



ДОХОД
управляющая компания

**Стратегия на
российском
рынке акций
2025**



О стратегии

В год Змеи, символизирующей мудрость и трансформацию, инвесторы сталкиваются с непростым выбором, напоминающим извивающийся маршрут этой грациозной рептилии. Жизнь змеи — это искусство терпения и преодоления препятствий. Как змея, медленно и уверенно преодолевающая преграды, мы надеемся на мирные решения и стабильность. Этот путь может быть сложным, но за каждым поворотом истории скрываются новые возможности и оптимизм, напоминающий нам о значимости долгосрочных вложений и доверия к будущему, без которого любые стратегии на локальном рынке были бы пустой тратой времени.

Эта стратегия традиционно основана на стоимостном подходе к оценке акций. Наш выбор формируется из 20 лучших, по нашему мнению, бумаг с точки зрения потенциала долгосрочной доходности.

Среди них почти нет очень дешевых бумаг, так как «очень дешево» означает – «много проблем» - странности, особенности, низкий уровень ориентации на рост стоимости бизнеса, «плохое» отношение к миноритариям. В каких-то случаях мы верим в возможности решения части таким проблем, полагаем, что награда гораздо выше риска или есть преимущества для диверсификации. Но основу нашего портфеля все же составляют акции качественных компаний с понятными денежными потоками по приемлемой цене.

Стратегия служит основой для долгосрочных вложений, не ограничиваясь однолетним горизонтом. Это обновление наших взглядов на отдельные акции в рамках долгосрочных инвестиций. Многие позиции мы держим годами и, как и прежде, стараемся избегать чрезмерного влияния краткосрочных факторов на наши оценки и ориентируемся на долговременные перспективы изменения стоимости компаний.

Мы используем наш выбор акций 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 "ДОХОДЬ. Российские акции. Первый эшелон"](#), в том числе, доступном для легкой покупки на платформе ФинУслуги.

Диверсификация останется ключевым компонентом нашего подхода к инвестированию, минимизируя риски, связанные с отдельными эмитентами и повышая вероятность достижения требуемого уровня долгосрочной доходности.

Содержание

Тактические позиции	3
Нефть и газ	4
Металлы	7
Электроэнергетика	8
Химия	9
Потребсектор	10
Телекомы и IT	12
Финансы	13
Прочие сектора	14



Тактические позиции в российских акциях

Роснефть и Лукойл – наш традиционный выбор и самые сильные компании в нефтегазовом секторе. Меньше проблем с продажами, налоговые льготы и возможности роста. Лукойл продолжает быть единственным большим дивидендным аристократом.

Сбербанк (обычка и префы) – также наш постоянный выбор, собирает в себе все, что хотят инвесторы: рост, дивиденды, прогнозируемость.

Банк Санкт-Петербург (обычка) – дешевое фондирование, высокая маржинальность, новый уровень прибыли и повышение ее доли, направляемой на дивиденды.

Ренессанс страхование – бенефициар высоких ставок, но выигрывает и от их снижения, а еще хороший рост и высокая гибкость бизнеса.

Совкомбанк – быстрый рост, широкая диверсификация бизнеса, редкая высокая оценка от нас при IPO.

Газпром нефть – привлекательный уровень цен, высокая рентабельность, высокие дивиденды, «МТС для Газпрома». Не проходит в индексные портфели из-за низкого free float, но для активного в самый раз.

Черкизово, Инарктика, НоваБев – сильные акции потребительского сектора, хороший рост и перспективы.

ИнтерРАО – «денежная кубышка» не только компенсирует просадку в операционном денежном потоке и стабилизирует курс акций в кризисы, но и может раскрыть потенциал инвестиций и дивидендов в будущем. Выбор для диверсификации с низкими рисками в цене и возможностями хорошего роста котировок в случае реализации идей.

МОЭСК, Россети Центра и Россети ЦП – дивидендные истории с идеей менее крупных капитальных затрат, чем закладывает рынок.

