенных и привилегированных акций оценка 19 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.



Электроэнергетика

ДПМ-2 (КОММод*)

Программа ДПМ-1* оказала позитивное влияние на состояние российской электроэнергетики, но не решила полностью все поставленные перед ней задачи.

Проблема устаревшего оборудования все так же актуальна и, согласно оценке Минэнерго, в России в ближайшее время необходимо обновить или вывести из эксплуатации более половины генерирующих мощностей.

Поэтому, учитывая все ошибки, в начале 2019 года Правительство РФ одобрило новую программу по отбору проектов для модернизации (КОММод), или ДПМ-2.

Главной задачей является замена (модернизация) старого оборудования, а не строительство новых объектов, поэтому при отборе проектов приоритет отдается старому оборудованию и имеются ограничения на изменение установленной мощности.

Львиная доля мощности, как и наибольший приток инвестиций, придется на две компании – ИНТЕР РАО ЕЭС и Юнипро.

Рынок

Электросетевые компании привлекают нас из-за роста тарифов и потенциально крупных дивидендных выплат. Кроме того, потенциальными драйверами роста котировок некоторых энергокомпаний (ИНТЕР РАО, ТГК-1, Юнипро, электросетевые компании) могут стать сделки M&A.

наш выбор

- ▶ Россети Центр и Приволжье
- ▶ Россети Центр
- ▶ Россети Московский регион
- ▶ Россети Волга
- ▶ МРСК Урала

изменения

- Интер РАО ЕЭС (остается в интересных)
- + Россети Волга
- + МРСК Урала

Россети Центр и Приволжье, Россети Центр, Россети Московский регион, Россети Волга, МРСК Урала

В секторе электроэнергетики наш выбор пал на крепких электросетевых «дочек» – Россети Центр и Приволжье, Россети Центр, Россети Московский регион, Россети Волга, МРСК Урала.

Это стабильные компании из коммунального сектора с высокой ожидаемой дивидендной доходностью (7–18%), с очень привлекательными мультипликаторами (P/BV около 0,3 и P/E около 2–3).

В этом году отметим рост тарифов электросетевых компаний на 13–16%. Материнской компании предстоят огромные инвестиции. Дочерние структуры должны будут помочь ей своими дивидендами. Существуют риски списаний.

В будущем возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. DCF-модель по Россети Московский регион, Россети Центр и Приволжье дает оценку 20 из 20, а Россети Волга и МРСК Урала – 18 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

*ДПМ-1 – это программа договоров о предоставлении мощности, основной целью ее является стимулирование инвестиций в генерацию (2010-2020 гг.).

* КОММод – «конкурентный отбор модернизированных мощностей», он же ДПМ-2, это отбор проектов модернизации генерирующих объектов тепловых электростанций (ТЭС) на конкурентной основе. Данный механизм был призван привлечь новые инвестиции в техническое перевооружение генерирующего оборудования тепловой генерации (2022-2031 гг.).



Электроэнергетика (продолжение)

на что еще обратить внимание

Юнипро

В 2021 году произошло долгожданное завершение ремонта на энергоблоке №3 Березовской ГРЭС и возобновление платежей по ДПМ, что способствовало росту выручки.

Однако списания под обесценения кратно сократили прибыль в 2022 году. Дивиденды на паузе. Упирег ищет покупателя на Юнипро. Возможные претенденты – Интер РАО, Система, Новатэк, Синара, Роснефть. В данный момент компания находится под временным контролем Росимущества, ген.директором назначен выходец из Роснефти – директор энергетического департамента Василий Никонов.

Компания имеет оценку 14 из 20. Рекомендация «Buy» – держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк.

Интер РАО ЕЭС

Компания продолжает накапливать денежную «кубышку», возможны сделки M&A и большие капитальные затраты (предстоят крупные проекты по ДПМ-2), инвестиционные кредиты субсидируются.

Существует также крупный казначейский пакет акций. Компания ставит целью удвоение показателя EBITDA к 2025 г. и утроение – к 2030 г. Переход к дивидендной норме 50% от чистой прибыли может стать мощным драйвером для переоценки.

Бумаги Интер РАО имеют оценку 13 из 20. Рекомендация «Buy» – держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк.



Потребсектор

Инфляция

Инфляция хорошо учитывается в финансовых показателях сектора, но не всегда позволяет сохранить маржу. Волатильность курса рубля продолжит в целом негативно влиять на акции здесь. Мы выбираем бумаги, наиболее устойчивые к этому фактору.

Рынок

Стагнирующий потребительский спрос не будет играть на стороне бумаг сектора. Существуют проблемы с перекладыванием роста цен на потребителя в связи с ограничительными мерами со стороны государства. Интересны лишь отдельные компании.

