

Стратегия на российском рынке акций

Инвестиционный взгляд на рынок
аналитического департамента ООО АТОН

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной ограниченной группе лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и прочими лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Инвестиционное резюме

Что нового в стратегии? Во-первых, мы* вернули рейтинги и целевые цены по акциям компаний, которые мы анализируем (Слайды 8-9). (Раньше мы указывали только индикативные диапазоны справедливой цены акций). Во-вторых, мы запустили «Модельный портфель аналитика» (Слайд 49), содержащий список акций, которые нам нравятся в настоящий момент. Портфель пересматривается раз в неделю. В-третьих, мы проанализировали недавние публичные размещения акций новых эмитентов и можем сделать вывод, что сделки вызвали интерес со стороны инвесторов и весьма вероятно, что будущие размещения — а их, как мы ожидаем, будет еще немало — могут также заинтересовать их.

Наш взгляд на рынок. Несмотря на высокую ключевую ставку ЦБ, российский фондовый рынок уверенно растет, в основном за счет быстрорастущих компаний, ориентированных на внутренний рынок. Тем самым, похоже, реализуется один из двух сценариев, которые мы обозначили в нашей годовой [стратегии](#) на 2024 год. Он назывался «умеренное торможение» и предполагал достижение индексом Мосбиржи уровня в 3 500 пунктов. Теперь мы ожидаем начала реализации нашего второго сценария, который называется «продолжение роста». Он допускает возможность повышения индекса Мосбиржи до 4 000-4 200 пунктов на горизонте 1-1,5 лет. В основе этого сценария по-прежнему лежат ожидания снижения ключевой ставки ЦБ и, соответственно, процентных ставок в экономике в целом. Мы также указываем на низкую фундаментальную оценку российских компаний (2024П P/E – 6,2х**) и постоянный приток новых частных инвесторов на российский рынок (+400-500 тыс. ежемесячно***). Эти факторы по-прежнему актуальны. Кроме того, в последние недели мы наблюдаем еще один значимый фактор, который может способствовать росту российского рынка — повышение мировых цен на сырье (нефть, золото и другие металлы). Мы ожидаем, что этот тренд сместит внимание инвесторов в сторону акций российских экспортеров, которые традиционно имеют большой вес в составе индекса. Наконец, оптимизма инвесторам добавляют относительно сильные макроэкономические [данные](#) (темпы роста ВВП, промышленного производства, потребления).

Оценка рынка. С начала года рублевый индекс Мосбиржи вырос на 11% до 3 435 пунктов. Лучше рынка росли сектора информационных технологий (+38%), телекоммуникаций (+26%), строительных компаний (+21%), а также потребительский сектор (+18%). В настоящий момент медиана P/E российского рынка составляет 6,2х, что приблизительно в 2-2,5 раза ниже мультипликаторов крупных развивающихся рынков. Интересно, что с прошлого года этот мультипликатор не вырос (P/E за 2023 год также составлял 6,2х). То есть, рост рынка идет за счет роста прибыли компаний. Учитывая, что российский рынок сейчас изолирован от международного, а его ликвидность ограничена, мы не исключаем сценария постепенной переоценки российского рынка до уровней стран-аналогов на горизонте 2-3 лет.

Наши предпочтения в акциях. В этой стратегии представлен широкий список наших фаворитов – 18 имен из разных отраслей экономики. Это необычный шаг (как правило, мы стремимся делать более концентрированный список), однако он отражает сегодняшнюю реальность — много интересных компаний с привлекательной оценкой и при этом схожим потенциалом роста. Тактически на фоне роста цен на сырье акции экспортеров могут показать опережающую динамику. Наши фавориты здесь: ЛУКОЙЛ, «Полюс», «РУСАЛ» и «Норильский никель». Напротив, многие компании, ориентированные на внутренний рынок («Яндекс», Ozon, Ростелеком, Магнит, Headhunter), сильно выросли с начала года и обогнали индекс. Тем не менее мы считаем, что и у этих компаний сохраняется хороший потенциал роста, особенно на фоне ожидаемого снижения процентных ставок.

Дивиденды**.** Летом начинается дивидендный сезон. По нашим оценкам, российские компании могут выплатить около 4,2 трлн рублей дивидендов, из них 800 млрд рублей может прийти на российский фондовый рынок, что является значительной суммой. Основной объем выплат придется на июль. Дивидендная доходность топ-20 дивидендных компаний составляет около 13%, что сопоставимо с доходностью «длинных» ОФЗ.

* Здесь и далее представлено мнение Аналитического департамента АТОН; ** оценки и расчеты ИК «АТОН»; *** данные Мосбиржи

**** Возможности роста и выплаты дивидендов являются оценочными и не гарантируются

Оглавление

Инвестиционное резюме	2
Наши предпочтения в российских акциях	4
Взгляд на экономику РФ	12
Российский рынок	18
Дивиденды	20
Ренессанс на российском рынке первичных размещений	24
Количественные показатели российского рынка акций	28
Редомициляция	40
Модельный портфель аналитиков	48
Нефтегазовый сектор	51
Золото	58
Телекомы и IT	65
Потребительский сектор	71
Финансовый сектор	76
Недвижимость	79
Транспорт	82

Наши предпочтения в российских акциях

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	Справедливая цена акции*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 2024П	Инвестиционное заключение
Сбер	SBER RX	6 997	330	10%	0,9***	Банк фундаментально недооценен по финансовым мультипликаторам по сравнению со своими историческими средними значениями. «Сбер» демонстрирует устойчивые ключевые финансовые метрики и выплачивает стабильные дивиденды в размере 50% от чистой прибыли по МСФО. По нашему мнению, акции «Сбера» — это долгосрочные инвестиции и ставка на развитие российской экономики, а также начало снижения процентных ставок.
Мосбиржа	MOEX RX	512	250	11%	4,5	Биржа является бенефициаром многих процессов – увеличения объема торгов, размещения новых акций и облигаций, прихода на рынок новых частных инвесторов. Кроме того, компания зарабатывает дополнительные процентные доходы благодаря высоким процентным ставкам, развивает финансовый маркетплейс «Финуслуги» и планирует выплатить хорошие дивиденды (65% от чистой прибыли) за 2023 год. В 2024 году мы также прогнозируем большую чистую прибыль компании в размере 65 млрд рублей (+7% г/г).
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	5 295	9 500	24%	2,1	Наш фаворит в нефтегазовом секторе благодаря его привлекательной оценке в 2,1х по мультипликатору EV/EBITDA 2024П (против его собственного 5-летнего среднего 3,7х) и хорошим дивидендам, с потенциальной доходностью около 16%*. В обстановке текущей турбулентности на рынке мы предпочитаем акции стоимости акциям роста и считаем дивиденды ключевым фактором в инвестиционном кейсе компании. На наш взгляд, новость о потенциальном выкупе до 25% компании у инвесторов-нерезидентов еще не полностью учтена в цене, и мы видим потенциал роста бумаги примерно на 10%, если российские власти дадут разрешение на выкуп.
Норникель	GMKN RX	2 301	20 000	33%	5,4	Как и ранее, мы считаем «Норникель» фундаментально привлекательной компанией на российском фондовом рынке, о чем свидетельствуют высокая рентабельность (рентабельность по EBITDA около 50%), диверсифицированная корзина металлов (Ni, Cu, Pd, Pt), существенное присутствие на мировом рынке палладия (40% мирового предложения) и высокосортного никеля (20%). Мы занимаем умеренно позитивную позицию по бумаге, ожидая восстановления цен на палладий и никель на фоне снижения запасов, а также повышения ликвидности от дробления акций, которое было проведено в начале апреля 2024 г.
РУСАЛ	RUAL RX	601	50	26%	8,4	Мы сохраняем позитивный взгляд на инвестиционный кейс РУСАЛа в 2024 году. Мы полагаем, что в 2024 г. финансовые результаты компании будут поддержаны ростом цен на алюминий (цена выросла до максимума с февраля 2023). Мы также ожидаем, что меры инфраструктурного стимулирования со стороны правительства Китая будут способствовать дальнейшему росту спроса. Тем не менее, важными аспектами остаются высокая долговая нагрузка и отсутствие дивидендов, а также вопрос экспортных пошлин, поскольку они могут оказать существенное негативное влияние на низкорентабельный алюминиевый бизнес.

Источник: Московская биржа, оценки АТОН, данные компаний

* Здесь и далее наши прогнозы финансовых результатов, целевых цен акций и дивидендов, а также их выплаты являются оценочными, их исполнение не гарантируется.

** Потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции

*** Для оценки банков используется мультипликатор P/BV

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	Справедливая цена акции*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 2024П***	Инвестиционное заключение
Полюс	PLZL RX	1 739	14 000	10%	6,6	Компания остается российским и мировым лидером по запасам (97 млн унций) и себестоимости производства (\$389 на унцию TCC и \$754 AISC). Мы считаем, что акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы, стремящиеся иметь в своем портфеле акции золотодобывающей компании, обладающие наименьшей чувствительностью к колебаниям цен на золото. В результате программы приобретения акций (выкуплено около 30% всех размещенных бумаг) компания существенно нарастила свою долговую нагрузку – до 1,9х по состоянию на конец 2023 г. Компания отмечала, что для возвращения к обсуждению дивидендов необходимо убедиться в достаточности денежного потока. В 2024 г. «Полюс» намерен представить обновленный график запуска Сухого Лога, при этом на 2025-2027 гг. может прийти пик капвложений.
Самолет	SMLT RX	228	5 500	49%	2,9	Акции выглядят значительно недооцененными по мультипликатору EV/EBITDA, учитывая быстрый рост компании и относительно других девелоперов. «Самолет» продолжает активно выходить в новые регионы и жилищные сегменты, приобретать новые активы и развивать собственную экосистему. Как результат, доля рынка компании растет в условиях ожидаемого снижения продаж у других застройщиков. В 2024 г., по прогнозам компании, продажи вырастут на 69% г/г в натуральном и 67% г/г в денежном выражении, что является амбициозной целью. Ожидаемое частное размещение акций дочерней компании « Самолет Плюс » (сети агентств недвижимости) среди инвесторов в 2024 году может стать дополнительным катализатором для роста акций компании.
Whoosh	WUSH RX	35	400	29%	5,9	Мы видим, что сервис микромобильности все глубже проникает в транспортную систему городов и находит поддержку муниципальных властей, которые высказываются за его дальнейшее развитие при адекватном уровне регулирования. Мы выделяем быстрый рост бизнеса компании и хорошую экономику его самокатов, которая заметно улучшается по мере их более интенсивного использования в городах.
Globaltrans	GLTR RX	136	1 100	37%	2,1	Компания успешно переехала с Кипра в Абу-Даби. Теперь она может приступить к поиску решения, как выплатить дивиденды своим акционерам, хотя на данный момент никаких опций инвесторам не представлено. Тем не менее, нам по-прежнему нравятся акции компании. Спрос на перевозки грузов остается высоким, ставки на перевозку тоже растут. Компания генерирует большой свободный денежный поток и аккумулирует денежные средства на своем балансе.
Ozon	OZON RX	840	4 700	21%	25,4	Второй по обороту и единственный публичный игрок в России, ориентированный исключительно на стремительно развивающийся рынок онлайн-торговли. Выход на безубыточность на уровне EBITDA при высоких темпах роста оборота (2,1х в 2023 по сравнению с предыдущим годом) доказывает эффективность бизнес-модели Ozon. Текущее укрепление рыночных позиций в перспективе может способствовать росту показателей прибыли компании. Ожидаем, что в 2024 году Ozon продолжит показывать хорошие результаты на фоне сильного потребительского спроса.