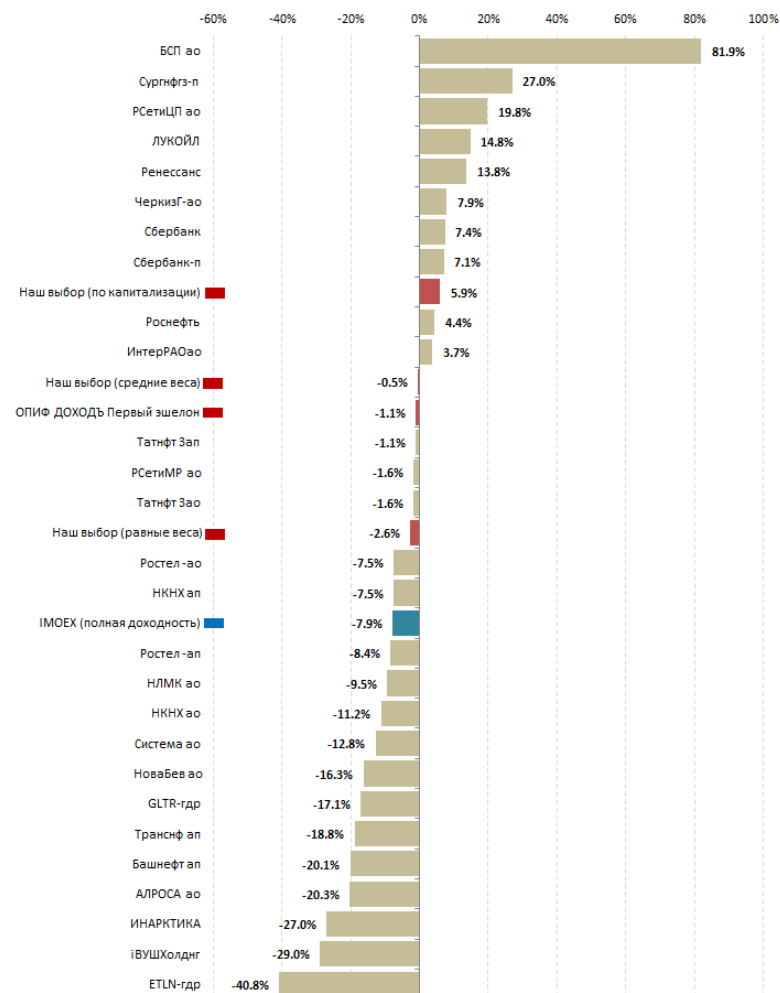
ЭсЭФай – история «обеления» для инвесторов частично отражена в цене, но все еще есть высокий потенциал. Погашение 55% казначейских акций, продажа РуссНефти, относительно низкий долг и не критические проблемы с М.Видео.

Новатэк – теперь справедливо оценен с учетом всех санкций. На пути к миру может быть хорошо переоценен. И гораздо понятнее, чем Газпром.

Транснефть (префы) – несмотря на увеличение ставки налога на прибыль все еще видим хороший потенциал.

НКНХ (обычка и префы) и Сургутнефтегаз (префы) – сложные бумаги с проблемными с точки зрения корпоративного управления и структуры капитала (Сургут) эмитентами. Выбор для диверсификации на небольшие доли с запутанным «клубком» идей, которые могут выстрелить.

Полная доходность (с учетом дивидендов) нашего выбора акций и основных бенчмарков в 2024 году



Полная доходность с учетом дивидендов рассчитана за период с 29.12.2023 по 20.12.2024. В выборку вошли все акции, которые находились в активном портфеле (нашем выборе) в любое время в течение указанного периода (в результате зимнего и летнего пересмотра портфеля и его ребалансировки). Веса акций для портфеля «Наш выбор (средние веса)» рассчитаны исходя из средних весов конкретных акций в активном портфеле в период расчета. ОПИФ ДОХОДЬ Первый эшелон означает ОПИФ РФИ ДОХОДЬ. Российские акции. Первый эшелон. Информация о фонде: <https://www.dohod.ru/individuals/mutual-funds/open-funds/ra>. Прошлые результаты не гарантируют будущую доходность. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Источник: МосБиржа, УК ДОХОДЬ

Нефть и газ

Добыча

Уровень добычи нефти в России имеет ограничения в рамках сделки ОПЕК+, целью которой является стабилизация нефтяного рынка.

Страны ОПЕК+ согласовали условия сокращения добычи нефти до конца 2025 года, с октября 2024 года должно было начаться постепенное восстановление добычи, но его перенесли.

По оптимистичным прогнозам, добыча нефти в России в 2025 г. может вырасти на 1% в сравнении с 2024 г. и составит 9,2 млн барр. в сутки без учета газового конденсата и 10,3 млн барр. с его учетом, что на 8% ниже пиков 2019 года.

Цены

Наши ожидания средних цен на нефть марки Brent в 2025 году составляют \$75-80/барр.

У нас весьма оптимистичный взгляд по рискам начала мировой рецессии, но дисконт Urals к Brent на уровне \$12-14/барр. продолжит существовать как и рост предложения из стран вне ОПЕК+. Надежды на рост спроса в Китае так и не оправдались

Рынок

Ожидания по бумагам сектора на высоком уровне. Слабый рубль и достаточно высокие прогнозные котировки цен на нефть даже с учетом дисконтов приводят к отличным потенциальным результатам компаний. Вкупе с высокой дивидендной доходностью это делает лидерами наших предпочтений именно нефтяные компании.

Отметим, что сейчас наблюдается сокращение крэк-спреда, что оказывает давление на финансовые результаты компаний с высокой долей переработки нефти (Башнефть и Татнефть вышли из числа наших фаворитов). Крэк-спред — разница между стоимостью конечных нефтепродуктов и цены на нефть.

наш выбор

- ▶ Роснефть
- ▶ ЛУКОЙЛ
- ▶ Газпром нефть
- ▶ Транснефть (ап) (вес ниже)
- ▶ Новатэк (вес ниже)
- ▶ Сургутнефтегаз (ап) (вес ниже)

изменения

- + Газпром нефть
- + Новатэк
- Татнефть
- Башнефть

Роснефть

Наш взгляд на Роснефть остается позитивным, вышел неплохой отчет за 3 квартал 2024 г. (размер чистой прибыли за квартал равен 153 млрд руб.). Компания 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 государственном уровне. Поставки более дорогой нефти ESPO в Азию положительно влияют на прибыльность. Компания активно развивает газовые проекты.