наш выбор

- Русагро
- Белуга

ИЗМЕНЕНИЯ

- O'KEY GROUP
- + Белуга

Русагро

В 2022 году компания испытала определенные проблемы с финансовыми результатами из-за отрицательной валютной переоценки по остаткам денежных средств, заблокированных европейскими банками. Между тем, в дальнейшем мы видим потенциал роста бизнеса, перспективы выхода на новые рынки сбыта – в первую очередь, Китай. Сейчас активно ведется работа по выходу на рынки Вьетнама и стран Ближнего Востока.

Русагро до конца 2023 г. введет все объекты животноводческого кластера в Приморье мощностью 75 тыс. тонн свинины в живом весе. Добавим также, что компания близка к приобретению крупного производителя соусов и маргаринов ГК НМЖК, соглашение о приобретении 50% НМЖК уже подписано, но приобретается доля не зарубежных акционеров, а российских. Приобретение доли у иностранной компании Wilmar International со штаб-квартирой в Сингапуре требует согласования Правкомиссии. НМЖК включает два масложировых комбината в Нижнем Новгороде и Самаре, маслоэкстракционные заводы в Урюпинске и Сорочинске, элеваторы. Выпускает майонезы «Ряба», соусы и кетчупы Astoria, маргарины «Хозяюшка», а также мыло, снеки и др. В 2021 году выручка АО НМЖК выросла на 45%, до 47,7 млрд руб., чистая прибыль была 2,8 млрд руб. Эта покупка поможет увеличить выручку Русагро на 25%.

В данный момент существуют проблемы с «пропиской», однако вопросы редомиляции уже прорабатываются. Бумаги Русагро имеют оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.



Потребсектор (продолжение)

наш выбор (продолжение)

Белуга

Санкции уменьшили экспорт. Однако компания активно развивает собственную розничную сеть «ВинЛаб» (уже 1426 магазинов, цель к концу 2024 – 2500). Электронная коммерция также активно развивается, рентабельность бизнеса выросла.

Сеть активно сотрудничает с маркетплейсами и онлайн-сервисами доставки, к партнерствам со «СберМегаМаркет» и Wildberries в третьем квартале добавились «Яндекс.Еда», «СберМаркет» и Delivery Club. Компания поменяла свою дивидендную политику – 50% от чистой прибыли, серьезно увеличив выплаты.

Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. составляет 10%. Бумаги Белуги имеют оценку 15 из 20. Рекомендация «Вуу» – держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк.

на что еще обратить внимание

X5 Retail Group

X5 планирует, что рост выручки компании будет составлять около 15–20% ежегодно в ближайшее время, что представляет собой весьма амбициозный план.

Компания будет достигать этой цели за счет агрессивного развития сети «жестких» дискаунтеров «Чижик», сохранения высоких темпов роста «Пятерочки» со смещением ассортимента в сторону товаров низкого ценового сегмента, а также регионального развития, в том числе через альянсы с местными сетями и развития на Дальнем Востоке. Сеть дискаунтеров «Чижик» планируют расширить в 10 раз за четыре года – до 5 тыс. магазинов по итогам 2026 года.

Дивидендные выплаты приостановлены, в связи с чем сокращается долговая нагрузка. Вопрос с «пропиской» также важен.

По нашей DCF-модели акции X5 имеют оценку 16 из 20, что соответствует рекомендациям «Вуу» – увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.



Телекомы и IT

Цены

Ожидается небольшой рост показателей. Компании отрасли выстоят в большинстве негативных сценариев ввиду базовой потребности в их услугах.

Рынок

Для IT-сектора возможен рост доли рынка за счет ушедших игроков из недружественных стран. Но важно, насколько эффективно этим пользуются отдельные компании (не всегда эффективно).

наш выбор

- ▶ АФК Система

ИЗМЕНЕНИЯ

- Positive Technologies
- МТС

АФК Система

АФК Система, по сути, является инвестиционным фондом. Бизнес-модель компании: инвестировать в компании роста, и уже в стадии насыщения – выходить из них (пример – «Детский мир»).

Опция вывода дочерних компаний на IPO в данный момент на паузе. В данный момент существует значительная недооценка относительно суммы активов внутри холдинга. Успешный вывод на IPO – Озон и Сегежа. В очереди – Степь, Биннофарм, Медси, Ситроникс, Космос, МТС-Банк. Есть активы, которые еще не видит рынок, но они имеют хороший потенциал для развития (минеральная вода, рыба).

В данный момент компания не производит крупные дивидендные выплаты, приоритетом является сокращение долга и инвестирование в свои дочерние компании.