Источник: Московская биржа, Data Insight, оценки АТОН, данные компаний

* Здесь и далее наши прогнозы финансовых результатов, целевых цен акций и дивидендов, а также их выплаты являются оценочными, их исполнение не гарантируется.

** Потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции

*** Для оценки банков используется мультипликатор P/BV

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	Справедливая цена акции*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 2024П***	Инвестиционное заключение
Яндекс	YNDX RX	1 428	5 460	38%	11,2	Ключевые факторы инвестиционной привлекательности «Яндекса» — прочные позиции в сегментах «Поиска» и «Такси» (более 60% рынка, по нашим оценкам), уникальные преимущества экосистемы и успешный опыт развития новых направлений. Крупнейший сегмент компании оказался в выигрыше от ухода иностранных конкурентов и восстановления рекламных бюджетов, показав рост EBITDA более чем на 50% в 2023 году, и мы ожидаем, что на фоне дальнейшего роста и цифровизации экономики он продемонстрирует достойные результаты и в 2024 году. В то же время «Яндекс» продолжает укреплять позиции в новых сегментах, включая доставку еды, облачные технологии, развлекательные и другие сервисы, многие из которых либо уже вышли, либо близки к выходу в прибыль. Компания, по нашим расчетам, по-прежнему торгуется с большим дисконтом к своей исторической оценке (около 50%). Мы ожидаем, что дисконт может сократиться после завершения реструктуризации.
HeadHunter	HHRU RX	215	5 000	31%	8,3	Высокий дефицит рабочей силы на рынке труда стимулирует рост спроса на услуги HeadHunter, что находит отражение в его финансовых результатах: в 2023 году рост выручки достиг 63% г/г, а EBITDA подскочила на 90% г/г — это одни из лучших показателей в российском ИТ-секторе. Компания находится в процессе редомициляции в Россию, и успешное завершение этого процесса может повысить ее ценность для российских акционеров и сделать возможной выплату дивидендов. По нашим расчетам, размер дивидендов мог бы составить около 390 рублей на акцию из суммы чистых денежных средств на балансе по состоянию на декабрь 2023 года и около 170 рублей на акцию из расчета 50% чистой прибыли за 2024 год.
Система	AFKS RX	232	31.5	30%	—	В операционном плане крупнейшие непубличные бизнесы «Системы», включая «Медси», «Биннофарм», Агрохолдинг «Степь», Cosmos Hotel Group и ГК «Элемент», на наш взгляд, готовы к первичному размещению, и появление соответствующих новостей на фоне роста числа размещений на российском рынке может послужить катализатором раскрытия стоимости «Системы». По нашей оценке, холдинг сейчас торгуется с дисконтом в районе 60% к стоимости чистых активов, что соответствует верхней границе исторического диапазона, который имеет свойство сокращаться в периоды размещения «дочек».
МТС	MTSS RX	598	325	9%	4,7	МТС сохраняет стабильные показатели в своем основном сегменте услуг связи, что обеспечивает ей солидный денежный поток, потенциальную возможность выплачивать дивиденды и развивать новые направления, включая финтех, медиа и облачные технологии. По нашим ожиданиям, в 2024 году компания сможет выплатить дивиденды в районе 36 рублей на акцию.* В предыдущие годы выплата совершалась в июне-июле. Дополнительную поддержку котировкам могут оказать новости о размещении МТС Банка.

Источник: Московская биржа, Интерфакс, оценки АТОН, данные компаний

* Здесь и далее наши прогнозы финансовых результатов, целевых цен акций и дивидендов, а также их выплаты являются оценочными, их исполнение не гарантируется.

** Потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции

*** Для оценки банков используется мультипликатор P/BV

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	Справедливая цена акции*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 2024П***	Инвестиционное заключение
Ростелеком / Ростелеком прив.	RTKM RX	357	120	17%	3,0	Мы позитивно оцениваем перспективы «Ростелекома» с учетом стабильных показателей традиционных сервисов связи и динамичного развития новых направлений, которые пользуются повышенным спросом на фоне цифровизации экономики, ухода иностранных аналогов и поддержки со стороны государства. Катализатором роста акций могут стать возможные новости о первичном размещении акций дочерних компаний (вероятно, ЦОДов), а также новости об обновлении стратегии развития и дивидендной политики. Обыкновенные акции «Ростелекома» исторически торгуются с премией к привилегированным, что оправдано их более высокой ликвидностью. По нашим расчетам, с начала 2020 года премия в среднем составляла порядка 7%.
Магнит	MGNT RX	792	8 800	13%	5,2	Второй по величине выручки игрок в российской продуктовой рознице. В 2022 и за первые 9 месяцев 2023 года динамика сопоставимых продаж «Магнита» в среднем была несколько ниже, чем у X5, зато компания, на наш взгляд, показала более устойчивую рентабельность. Большой запас ликвидности подразумевает возможность повышенных дивидендных выплат. В марте «Магнит» опубликовал отчетность по РСБУ, из которой следует, что технически компания может выплатить до 960 рублей на акцию за 2023 год. Ранее компания платила дивиденды дважды в год, что говорит о возможности выплаты еще порядка 360 рублей из чистой прибыли за часть 2024 года на горизонте 12 месяцев.*
Лента	LENT RX	119	1 200	22%	4,0	Новая стратегия «Ленты» направлена на развитие малых форматов и онлайн-сегмента. В результате приобретения сети магазинов «Монетка» в октябре 2023 г. доля малых форматов в общей выручке «Ленты» превысила 35% (до сделки она составляла примерно 15%). Во 2-м полугодии 2023 г. компания продемонстрировала положительную динамику сопоставимых продаж, а в 4-м квартале 2023 г. ей удалось значительно улучшить рентабельность EBITDA (+1,5 п.п. в годовом сравнении) до 8%, приблизив ее к историческим уровням. Укрепление позитивной динамики в ближайшие периоды может способствовать пересмотру рынком инвестиционного кейса и оценки компании.
Мать и дитя	MDMG RX	77	1 140	12%	6,7	«Мать и дитя» — вторая по объему выручки компания на рынке частных медицинских услуг в России и крупнейшая в сегменте женского и детского здоровья. Группа предлагает экспозицию на растущие сегменты рынка, прочное финансовое положение с доказанной историей эффективности (рентабельность EBITDA выше 30%) и достойные дивиденды — по нашей оценке, данный показатель может составить 130-180 рублей в следующие 12 месяцев.* Хорошие результаты за 2023 год (выручка +10%, EBITDA +16%, скорректированная чистая прибыль +30%) подтверждают наш позитивный взгляд на компанию.

Источник: Московская биржа, Интерфакс, Forbes, оценки АТОН, данные компаний

* Здесь и далее наши прогнозы финансовых результатов, целевых цен акций и дивидендов, а также их выплаты являются оценочными, их исполнение не гарантируется.

** Потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции

*** Для оценки банков используется мультипликатор P/BV

Справедливая цена акций^{*}

Компания	Тикер	Цена за акцию, руб.	Справедливая цена акции, руб. [*]	Потенциал роста ^{**}	Дивиденд на акцию, руб. ^{***}	Див. дох-ть	Полная дох-ть ^{****}
Финансовый сектор							
Сбер	SBER RX	300	330	10%	33	11%	21%
Мосбиржа	MOEX RX	225	250	11%	17	8%	19%
ВТБ	VTBR RX	0	0,027	17%	0	0%	17%
ТКС Холдинг	TCSG RX	3 211	3 500	9%	130	4%	13%
Ренессанс Стр.	RENI RX	102	120	18%	10	10%	28%
МКБ	CBOM RX	8	8	5%	0	0%	5%
Совкомбанк	SVCB RX	20	н.д.	—	0,9	4%	-
Европлан	LEAS RX	966	н.д.	—	84	9%	-
Транспорт							
Globaltans	GLTR RX	803	1 100	37%	221	27%	64%
ДВМП	FESH RX	94	н.д.	—	0	0%	—
Совкомфлот	FLOT RX	132	140	6%	0,2	0%	6%
Whoosh	WUSH RX	311	400	29%	13	4%	33%
Аэрофлот	AFLT RX	48	50	3%	0	0%	3%
Делимобиль	DELI RX	327	350	7%	0	0%	7%
Недвижимость							
ПИК	PIKK RX	869	1 000	15%	0	0%	15%
Эталон	ETLN RX	92	110	19%	0	0%	19%
ЛСР	LSRG RX	1 009	800	-21%	100	10%	-11%
Самолет	SMLT RX	3 703	5 500	49%	163	4%	53%
Энергетика							
Юнипро	UPRO RX	2,1	4,0	92%	0	0%	92%
РусГидро	HYDR RX	0,7	1,0	37%	0,1	7%	44%
Интер РАО	IRAO RX	4,3	4,0	-6%	0,3	8%	2%
ФСК	FEES RX	0,1	н.д.	—	0,0	0%	—
Нефть и газ							
Газпром	GAZP RX	158	160	2%	0	0%	2%
НОВАТЭК	NVTK RX	1 284	1 400	9%	77	6%	15%
Роснефть	ROSN RX	569	675	19%	52	9%	28%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	7 643	9 500	24%	1 192	16%	40%
Газпром нефть	SIBN RX	750	800	7%	113	15%	22%
Татнефть	TATN RX	709	825	16%	91	13%	29%