Работы в рамках флагманского проекта «Восток Ойл» реализуются в полном соответствии с графиком, произошла замена партнеров. Реализация проекта «Восток Ойл» — это драйвер для переоценки акций Роснефти в будущем. Первая очередь будет запущена в 2026 году, к 2033 году планируется поставка 115 млн тонн нефти в год с данного проекта. Нефть будет поступать в порт Бухта Север по трубопроводу длиной 770 км и дальше направляться по Северному морскому пути. Объем инвестиций составляет около 12 трлн руб.

Компания продолжает выплачивать дивиденды, возобновила выкуп собственных акций. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 13,2%. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 18 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».



Нефть и газ (продолжение)

наш выбор (продолжение)

ЛУКОЙЛ

Компания из года в год подтверждает статус «дивидендного аристократа». Ожидаемый уровень годовых дивидендов выше уровня 1000+ руб. Вопрос по выкупу акций у нерезидентов находится в подвешенном состоянии. Чистая денежная позиция достигла 878 млрд руб.

ЛУКОЙЛ смог сохранить объемы добычи и экспорта нефти после введения эмбарго ЕС. Слабый рубль и приемлемые цены на нефть внушают оптимизм.

Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 17,6%. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 17 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».

Газпром нефть

Третье место по добычи нефти, высокая рентабельность, недавняя коррекция котировок и увеличение дивидендных выплат до 75% от чистой прибыли делают интересной для инвестиций компанию Газпром нефть. Слабый рубль также играет в плюс. Ограничение – низкий free-float акций (около 4%).

Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 18,5%. DCF-модель дает оценку – 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Транснефть (ап)

Сохраняем позитивный взгляд по бумагам Транснефти, несмотря на увеличение ставки налога на прибыль для субъектов естественной монополии, осуществляющих транспортировку нефти и нефтепродуктов по системе магистральных трубопроводов (то есть ядра Транснефти), до 40% в налоговых периодах 2025-2030 годов. Введение увеличенного налога на Транснефть не затронет дочерний портовый бизнес компании (НМТП). Дополнительные поступления в бюджет от повышенной ставки налога на прибыль для Транснефти могут составлять в пределах 20-40 млрд руб. в год.

Нам пришлось скорректировать базовый прогноз: по итогам 2024 года мы ожидаем выплату около 176 руб. на привилегированную акцию. Отметим, что компания может выплатить более высокий дивиденд (212 руб.), если решит включить переоценку налоговых обязательств в единовременные неденежные составляющие чистой прибыли, что позволит не снижать базу для расчета дивиденда. Государство является владельцем почти 80% акций. Поэтому если оно хочет получать больше денег от компании, то нет смысла повышать налоги и понижать дивиденды.

Компания смогла преодолеть проблемы, связанные с геополитической напряженностью. Гибкость и наличие морских портов (Приморск, Усть-Луга, Новороссийск) помогли получить отличный финансовый результат. Интересный момент, что чистый долг выше 300-350 млрд руб. в 2015-2019 гг. сменился чистой денежной позицией в размере 336,2 млрд руб. на конец второго квартала 2024 года. Отчетность МСФО за 9 месяцев 2024 г. компания отказалась раскрывать.

Ожидаемый уровень дивидендной доходности на ближайшие 12 месяцев равен 18-21%. Ранее были планы по переходу к выплате дивидендов дважды в год. Компания провела сплит акций, что расширило круг инвесторов. DCF-модель с учетом всех рисков дает неплохой потенциал роста акций компании - рейтинг 19 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».

Риски квизи-государственной компании заставляют нас держать эти акции с весом ниже равновзвешанного для активного портфеля.



Нефть и газ (продолжение)

Новатэк

НОВАТЭК сейчас является проблемным активом, так называемым «падшим ангелом». В этом кроются как риск, так и возможность инвестирования в данный момент в акции НОВАТЭКа.

На НОВАТЭК и его проекты сейчас наложены все мыслимые санкции, но запрета со стороны стран Европы на российский СПГ так и нет. Санкционное давление со стороны стран Запада привело к сложностям с газовозами и невозможностью начала работы первой линии Арктик СПГ-2. «Заморожены» шесть судов на верфях Южной Кореи (три строились изначально по заказу Совкомфлота и еще три - японской Mitsui OSK Lines).

Однако Южная Корея не может избавиться от танкеров-газовозов ледового класса, построенных специально для проекта «Арктик СПГ-2», так как суда подобного класса никому в мире больше не нужны. Так или иначе данные танкеры попадут в НОВАТЭК через третью сторону и санкции США приведут лишь к торможению, но не отмене проекта.