Мы, в целом, поддерживаем небольшой делеверидж. Он может привести структуру капитала ближе к оптимальной, а значит – снизить его требуемую стоимость (WACC), то есть повысить оценку. Этот же процесс должен привести к снижению Debt/OIBDA ниже трех и открыть дорогу к выплатам высоких дивидендов/выкупу акций. Делеверидж в объеме более 50–60 млрд руб. мы считаем лишним – выплата дивидендов в этом случае становится более привлекательной для акционеров, а WACC начнет расти (из-за высокой стоимости акционерного капитала компании).

По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка 18 из 20, что соответствует рекомендациям «Strong Buy» – значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.

Цены

Сильная отрасль, отличные финансовые результаты. Выплата больших дивидендов, банки смогли восстановить свои балансовые статьи.

Риски

Существует риск торможения через отмену программ льготной ипотеки, однако мы предполагаем, что она будет продлена или заменена другими инструментами поддержания спроса на кредитные средства.

наш выбор

- Сбербанк (ао и ап)
- Банк Санкт-Петербург

ИЗМЕНЕНИЯ

нет изменений

Сбербанк (ао и ап)

После продолжительной паузы банк вернулся к публикации отчетности. По ней видно, что банк вернулся на свой старый уровень прибыли (около 1,2–1,4 трлн руб. в год), в том числе из-за роспуска резервов. Банк приятно удивил дивидендами уже в 2022 году.

Ожидаемая дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций на уровне 12–13%.

По нашей DCF-модели банк имеет высокий потенциал роста, оценка 18 из 20 по обыкновенным и привилегированным акциям, что соответствует рекомендациям «Strong Buy» – значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.

Банк Санкт-Петербург

Банку Санкт-Петербург в 2022 году удалось получить рекордную прибыль. В дальнейшем мы прогнозируем снижение прибыли относительно результатов 2022 года, однако они будут все равно выше предыдущего уровня прибыли.

Ожидаемая годовая дивидендная доходность равна 9%. По нашей DCF-модели банк имеет оценку 17 из 20 по обыкновенным акциям, что также соответствует рекомендациям «Strong Buy».



ПРОЧИЕ СЕКТОРА

наш выбор

- Эталон
- QIWI

ИЗМЕНЕНИЯ

- Globaltrans

Эталон

Компания фокусируется на жилой недвижимости комфорт-, бизнес- и премиум-класса в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге. Совсем недавно Эталон пошел в регионы – Омск, Екатеринбург, Казань. Компания активно инвестирует в земельный банк, закладывая новую базу для проектов. Оценка проектов уже достигла 270 млрд руб. Приоритет – финансовая устойчивость, а не агрессивная экспансия.

Эталон выгодно воспользовался уходом иностранного игрока. В апреле 2022 года приобрел «ЮИТ Россия». В Эталоне сделку оценили в 4,6 млрд руб., в YIT — в 50 млн евро. При этом на счетах финской компании в России находилось около 5,3 млрд руб. (еще 8,4 млрд руб. – на эскроу-счетах). Долговая нагрузка местного подразделения неизвестна.

DCF-модель дает оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке. Определенной проблемой является юрисдикция. Однако компания активно занимается этим вопросом.

QIWI

Компании удалось вернуть прибыльность на прежний уровень, так как она была в числе бенефициаров санкций на иностранные платежные системы. Основной собственник Сергей Солонин проводит оферты по выкупу акций QIWI по ценам значительно ниже котировок на Московской Бирже у иностранных держателей акций, так как на Nasdaq торги приостановлены.

Дивидендная пауза в данный момент связана с проблемной «пропиской», уже накоплена значительная «кубышка». Компания планирует разделить свой бизнес на российский и международный, здесь возможны риски.

DCF-модель имеет оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» – держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке.

Александр Шадрин | Руководитель аналитической службы

Валерия Круль

Полина Кукса

Марк Шумилов

Вячеслав Питенко



Всеволод Лобов | Директор по инвестициям

Информация, представленная в данном документе (далее также – Информация) подготовлена специалистами компании ООО "ДОХОДЪ" (далее также – Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначена для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке этой Информации были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом такая Информация предназначена исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и, там, где это применимо, является выражением частного мнения специалистов Компании. Невзирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к сбору и составлению Информации, Компания не дает никаких гарантий в отношении ее достоверности и полноты.

Информация, представленная здесь, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить вам по инвестиционным целям, допустимому риску, инвестиционному горизонту и прочим параметрам индивидуального инвестиционного профиля.

Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать Информацию, содержащуюся на этой странице, в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием этой Информации. Информация, содержащаяся на этой странице, действительна на момент ее публикации. При этом Компания вправе в любой момент внести в нее любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование Информации или какой-либо ее части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в Информации, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.