^{*} Справедливая цена акции рассчитывается аналитиками ИК АТОН на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными; ^{**} потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции; ^{***} ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется; ^{****} полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М

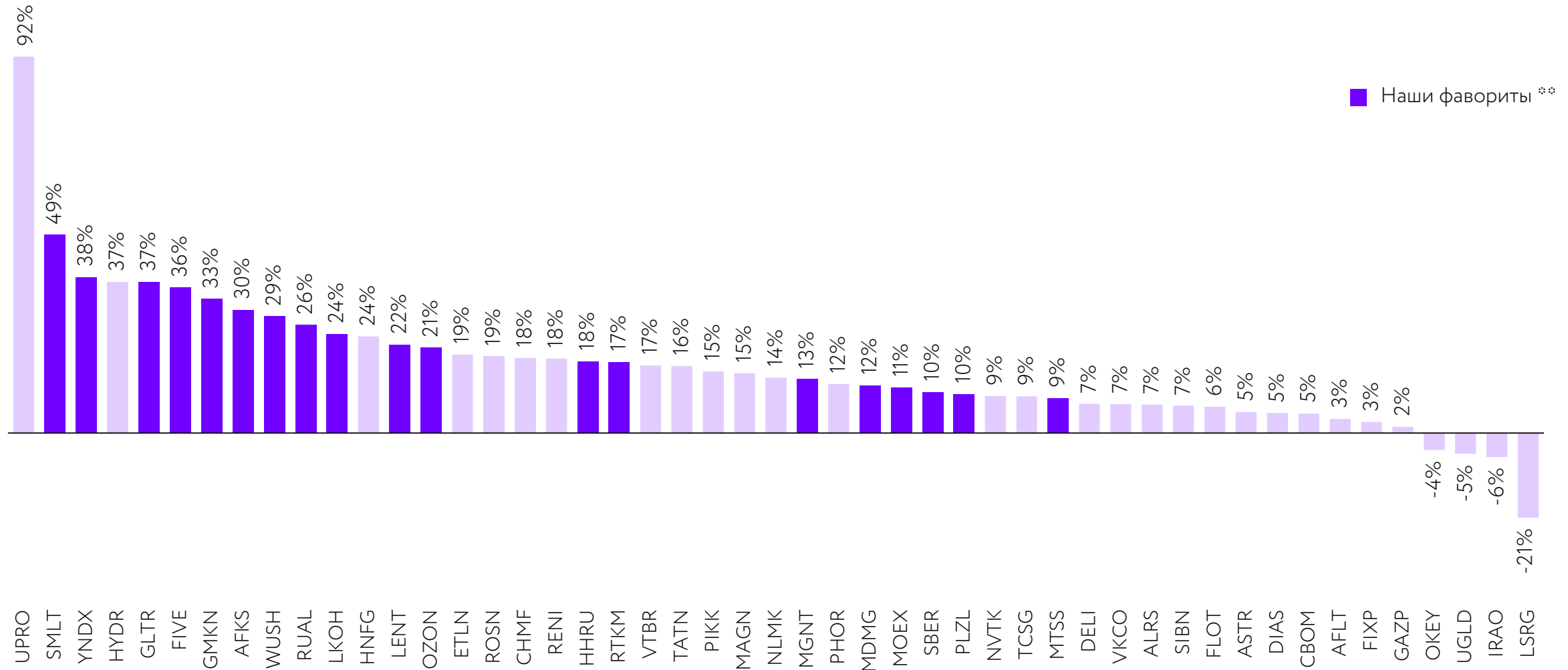
Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Компания	Тикер	Цена за акцию, руб.	Справедливая цена акции, руб.*	Потенциал роста**	Дивиденд на акцию, руб.***	Див. дох-ть	Полная дох-ть****
Сырьевой сектор							
Норникель	GMKN RX	15 054	20 000	33%	753	5%	38%
РУСАЛ	RUAL RX	40	50	26%	0	0%	26%
ММК	MAGN RX	57	65	15%	5,1	9%	24%
Северсталь	CHMF RX	1 859	2 200	18%	223	12%	30%
НЛМК	NLMK RX	220	250	14%	25	12%	25%
АЛРОСА	ALRS RX	79	85	7%	4,7	6%	13%
Полюс	PLZL RX	12 782	14 000	10%	1 150	9%	19%
Полиметалл	POLY RX	333	н.д.	—	6,7	2%	—
Южуралзолото	UGLD RX	0,9	0,9	-5%	0,1	7%	2%
Фосагро	PHOR RX	6 696	7 500	12%	603	9%	21%
Сегежа	SGZH RX	4	н.д.	—	0	0%	—
IT и Телекомы							
Яндекс	YNDX RX	3 951	5 460	38%	0	0%	38%
VK	VKCO RX	616	660	7%	0	0%	7%
Ozon	OZON RX	3 889	4 700	21%	0	0%	21%
HeadHunter	HHRU RX	4 252	5 000	18%	560	13%	31%
Астра	ASTR RX	685	720	5%	10	1%	7%
Диасофт	DIAS RX	6 082	6 380	5%	420	7%	12%
МТС	MTSS RX	299	325	9%	36	12%	21%
Ростелеком	RTKM RX	102	120	17%	6	6%	23%
Ритейл							
X5 Group	FIVE RX	2 802	3 800	36%	500	18%	53%
Магнит	MGNT RX	7 773	8 800	13%	1300	17%	30%
Fix Price	FIXP RX	312	320	3%	40	13%	16%
Лента	LENT RX	983	1 200	22%	0	0%	22%
ОКей	OKEY RX	31	30	-4%	0	0%	-4%
Henderson	HNFG RX	720	890	24%	40	6%	29%
Мать и дитя	MDMG RX	1 021	1 140	12%	180	18%	29%
Конгломераты							
Система	AFKS RX	24	31,5	30%	0,52	2%	32%

* Справедливая цена акции рассчитывается аналитиками ИК АТОН на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными; ** потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции; *** ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется; **** полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М

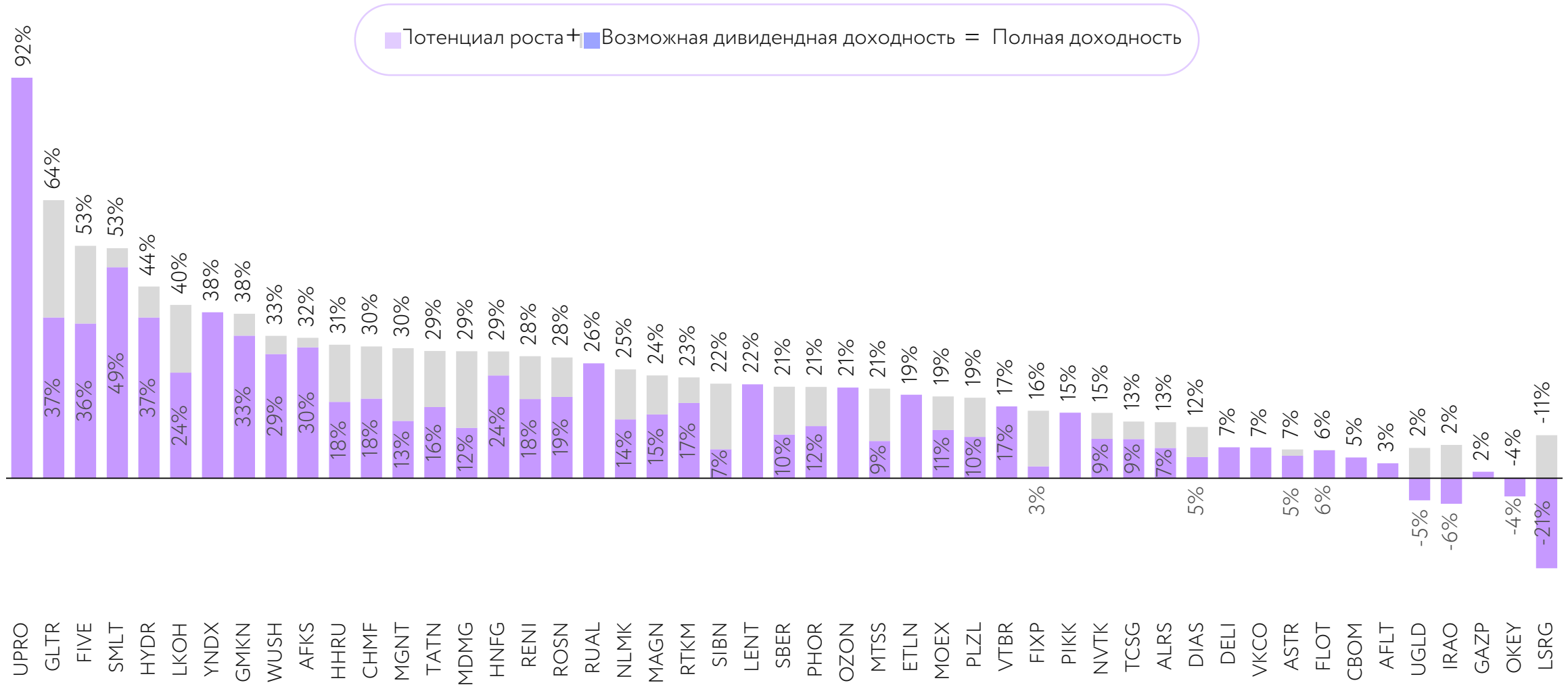
Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Потенциал роста акций компаний к справедливой цене*