Кроме того, в начале 2025 года НОВАТЭК может получить по крайней мере два танкера Arc7, построенные на судовой верфи «Звезда». Для ускорения их достройки НОВАТЭК направил на дальневосточную верфь до 500 своих инженеров и рабочих-монтажников. По оценкам аналитиков, поставка двух танкеров позволит вывозить с проекта «Арктик СПГ-2» более 2 млн тонн СПГ в год, но сохраняется неопределенность со сроками достройки остальных 13 танкеров на «Звезде».

Проект «Арктик СПГ 2» предусматривал строительство трех очередей по производству сжиженного природного газа мощностью 6,6 млн тонн в год каждая на основаниях гравитационного типа, на которые устанавливаются СПГ-модули. Первая очередь уже запущена, но не может работать из-за отсутствия танкеров. Вторую линию планировалось запустить в 2024 году, но, как и по первой очереди вся проблема в танкерах. Третья линия скорее всего уже не будет построена.

Существует еще вариант для решения проблемы с танкерами: использование меньшего транспортного плеча ледовыми танкерами с перегрузкой в Мурманске на танкеры, не имеющие ледовый класс. Появилась информация о скупке таких танкеров и создания теневого флота, наподобие нефтяного теневого флота. Данный ход может обеспечить загрузку, и «Ямал СПГ», и «Арктик СПГ-2» одновременно, при существующем числе танкеров.

«Ямал СПГ» уже вернулся к практике рейдовой перевалки сжиженного природного газа в Мурманской области по схеме борт-в-борт с газовозов ледового класса на обычные танкеры. Использование такой схемы позволяет НОВАТЭКу увеличить оборачиваемость газовозов ледового класса в сезон ограничений передвижения судов по Северному морскому пути в зимний период.

Помимо «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ-2» НОВАТЭК прорабатывает и другие варианты: новый проект «Мурманский СПГ» с двумя или тремя линиями по 6,8 млн т/г. В рамках этого проекта необходимо построить газопровод-отвод «Волхов - Мурманск - Белокаменка», его будет строить Газпром. Мурманский СПГ будет использовать электроэнергию с профицитной Кольской АЭС, а газ с завода может вывозиться танкерами без ледового класса. НОВАТЭК для проекта намерен использовать собственную ресурсную базу. Строительство предполагается несколькими этапами с 2027 по 2030 гг.

Компания продолжает наращивать дивидендные выплаты. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 13-15%. Увеличение доли высокомаржинальных продаж СПГ в общей структуре выручки кардинально меняет финансовые показатели компании, однако, текущие низкие цены на акции уже с запасом заложили все риски неудачи с запуском новых проектов СПГ. По сути, существующая оценка компании уже не включает перспективы запуска Арктик СПГ-2.

Значительная коррекция котировок акций и DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 19 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».

Спустя два года мы снова включаем акции НОВАТЭКа в портфель, благодаря справедливой оценке, качественной бизнес модели и перспективам смягчения санкций в позитивном сценарии. Учитывая риски, вес этой бумаги в активном портфеле будет ниже равновзвешанного.

Сургутнефтегаз (ап)

Главной особенностью компании является внушительная накопленная денежная позиция (по последней отчетности 5,91 трлн руб.). Состав «кубышки» сейчас неизвестен, отчетность не раскрывается. Можно предположить, что она вся или какая-то часть переведена в юани и рубли.

Ослабление рубля приводит к росту прибыли и дивидендов за счет переоценки валютной «подушки» и наоборот. Компания достигла такого уровня запасов кэша, что процентные доходы (а не только курсовые разницы) стали сопоставимы с доходами от операционного бизнеса.

Вечная недооценка здесь связана с неоптимальной структурой капитала. Инвесторы и без помощи компании могут инвестировать в «кэш», поэтому предпочли бы дивиденды и, покупая акции, они хотят существенный дисконт к «кубышке».

Но все эти риски, как ни странно, создают удивительное преимущество этих бумаг - низкую связь с рынком, что хорошо для диверсификации. Поэтому мы держим эти бумаги, хотя и с долей меньше равновзвешанной.

Металлы



Цены

Цены на металлы стабильны, ближе к стагнации. Мировое производство стало умеренно сокращается. На стороне российских нефтяных экспортеров играет слабый рубль.

Налоги

Уже привычным фактором для компаний сектора стало повышение налоговой нагрузки, фактически все черные и цветные металлурги, золотодобытчики и алмазная промышленность находятся под ее влиянием. Повышение налогов происходит регулярно, но главным фактором здесь всё-таки являются цены.

Рынок

Возможен рост котировок в отдельных историях по мере снижения геополитического накала и выхода из стрессового положения. Рынок в ожидании разворота цикла, но когда он произойдет – неизвестно.

наш выбор

- ▶ В секторе нет претендентов для основного портфеля

изменения

- НЛМК (есть в "обратить внимание)
- Алроса (есть в "обратить внимание)

На что можно обратить внимание

НЛМК

НЛМК продолжает продажи полуфабрикатов на экспорт. Санкции на поставки слябов в Европу перенесли до 2028 года. Компании удалось адаптироваться к изменениям логистики, слабый рубль повысил доходность. Увеличенная налоговая нагрузка продолжает действовать.

Мы выделяем НЛМК среди трех российских металлургических сестер (ММК, НЛМК, Северсталь) как одну из самых эффективных металлургических компаний в мире. НЛМК обладает наиболее диверсифицированным рынком сбыта. Компания вернулась к выплате дивидендов, ожидаем возврат к ежеквартальной частоте выплат.

Слабый рубль, возобновление дивидендов и нормализация геополитической ситуации могут стать драйверами для роста акций. Кроме того, потенциально на продукцию НЛМК возможен рост спроса со стороны новых территорий России. Однако из-за высоких рисков введения санкций не можем включить в основной портфель. При этом эта бумага может подойти многим инвесторам для дополнительной диверсификации портфеля.

АЛРОСА

АЛРОСА продолжает работать в штатном режиме. Несмотря на санкции против компании, АЛРОСА не планирует снижение объемов производства. Определенное давление на результаты оказывает снижение цен на алмазы. Кроме того, возросли коммерческие расходы, скорее всего, связанные «с обходом санкций».

Из положительных новостей отметим, что АЛРОСА в первом квартале 2024 года распродала часть запасов (ГОХРАН выкупил у компании неизвестный объем алмазов, впервые с 2012 г.). В свою очередь, основной конкурент – De Beers, пытается стабилизировать цены сокращением производства.

Компания вернулась к выплате дивидендов, сейчас ожидаемая дивидендная доходность на годовом окне на уровне 11,5%. Относительно низкий уровень котировок АЛРОСА обеспечивает достаточно высокий потенциал роста по нашей DCF-модели, из-за больших рисков не можем рекомендовать в основной портфель.

Электроэнергетика

ДПМ-2 (КОММод*)

Программа ДПМ-1* оказала позитивное влияние на состояние российской электроэнергетики, но её влияние на финансовые результаты компаний уже затухает. Однако 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.

Сейчас действует новая программа 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 стали интересны ростом тарифов и потенциально крупными дивидендными выплатами. Кроме того, потенциальными драйверами роста котировок некоторых энергокомпаний (ИНТЕР РАО, ТГК-1, Юнипро, электросетевые компании) могут стать сделки M&A.

*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.).

наш выбор

- ▶ Россети Центр и Приволжье
- ▶ Россети Центр
- ▶ Россети Московский регион
- ▶ Интер РАО ЕЭС

изменения

+ Россети Центр

Россети Центр, Центр и Приволжье, Московский регион

В секторе электроэнергетики наш выбор пал крепкие дочери электросетевого холдинга – Россети Центр, Россети Московский регион и Россети Центр и Приволжье. Это стабильные компании из коммунального сектора с высокой ожидаемой дивидендной доходностью (13-15%), с очень привлекательными мультипликаторами (P/BV около 0,2-0,3 и P/E около 2-3).

Материнской компании ФСК-Россети предстоят огромные инвестиции, с чем должны помочь дочерние структуры своими дивидендами. DCF-модель по данным электросетевым компаниям дает оценку – 18 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Мы рассматриваем все три акции как одну или почти как одну с точки зрения веса в активном портфеле.

Интер РАО ЕЭС

ИНТЕР РАО продолжает накапливать денежную кубышку – возможны сделки M&A и большие капитальные затраты (предстоят крупные проекты по ДПМ-2 – пик программы в 2026 г.), инвестиционные кредиты субсидируются. Существует также крупный казначейский пакет акций. В 2024 году именно кубышка скомпенсировала просадку по операционной деятельности (рост издержек).

По программе ДПМ-2 (КОММод) запланирован ввод совокупной мощностью 3,5 гВт, при этом общий объем инвестиций до 2030 г. равен 1 трлн руб. В планах до 2030 г. выход на уровень выручки 2,2 трлн руб. и EBITDA – свыше 320 млрд руб.

Компания активно развивается в машиностроении – приобрела производителя электродвигателей, генераторов и трансформаторов для электроэнергетики «Элсиб», контролируемого СУЭК. Рыночная стоимость актива оценивается в 10–13 млрд руб. Покупка «Элсиба» позволит ИНТЕР РАО замкнуть цепочку производства оборудования для ТЭС в машиностроительном портфеле. В 2024 году был приобретен трансформаторный завод СМТТ, ранее СП Силмаша и Toshiba. Компания продолжает скупку энергосбытов – Екатеринбургэнергосбыт и Псковэнергосбыта, которые были куплены в начале 2024 г.

Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев равна 10,3%. Бумаги Интер РАО имеют оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Цены

Цены на удобрения и нефтехимию ушли от своих рекордных пиков, но сейчас слабо восстанавливаются. Слабый рубль очень помогает.

Производство

Ранее на европейском рынке российские химики имели преимущества в виде низких внутренних цен на газ, сейчас это осталось в прошлом. Производители нефтехимии сталкиваются с проблемами реализации продукции и переориентацией на Восток.

Рынок

Производители химической продукции уже не столь интересны по причинам роста их котировок ранее и коррекции цен на удобрения, а вот компании из сектора нефтехимии привлекают ростом бизнеса в будущем.