* Потенциал роста рассчитывается как отношение величины справедливой цены акции к текущей цене акции; ** фавориты определены на основании инвестиционного заключения по компаниям, потенциала роста и прогнозируемой дивидендной доходности в следующие 12 месяцев
 Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Полная доходность акций, включая дивиденд, в следующие 12М*



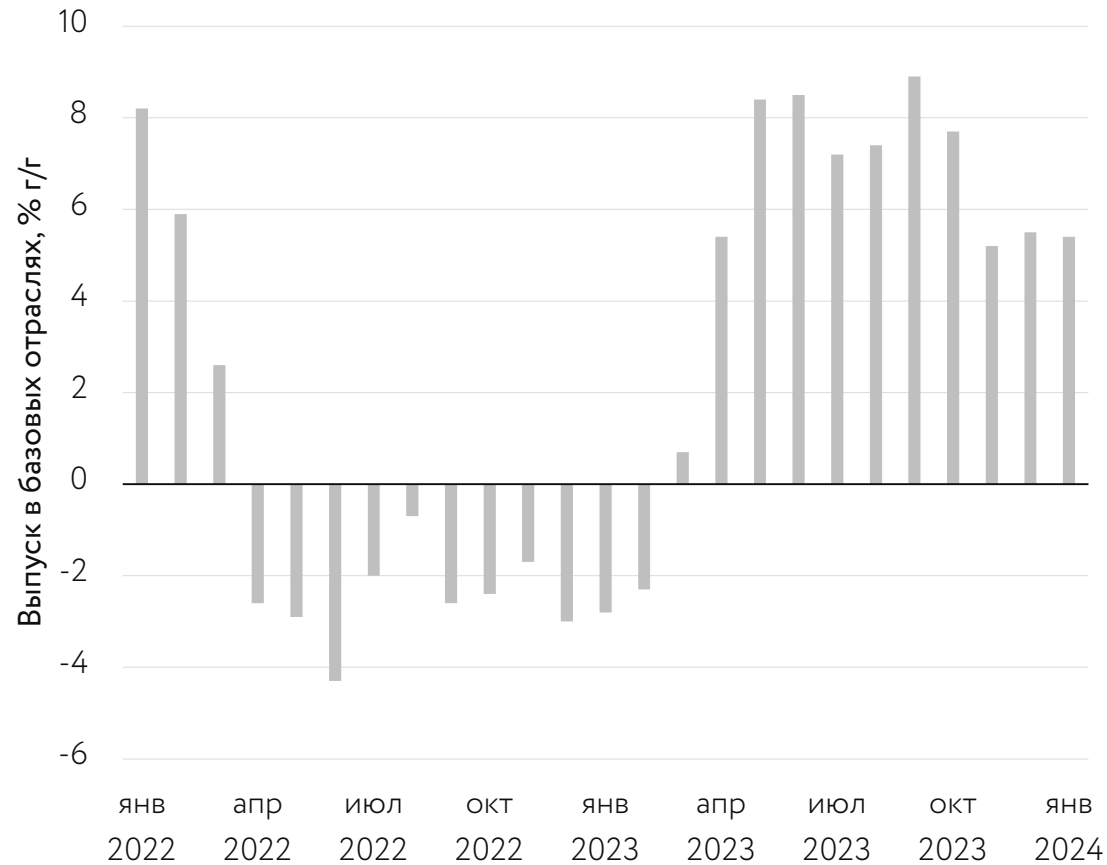
* Полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М. Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется
 Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Российская экономика: начало года внушает оптимизм

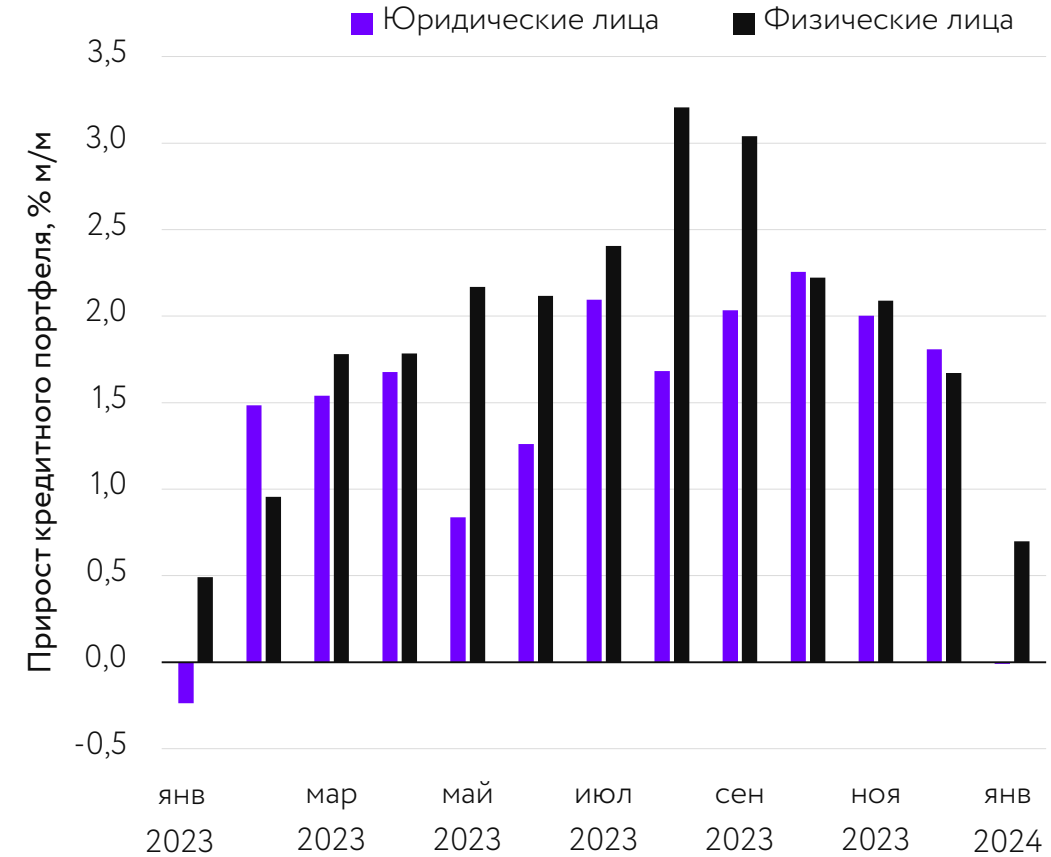
- Согласно данным Росстата, за январь совокупный объем производства в базовых секторах экономики (промышленность, сельское хозяйство, строительство, транспорт, торговля) вырос на 5,4% г/г, что сопоставимо с показателями ноября и декабря 2023 года (5,2% и 5,5% г/г соответственно). Этот показатель подтверждает, что экономика оставалась в хорошей форме, и что рост ВВП в годовом исчислении в 1-м квартале 2024 может быть близок к показателю 4-го квартала 2023. По предварительной оценке, экономика в январе выросла на 4,6% г/г.
- Если в этом году не произойдет никаких потрясений, то промышленность продолжит расти темпами, аналогичными прошлогодним. Скорее всего это заложит основу для неплохого роста ВВП в целом. Однако некоторые другие ключевые секторы экономики могут замедлиться, из-за увеличения стоимости заимствований в результате повышения ключевой ставки.
- В потребительском секторе наблюдается неплохой рост, который обеспечен скорее ростом оплаты труда на фоне дефицита рабочей силы. Росстат сообщил, что средняя номинальная заработная плата выросла на 16,6% г/г в декабре 2023 года (на 14,4% в среднем в 2023 году). В реальном же выражении увеличение оплаты труда в прошлом году составило 7,8% г/г (в декабре 2023 года она выросла на 8,5% по сравнению с декабрем 2022 года). Однако, в ближайшее время мы ожидаем сокращения темпов роста потребления товаров длительного пользования из-за замедления потребительского кредитования (этот сектор оказался весьма чувствительным к ужесточению монетарных условий). Помимо этого, менее доступные ипотечные кредиты, вероятно, приведут к замедлению роста жилищного строительства. Первые признаки этого уже начали появляться, если в 2023 г. рост в строительном секторе составил 7,9%, то в январе он опустился в годовом выражении до 3,9%.
- В секторе корпоративного кредитования наблюдается несколько иная картина. Компании по-прежнему наращивают задолженность. С одной стороны, это можно связать с их уверенностью, что высокие ставки продержатся недолго. С другой стороны, многие стараются не упустить уникальные возможности и готовы платить за это дополнительную премию. Дефицит рабочей силы предполагает, что компаниям нужно инвестировать в повышение эффективности производства. Однако эта ситуация может поменяться, если период высоких ставок затянется и издержки станут слишком значительными.

Российская экономика: начало года внушает оптимизм

Выпуск в базовых отраслях в начале года остался на высоком уровне



Корпорации активно привлекали кредиты в конце 2023 г.