наш выбор

- Нижнекамскнефтехим (ао и ап) (вес ниже)

изменения

нет изменений

Нижнекамскнефтехим (ао и ап)

Нижнекамскнефтехим перешел к выплатам дивидендов на скромном уровне, приоритет сейчас – это инвестиции. То есть инвесторы, кто покупает сейчас бумаги НКНХ, должны понимать, что это, возможно, очень долгосрочная история. Сейчас завершается строительство нового олефинового (этиленового) комплекса ЭП-600. Запуск ЭП-600 перенесен на начало 2025 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. Еще к 2026 году будет проведена реконструкция старого этиленопровода, что поможет повысить прокачку этилена с «Нижнекамскнефтехима» на «Казаньоргсинтез» в 2,5 раза до 500 тыс. тонн в год.

В 2025 году инвестиции не закончатся, компания приступит к строительству двух новых производств - установки этилбензола и стирола, а также установки полистирола (сумма инвестиций 180 млрд руб.). Полистирол станет конечным продуктом данной цепочки. Проектная мощность производств: 350 тыс. тонн этилбензола, 400 тыс. тонн стирола и 250 тыс. тонн полистирола в год соответственно. Сырьем для них станет продукция комплекса ЭП-600, планируемый срок запуска - 2028 год. Отмечается, что эти проекты позволят российскому рынку выйти на самообеспеченность сразу по двум видам синтетических материалов - полистиролу (в 2023 г. импортировано 80 тыс. т при емкости рынка 400 тыс. т) и АБС-пластикам (ежегодно импортируется 30 тыс. т из потребляемых 50 тыс. т).

Главным риском является потенциальные действия мажоритарного акционера (СИБУР). Возможно отсутствие дивидендов, а также выкуп акций, который может иметь дискриминационный характер в адрес владельцев префов.

Повторим, что бумаги НКНХ это ставка на далекое будущее. При наличии недооценки по основным фундаментальным показателям по нашей DCF-модели бумаги компании имеют наивысший потенциал роста, у обыкновенных акций оценка 19 из 20 и у привилегированных 20 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Указанные выше риски заставляют нас держать эти акции с весом существенно ниже равновзвешанного в активном портфеле.



Потребсектор

Инфляция

Скачок инфляции оказывает положительное влияние на компании из сектора, но в дальнейшем маржинальность бизнеса будет падать из-за роста расходов.

Рынок

Существуют проблемы с переключением роста цен на потребителя в связи с ограничительными мерами со стороны государства. Интересны лишь отдельные компании.

наш выбор

- ▶ Черкизово
- ▶ Инарктика
- ▶ НоваБев

изменения

нет изменений

Черкизово

Черкизово крепкий представитель потребительского сектора, предыдущие инвестиции в новые мощности производства, а также сделки M&A стали находить отражение в финансовых показателях компании. Компания вернулась к выплате дивидендов.

Определенным риском для Черкизово могут быть ограничительные действия со стороны государства в целях торможения роста цен. В 2024 году наблюдалось снижение цен на курятину относительно предыдущего года, но они всё равно находятся на приемлемом уровне.

Компания продолжает развитие - Черкизово планирует увеличить мощности по производству курятины до 1,1 млн т, свинины - до 400 тыс. т (производство в 2023 г. курятина 859 тыс. т, а свинины – 282 тыс. т). В 2024 году компания увеличила посевные площади на 15% до 255 тысяч га за счет появления сельскохозяйственных земель в новых регионах.

Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 8,7%. Бумаги Черкизово имеют оценку 19 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Инарктика

Инарктика, как компания роста из потребительского сектора, заслуживает внимания. Недавно компания пережила реализацию биологических рисков (гибель мальков), но в планах удвоение производства до 60 тыс. тонн всё еще стоит. В 2023 году Инарктика реализовала 28,2 тыс. тонн рыбы. Рост цен на рыбу поддерживает показатели компании.

Инарктика выстраивает вертикально интегрированный бизнес, строятся смолтовый завод в Карелии и кормовой завод в Великом Новгороде, ранее были приобретены несколько заводов по выращиванию малька в России. Также компания вышла на растущий рынок водорослей и продуктов их переработки.

Рост бизнеса, долг на низком уровне, высокая рентабельность, рост дивидендов, всё это привлекает инвесторов. В 2024 году компания провела SPO, уровень free-float достиг 17%. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 11%. По нашей DCF-модели Инарктика имеет оценку 18 из 20, что соответствует рекомендациям «Buy».

Потребсектор (продолжение)

наш выбор (продолжение)

НоваБев

Компания НоваБев продолжает активно развивать собственную розничную сеть «ВинЛаб» (на декабрь 2024 - 2000 магазинов, ранее была озвучена цель к концу 2024 - 2500). Электронная коммерция активно развивается, рентабельность бизнеса выросла. Сеть активно сотрудничает с маркетплейсами и онлайн-сервисами доставки (МегаМаркет, Wildberries, Яндекс.Еда, СберМаркет и Delivery Club). Совсем скоро ВинЛаб станет генерировать больше половины EBITDA группы. Идея spin-off и IPO ВинЛаб витает в воздухе.

НоваБев решила провести операцию аналогичную сплиту, - в ходе неё каждый акционер получил бесплатно семь новых акций на каждую ранее приобретенную. Компания поменяла свою дивидендную политику - более 50% от чистой прибыли (платит 80-95%), ранее норматив по коэффициенту дивидендных выплат был на уровне 25%.

Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 8,4%. Бумаги НоваБев имеют оценку 17 из 20. Рекомендация «Ву» - держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк.

На что еще можно обратить внимание

Корпоративный центр ИКС 5 (ранее X5 Group)

Сейчас ИКС 5 находится в стадии переезда в российскую юрисдикцию в судебном порядке. ИКС 5 намерен в ближайшие годы достигать темпов роста не менее 20% в год за счет агрессивного развития сети «жестких» дискаунтеров «Чижик» (план расширить до 5 тыс. магазинов по итогам 2026 года), 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.

ИКС 5 планирует вернуться к выплате дивидендов после окончания «переезда» в Россию. ИКС 5 имеют оценку 14 из 20. Рекомендация «Ву» - держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк.

Телекомы и IT

Рынок

Ожидается рост показателей за счет ушедших игроков из недружественных стран. Объем интернет-рекламы стремительно растет. Ожидается кратный рост доли онлайн-торговли в общем обороте розничной торговли. Однако данный рост уже включен в оценку компаний. У телекомов есть большие долги и ограничения по росту тарифов, государство сильно ограничивает перекачивание инфляции на потребителей.

наш выбор

- ▶ В секторе нет претендентов для основного портфеля

изменения

- Ростелеком
- АФК Система
- Whoosh (исключен летом)

общий комментарий

Ростелеком и АФК Система (основной актив МТС)

покинули наш портфель, главным образом, по причине роста долговой нагрузки. Компании производят крупные капитальные затраты, но имеют ограничения по росту тарифов со стороны государства. Как оказалось, им переложить инфляцию в цены в полной мере не удалось. Это касается и компании МТС. Наличие высокой ожидаемой дивидендной доходности не является достаточной причиной для вхождения в портфель.

ВУШ был исключен из портфеля еще летом из-за роста долговой нагрузки, а также демпинга со стороны конкурентов. Бумаги компании относительно других альтернатив на рынке теперь не так интересны. Высокая конкуренция на рынке кикшеринга основной риск. Компания после IPO значительно увеличила число самокатов, в дальнейшем проблемой может стать замена старых самокатов без дальнейшего роста долга. Долг может оставаться дорогим длительное время.

Другие истории сектора Телекомы и IT не интересны по причине достаточно высокой оценки относительно других альтернатив, потенциальный рост бизнеса уже включен в их оценку.

Рынок

Сильная отрасль, отличные финансовые результаты. Выплата больших дивидендов, банки смогли восстановить свои балансовые статьи. Однако жесточайшая ДКП Банка России является стрессом для банковской системы. ЦБ РФ заявляет о долгом удержании высоких ставок, пока инфляция не будет в рамках таргета. Мы ожидаем, что только с лета 2025 года начнется снижение ключевой ставки.

Риски

Существует риск торможения кредитования через отмену программ льготной ипотеки, однако мы предполагаем, что она будет продлена или заменена другими инструментами поддержания спроса на кредитные средства. Сохраняется большой риск со стороны создания дополнительных резервов из-за долгого удержания высоких ставок и проблем в экономике.

наш выбор

- ▶ Сбербанк (ао и ап)
- ▶ Банк Санкт-Петербург
- ▶ Ренессанс Страхование
- ▶ Совкомбанк
- ▶ ЭсЭфАй (вес ниже)

изменения

нет изменений

Сбербанк (ао и ап)

Сбербанк стойко переживает время высоких ставок. Прогнозируем, что по итогам 2024 года компания сохранит рекордный уровень прибыли (около 1,5-1,6 трлн руб.) благодаря низкой норме резервирования, а также стремительному росту кредитного портфеля. Больше половины корпоративных кредитов выданы под плавающую ставку. Прогноз на 2025 год – прибыль не ниже прибыли 2024 года.

Банк осуществит дивидендные выплаты за 2024 год исходя из стандартной нормы (50%) Ожидаемая дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций на уровне 15,5%.

По нашей DCF-модели банк имеет высокий потенциал роста, оценка 20 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

Мы продолжаем удерживать этот прибыльный банк. Банку Санкт-Петербург удалось выйти на новый уровень прибыли. Выросший размер капитала позволит закрепиться на уровне ежегодной прибыли 52-57 млрд руб. в ближайшие годы.

Большая часть корпоративных кредитов выданы под плавающую ставку, привязанную к выросшей ключевой ставке ЦБ, при этом БСП имеет сравнительно низкую стоимость фондирования, тем самым обеспечивая высокую маржинальность бизнеса.