Валютный рынок: без перемен

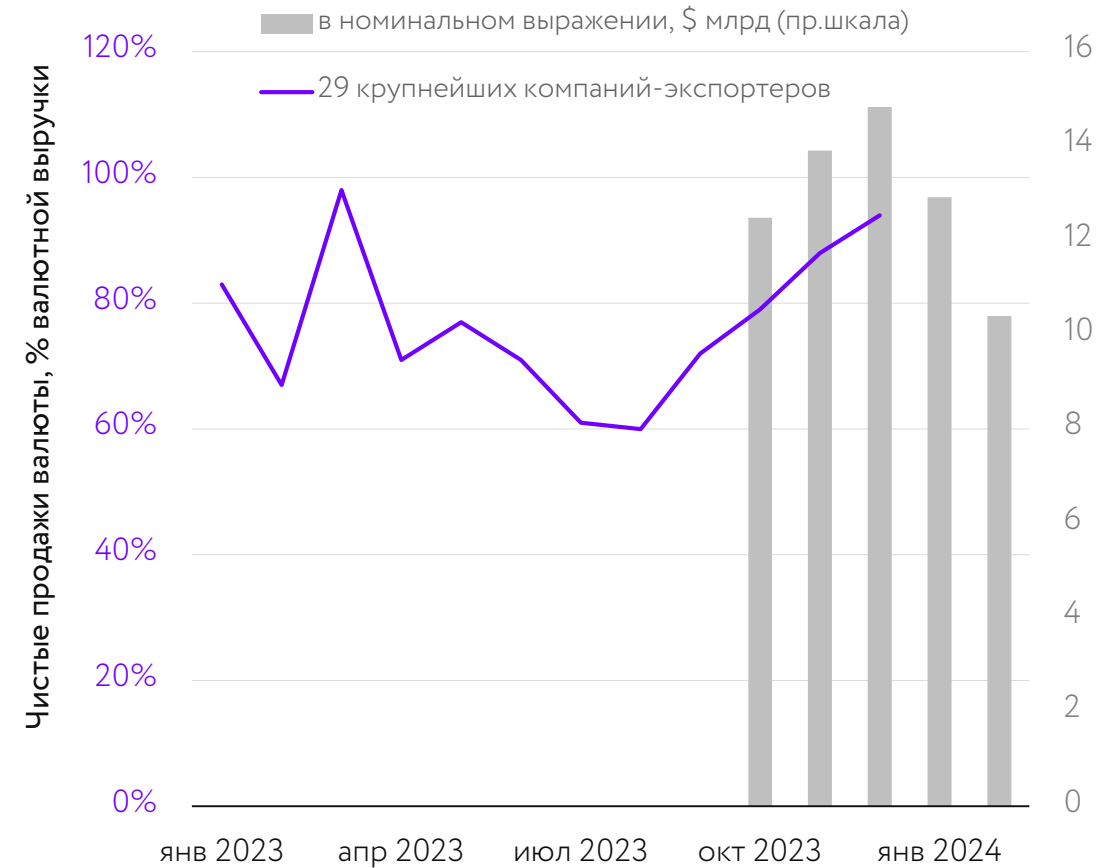
- С начала года обменный курс ослаб чуть более чем на 3%, однако с поправкой на достаточно высокую (даже внутри дня) волатильность, такая динамика не вызывает большого удивления. Курсообразование в нынешних условиях во многом определяется объемом предложения валюты со стороны экспортеров. Напомним, что с осени прошлого года в России действует требование по обязательной продаже валютной выручки. Действие этих ограничений истекает в апреле, и в начале года активизировалась дискуссия о целесообразности их пролонгации. ЦБ РФ сомневается в необходимости этого шага, тогда как представители правительства придерживаются противоположной позиции. Если опираться на данные статистики, то оказывается, что к концу прошлого года доля продаваемой валюты (на основе отчетности 29 крупнейших экспортеров) поднялась до 94% от общего объема валютной выручки против 60% непосредственно перед введением данных требований. Это является достаточно хорошей иллюстрацией эффективности данного механизма. Безусловно, рыночное ценообразование несколько искажается за счет действия административных ограничений, но, вероятно, подобный компромисс является приемлемым. Мы полагаем, что аргументы правительства окажутся более значимыми и требования по обязательной продаже сохранятся как минимум до конца года. Однако, на горизонте 12-18 месяцев есть смысл постепенно вернуться к более либеральной модели.
- Согласно статистике ЦБ РФ, в феврале объем продаж валюты экспортерами снизился до \$10,4 млрд против \$12,9 млрд в январе, и именно в этом месяце рубль «потерял» 2,9% своей стоимости. Нельзя исключать, что на это оказало влияние ужесточение антироссийских санкций в области энергетики, в результате которых, по сообщениями СМИ, были затруднены расчеты за поставки нефти. В прошлом аналогичные проблемы решались на горизонте нескольких месяцев, и поэтому есть все основания предполагать, что предложение валюты в среднесрочной перспективе возрастет.
- На наш взгляд, в ближайшие месяцы ситуация на рынке будет оставаться относительно стабильной, а обменный курс рубля по отношению к доллару будет колебаться в диапазоне 90-95 руб./долл. В случае успешной адаптации участников внешней торговли к ужесточившимся условиям расчетов этот диапазон может сдвинуться вниз. Ключевым риском, как обычно, выглядит потенциальный рост геополитической напряженности, а также введение новых антироссийских санкций, которые могут затронуть расчетную систему.

Валютный рынок: без перемен

Обменный курс оставался относительно стабильным в начале года



Доля продаж валюты экспортерами возросла после введения требований по продаже выручки



Долговой рынок: в поисках предела роста доходности

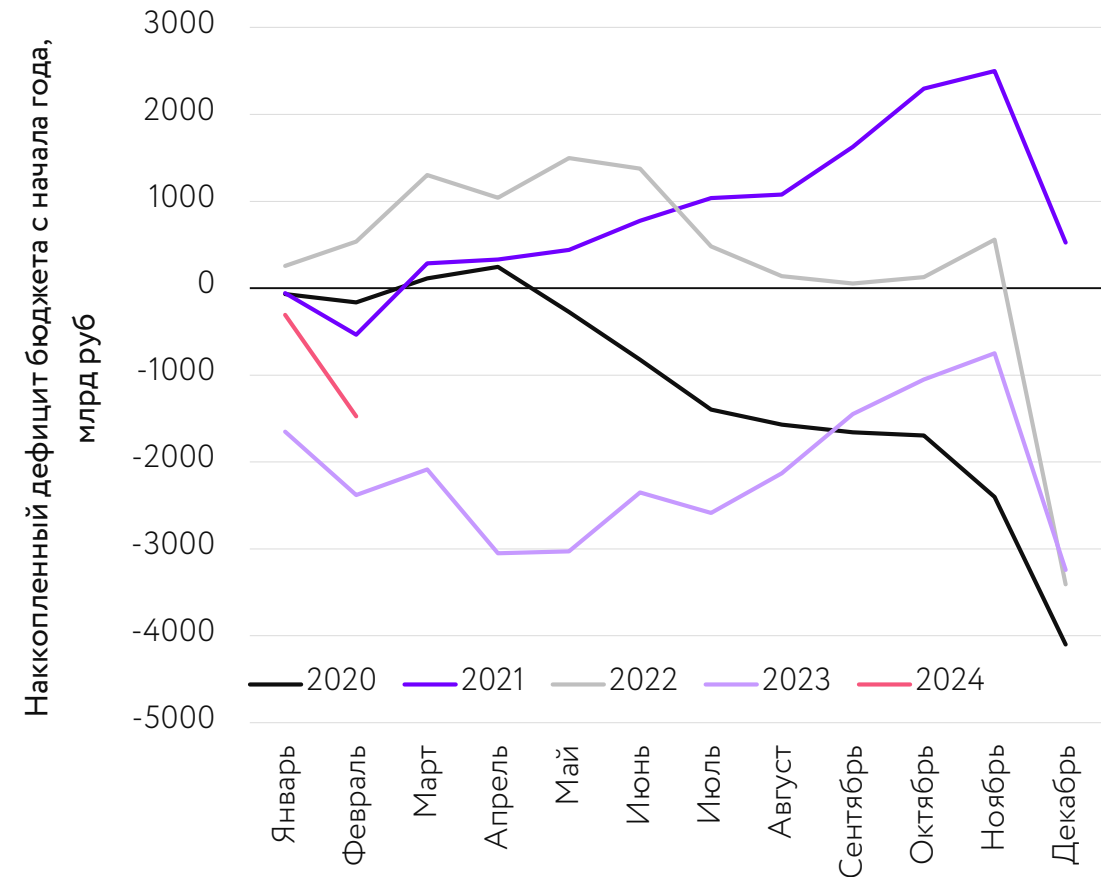
- На долговом рынке в начале года оптимистичные настроения сменились более консервативным настроением. На фоне относительно высоких показателей инфляции и комментариев со стороны официальных лиц ЦБ, что снижение ставки возможно не ранее 2-го полугодия 2024, большинство инвесторов разуверились в возможности смягчения монетарной политики в ближайшие месяцы. Активные же заимствования со стороны Минфина создавали давление на кривую доходности. В результате она уверенно стала двигаться вверх, а десятилетние ОФЗ к второй половине марта достигли отметки 13,5% годовых.
- С одной стороны, этот уровень доходности выглядит вполне привлекательным для инвестирования. С другой стороны, не исключено, что текущий тренд еще не закончился, тем более что для Минфина займы являются основным элементом финансирования дефицита бюджета. Во многом ситуация на рынке будет определяться монетарной политикой ЦБ. В этом свете данные по инфляции, как фактор во многом предопределяющий действия регулятора, выглядят критически важными. Мы полагаем, что степень жесткости ДКП в 2024 году вряд ли возрастет. Поэтому при условии снижения номинальных показателей ИПЦ, регулятор вполне может пойти на сокращение ключевой ставки. В начале марта инфляция в недельном выражении опускалась до нулевой отметки и, если тенденция к замедлению инфляции сохранится, то инвесторы могут начать закладывать смягчение ДКП уже во 2-м квартале 2024.
- Еще один фактор, который беспокоит инвесторов – это расходы бюджета, которые в феврале резко возросли. Если по итогу января дефицит составлял 308 млрд рублей, то к концу февраля он вырос почти до 1,5 трлн рублей. С одной стороны, всплеск расходов, вероятно, был связан с проведением президентских выборов, которые традиционно предваряются различными социальными выплатами. С другой стороны, в начале 2023 года был также отмечен рост трат бюджета в связи с авансированием госзаказа. Тогда его пик пришелся на январь, но вполне вероятно, что в 2024 году он сместился на февраль. Так или иначе мы полагаем, что в дальнейшем расходы придут к сезонной норме, в течение ближайших месяцев дефицит бюджета будет неуклонно снижаться и значимость этого фактора может снизиться. Однако неопределенность в части сроков начала финансирования новых государственных инициатив может добавлять нервозности рынку.