Банк повышает норму дивидендных выплат, она уже достигла 40% от чистой прибыли, достаточность капитала позволяет выплаты еще выше. Возможна выплата из нормы 50%. Ожидаемая годовая дивидендная доходность равна 18,2%. Из-за прошедшей коррекции бумаг БСП наша DCF-модель дает оценку 18 из 20, что соответствует рекомендациям «Strong Buy».



Финансы (продолжение)

наш выбор (продолжение)

Ренессанс Страхование

Страховая компания Ренессанс Страхование является бенефициаром высоких ставок. Специфика страхового бизнеса заключается в получении выручки не столько от осуществления непосредственно страховых операций, сколько от инвестиционного дохода. Инвестиционный портфель компании после недавнего поглощения «СК «Райффайзен Лайф» и «ВСК – Линия жизни» уже равен 224 млрд руб. при капитале 45 млрд руб. По сути, это инвестиционная компания. Инвестиции являются как драйвером для роста бизнеса, так и источником рисков.

Определенное давление на финансовые результаты исходит от отрицательной переоценки длинных облигаций. Однако при обратном движении, когда долговой рынок пойдет вверх это принесет сверхдоходы.

По основной деятельности у Ренессанса хорошо идут дела. Ключевыми драйверами роста основного бизнеса компании стали накопительное страхование жизни и автострахование. Размер премий Группы в 1 полугодии 2024 г. вырос на 39%, до 73,4 млрд руб.

Ожидаемая дивидендная доходность акций на уровне 12%. DCF-модель дает оценку 20 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке.

ЭсЭфАй

ЭсЭфАй – инвестиционный холдинг, который в начале 2024 года вывел на IPO свой основной актив – лизинговую компанию Европлан. Позже была продана доля в РуссНефть и выплачены крупные дивиденды. В портфеле еще есть доли в страховой компании ВСК и проблемного М.Видео. Компания произвела упрощение акционерного капитала путем погашения 55% казначейских акций.

Отсутствие серьезного долга и крупных расходов на корпоративном центре положительно играет на стороне ЭсЭфАй. По сути произошло обеление имиджа компании, повлекшее переоценку компании. Компании удалось сделать то, что не смогла сделать АФК Система. Однако, все еще сохраняется потенциал переоценки холдинга относительно основного актива – Европлан.

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

Классические риски холдингов, связанные, прежде всего, с непрозрачностью, заставляют нас держать акции ЭсЭфАй в активном портфеле с весом ниже равновзвешенного.

Совкомбанк

Интересная идея в банковском секторе – растущий Совкомбанк. Размер банка позволяет оставаться гибким. Бизнес-модель банка подразумевает широкую диверсификацию бизнеса. Это классические банковские услуги по кредитованию физических и юридических лиц (8-е место в России по размеру активов) плюс активно развивающиеся финансовые услуги, такие как лизинг, страхование, и управление активами.

Особенностью Совкомбанка являются крупные разовые сделки, связанные с покупкой финансовых активов (M&A) и биржевыми операциями, которые определяют итоговый размер чистой прибыли группы. Совкомбанк в настоящее время компания находится в процессе консолидации Хоум Банка (30-й банк по размеру активов). Совкомбанк имеет в портфеле довольно большую долю длинного долга. Смягчение ДКП может принести сверхдоходы.

Бумаги Совкомбанка вошли в индекс Мосбиржи. DCF-модель дает оценку 19 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке.



ПРОЧИЕ СЕКТОРА

наш выбор

- В секторе нет претендентов для основного портфеля

ИЗМЕНЕНИЯ

- Globaltrans (исключен летом)
- Эталон (остается в "обратить внимание")

На что еще можно обратить внимание

Эталон

Несмотря на все проблемы в строительном секторе, Эталон всё еще остается дешевой и интересной идеей. Группа «Эталон» - компания, фокус которой сосредоточен на жилой недвижимости уровня «комфорт», «бизнес» и «премиум» в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге. Кроме того, застройщик начал работать в регионах – Омск, Екатеринбург, Казань, Тюмень и Новосибирск, что приносит более высокую маржу ввиду низких цен на землю относительно столичного уровня. Компания активно инвестирует в земельный банк, закладывая новую базу проектов.

Определенной проблемой является юрисдикция. Однако компания активно занимается этим вопросом. К тому же мажоритарный акционер (АФК Система) очень заинтересован в дивидендах. Эталон выгодно воспользовался уходом иностранного игрока (YIT) и уже давно не платил дивидендов. По завершении переезда в российскую юрисдикцию Эталон может приятно удивить своих акционеров.

Риском является возможное замедление продаж из-за жесткой политики Банка России, но Эталон, наоборот, в последние месяцы заявляет о росте продаж. Менеджмент рассчитываеткратно увеличить объемы продаж и выручки в ближайшие годы. Добавим, что существует опасность со стороны негативных потенциальных действий мажоритарного акционера по выводу активу в обход дивидендов (Эталон покупает активы у Системы и её дочек).

Возможен возврат в основной портфель после переезда в Россию. DCF-модель дает рекомендацию «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке.

Александр Шадрин | Руководитель аналитической службы

Полина Бруй

Вячеслав Питенко

Бекишев Сергей

Давид Маршалов



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.