Долговой рынок: в поисках предела роста доходности

Обменный курс оставался относительно стабильным в начале года



Доля продаж валюты экспортерами возросла после введения требований по продаже выручки



Взгляд на рынок: позитивные настроения преобладают

Динамика индекса Мосбиржи



Мы ожидаем **продолжения роста индекса Мосбиржи** по следующим причинам:

- ЦБ [подает сигналы](#), что со 2-го полугодия 2024 начнется снижение ключевой ставки.
- Хорошие макроэкономические [показатели](#) — предварительные данные по росту ВВП, динамике промышленного производства и потребления за январь-февраль 2024 года сильные и выше наших ожиданий.
- Приход на рынок частных инвесторов сохраняется на высоком уровне — 400-500 тыс. ежемесячно, согласно [данным](#) Мосбиржи.
- По нашему мнению, на рынке присутствует большой объем ликвидности. На фоне высоких ставок частные инвесторы пока инвестируют свободную ликвидность в инструменты денежного рынка. Однако по мере снижения доходности в этих инструментах может начаться их переток в акции и облигации.
- На фондовый рынок выходит большое количество новых эмитентов, что позволяет инвесторам диверсифицировать свои портфели.
- Фундаментальная оценка российских акций по-прежнему невысокая. По нашим оценкам, российский рынок остается одним из самых дешевых по рыночным мультипликаторам P/E и EV/EBITDA среди крупных развивающихся и развитых рынков.
- Летом начинается дивидендный сезон. Мы рассчитываем, что из потенциальных дивидендов около 800 млрд рублей может прийти на российский фондовый рынок, что является значительной суммой.

Начало нового цикла в сырьевых товарах?

- Сырьевые товары могут вернуться к росту на фоне снижения процентных ставок центральных банков в США и Европе, что должно поддержать промышленный и потребительский спрос.
- При снижении стоимости заимствований производство начнет постепенно восстанавливаться, несмотря на сохранение геополитических рисков. Стоит отметить дополнительные стимулы экономического роста со стороны Китая.
- Ключевые бенефициары: медь, алюминий, никель, платина, серебро, золото и нефтепродукты.

Основные бенефициары

Производители цветных металлов



Производители золота



Нефтегазовые компании



Дивиденды



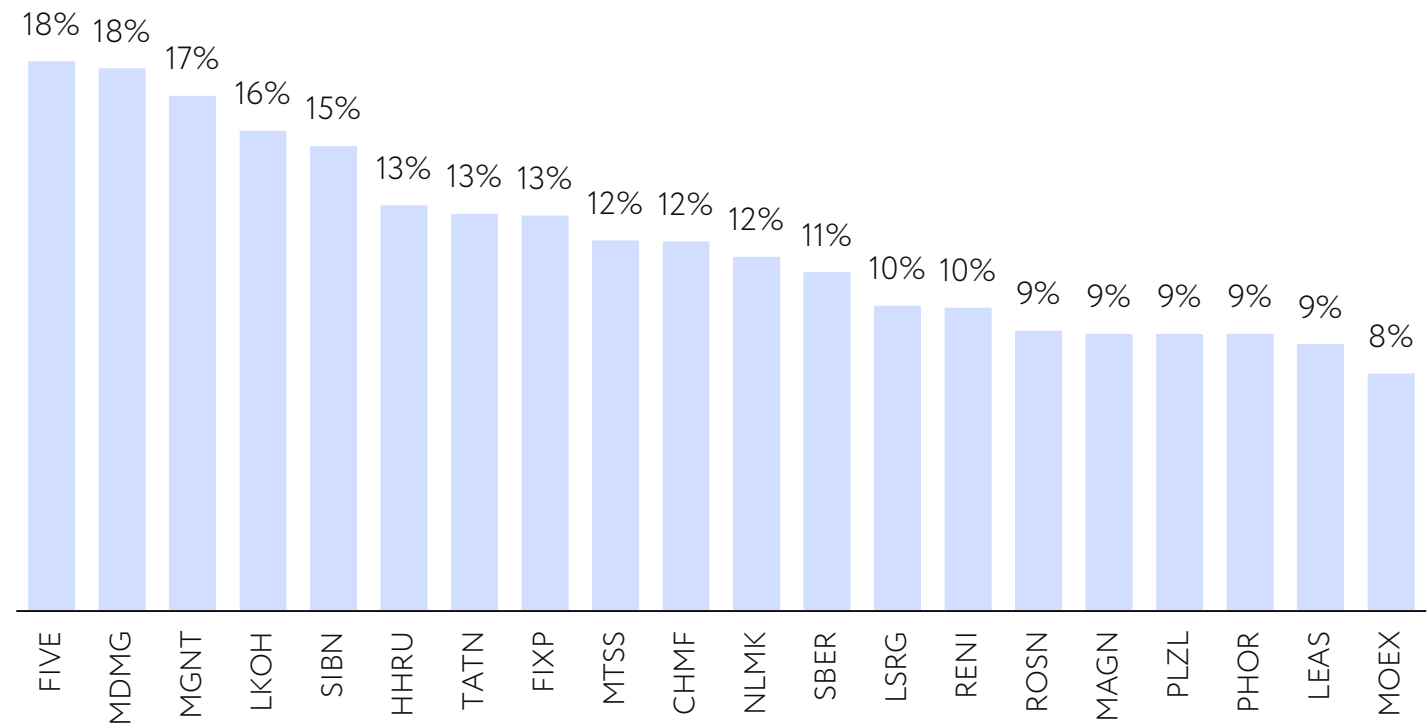
Дивиденды*

~13%

средняя ожидаемая дивидендная доходность топ-20 публичных российских компаний

- Традиционно среди лидеров по объему дивидендов — нефтяные компании. До конца 2024 г. мы ждем промежуточных дивидендов от **ЛУКОЙЛа** (уже объявлены), **«Роснефти»**, **«Татнефти»**, **«Газпром нефти»**.
- Летом 2024 г. мы ждем дивидендов по итогам 2023 г. от госкомпаний (не менее 50% чистой прибыли**) — **«Сбера»**.
- **«Северсталь»** и **НЛМК** после двух лет паузы возобновили выплаты. Мы ожидаем, что **ММК** может последовать их примеру.

Прогнозная дивидендная доходность российских компаний в следующие 12 месяцев*

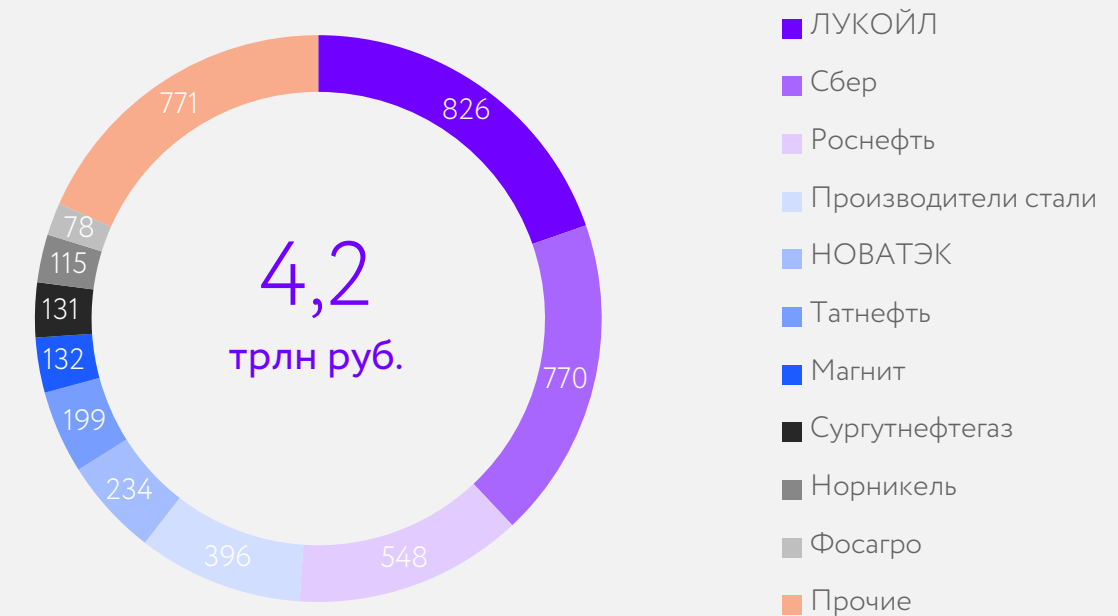


* Приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется; ** в соответствии с распоряжением от 11 июня 2021 года №1589-р: <http://government.ru/news/42503/>
Источник: данные компаний, расчеты АТОН

Сколько дивидендов поступит на рынок в ближайшие 12 месяцев? *

- Около 4,2 трлн рублей дивидендов могут выплатить российские компании
- 2,1 трлн рублей (около половины) может прийти на «Роснефть», «Сбер» и ЛУКОЙЛ
- Около 0,8 трлн рублей может поступить на российский рынок, что соответствует 7 дням оборота на Мосбирже
- Около 0,7 млрд рублей может попасть на счета типа «С»

Ожидаемые дивидендные потоки компаний, млрд руб.



Лето — дивидендный период

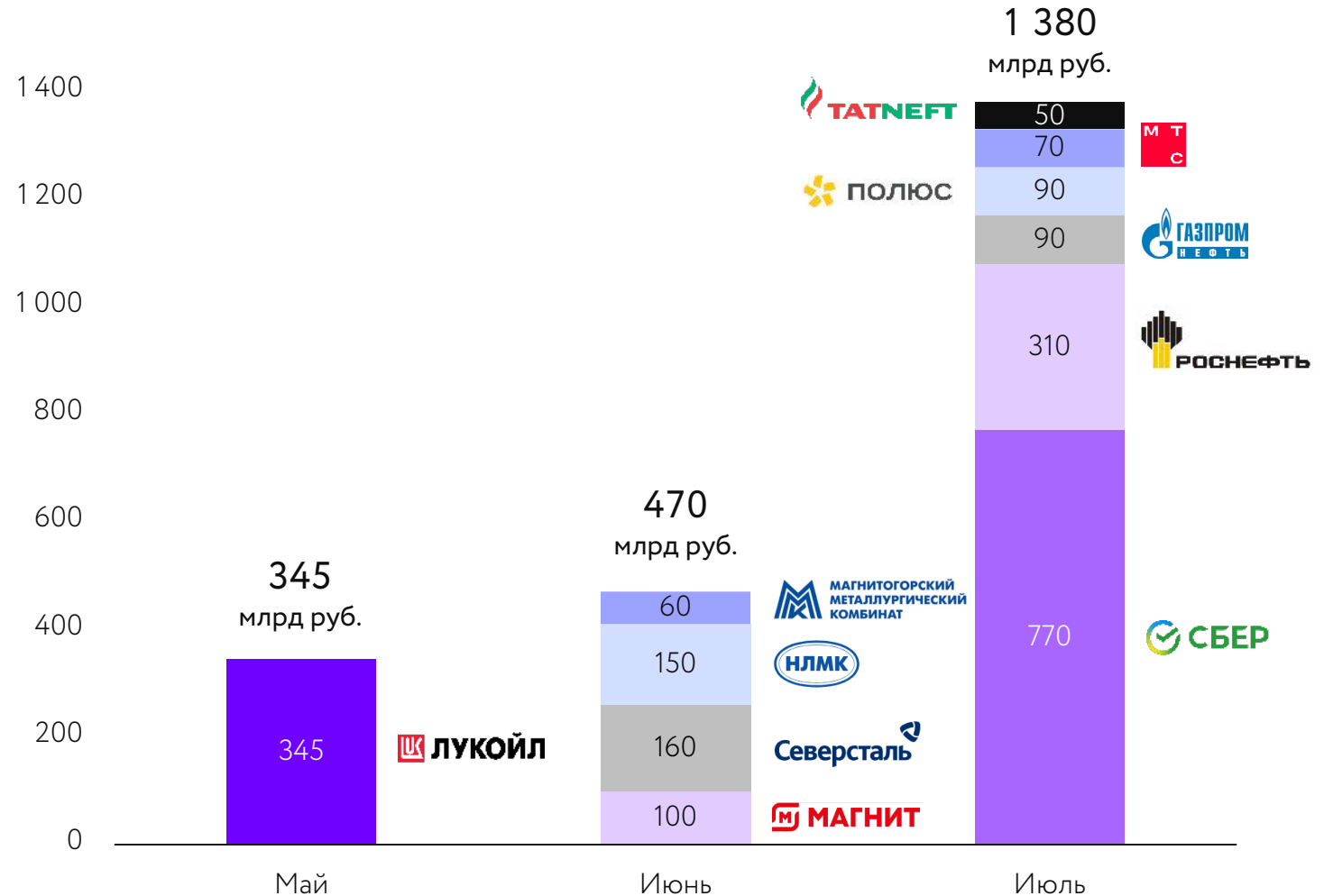
Ряд компаний (например, «Сбер» и МТС) раз в год платят дивиденды, которые:

- определяются на основании годовой финансовой отчетности, обычно публикуемой в 1-2 квартале
- утверждаются на ГОСА (не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания отчетного года)

2,2 трлн руб.

могут заплатить крупные публичные компании в мае-июле

* В соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, показатели доходности не гарантируются
Источники: Investing.com, данные компаний, оценки АТОН

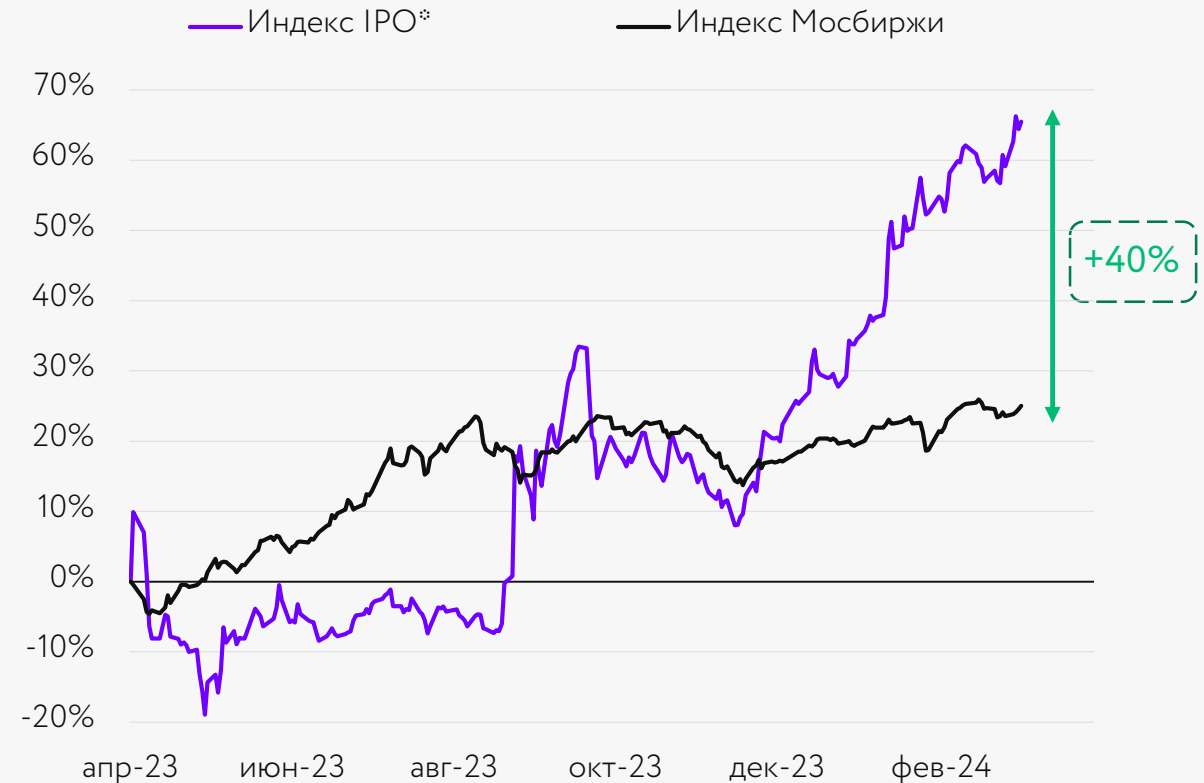


Ренессанс на российском рынке первичных размещений

Ренессанс на российском рынке первичных размещений

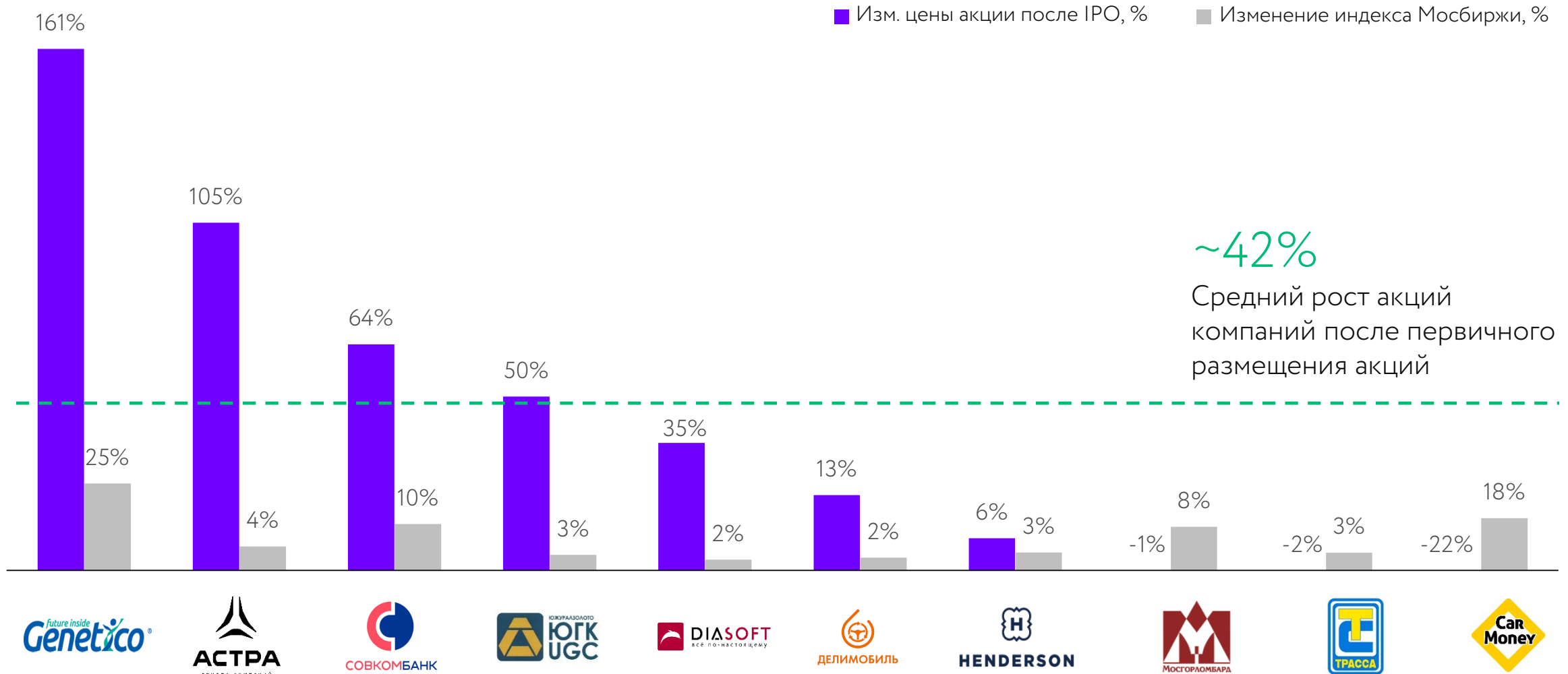
- В 2023 году 8 компаний провели первичное размещение акций с общей суммой привлеченных средств около 40 млрд рублей
- Большинство акций торгуются выше цены размещения, опережая динамику широкого рынка
- Основной драйвер успешного размещения — высокий спрос среди розничных инвесторов
- В 2024 году ожидается кратное увеличение новых первичных размещений на Мосбирже

Индекс компаний после первичного размещения акций * показывает опережающую динамику



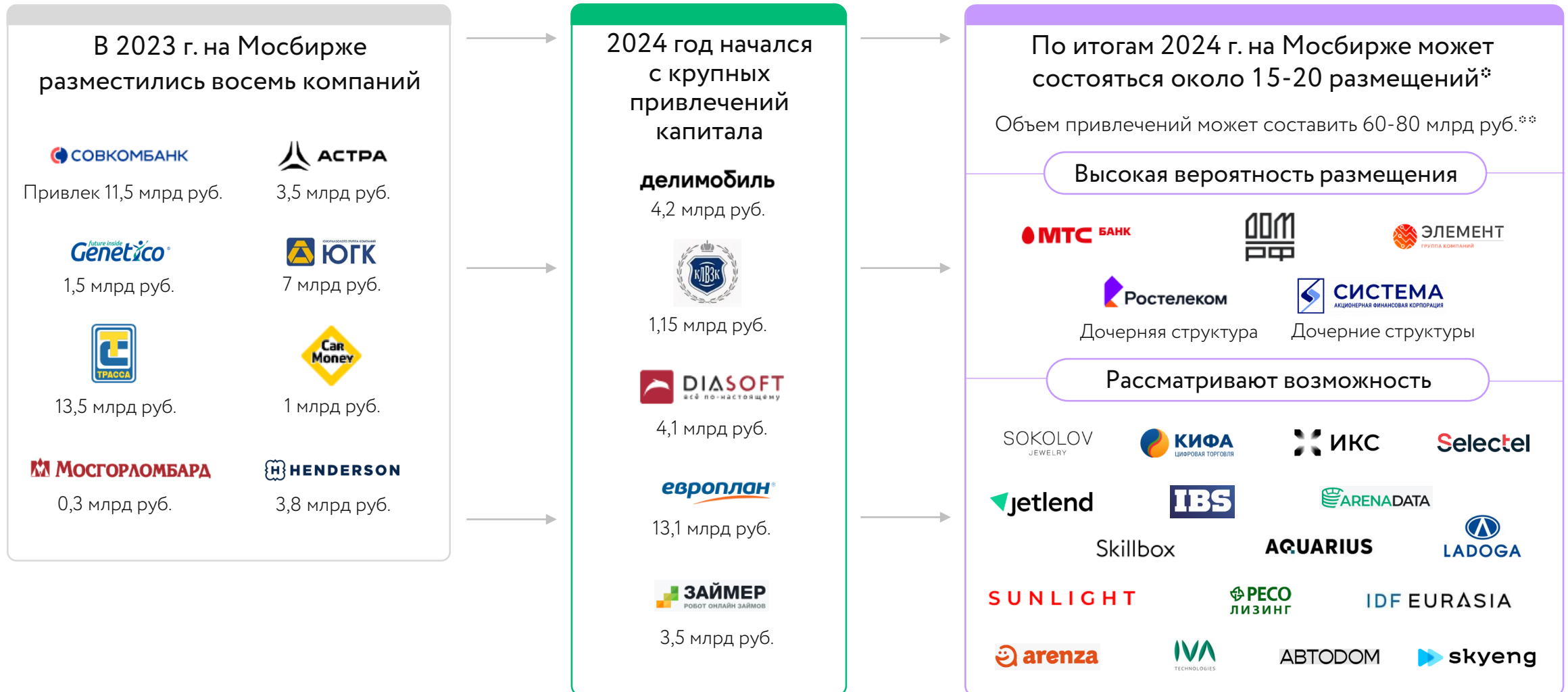
*Индекс взвешен по рыночной капитализации компаний, которые проводили первичные размещения акций с 2023 года (за исключением CarMoney); вес Genetico в индексе скорректирован из-за аномальных движений на торгах с 14.09.2023-13.10.2023
 Источник: Investing, Мосбиржа, данные компаний, расчеты АТОН

Большинство компаний торгуются существенно выше цены первичного размещения*



*Изменения цен акций и индекса Мосбиржи рассчитаны с даты размещения по 28.03.2024
Источник: Investing, Мосбиржа, «Коммерсантъ», данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

«Дорожная карта» российских первичных размещений

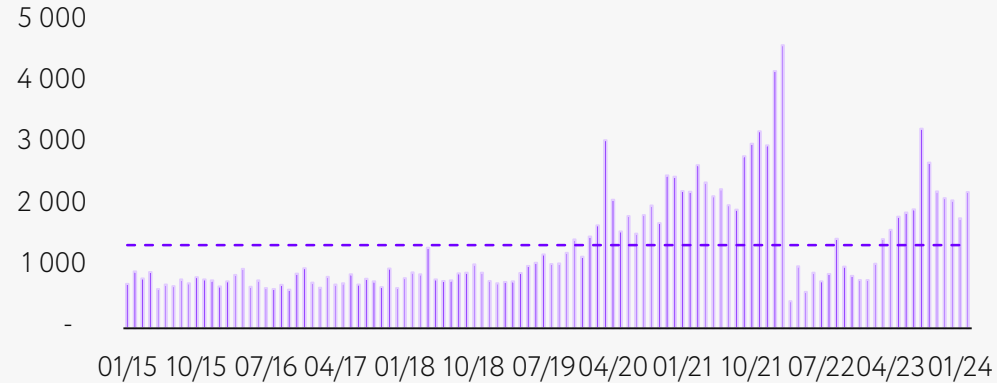


* В соответствии с ожиданиями Мосбиржи (<https://www.interfax.ru/business/943805>), приведенный перечень компаний может меняться/дополняться; ** оценочное суждение аналитиков АТОН;
Источник: Мосбиржа, «Коммерсантъ», «Ведомости», оценки и прогнозы АТОН

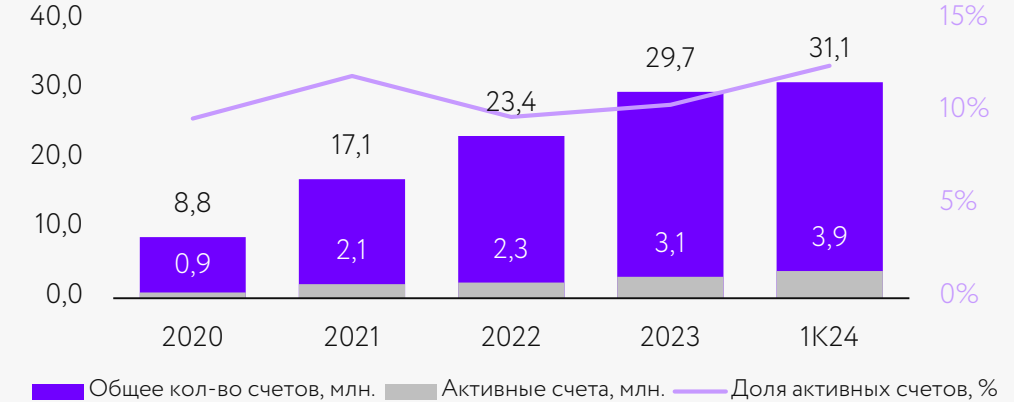
Количественные показатели российского рынка акций

Российский фондовый рынок: выходим на новые рекорды

Объемы торгов акциями на Мосбирже, млрд руб.

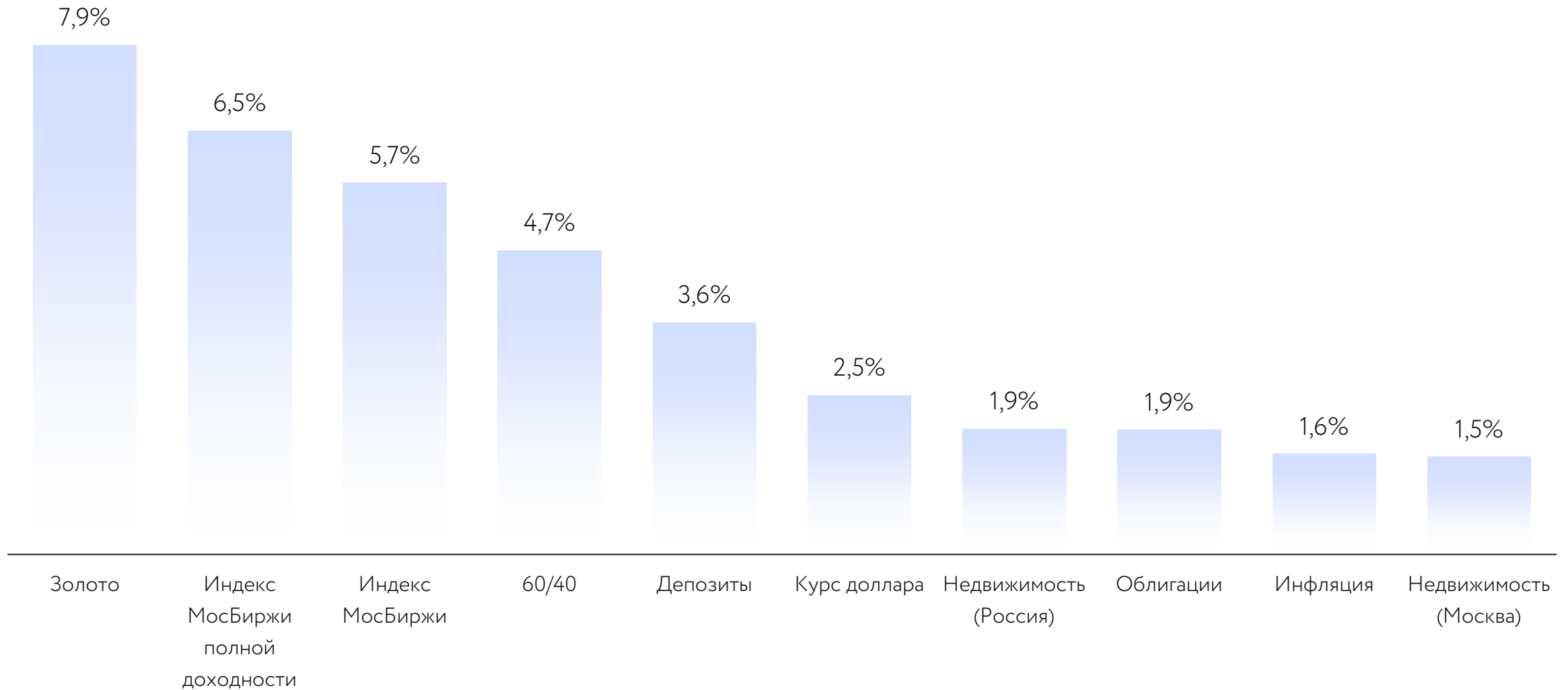


Количество и динамика брокерских счетов — доля активных счетов растет

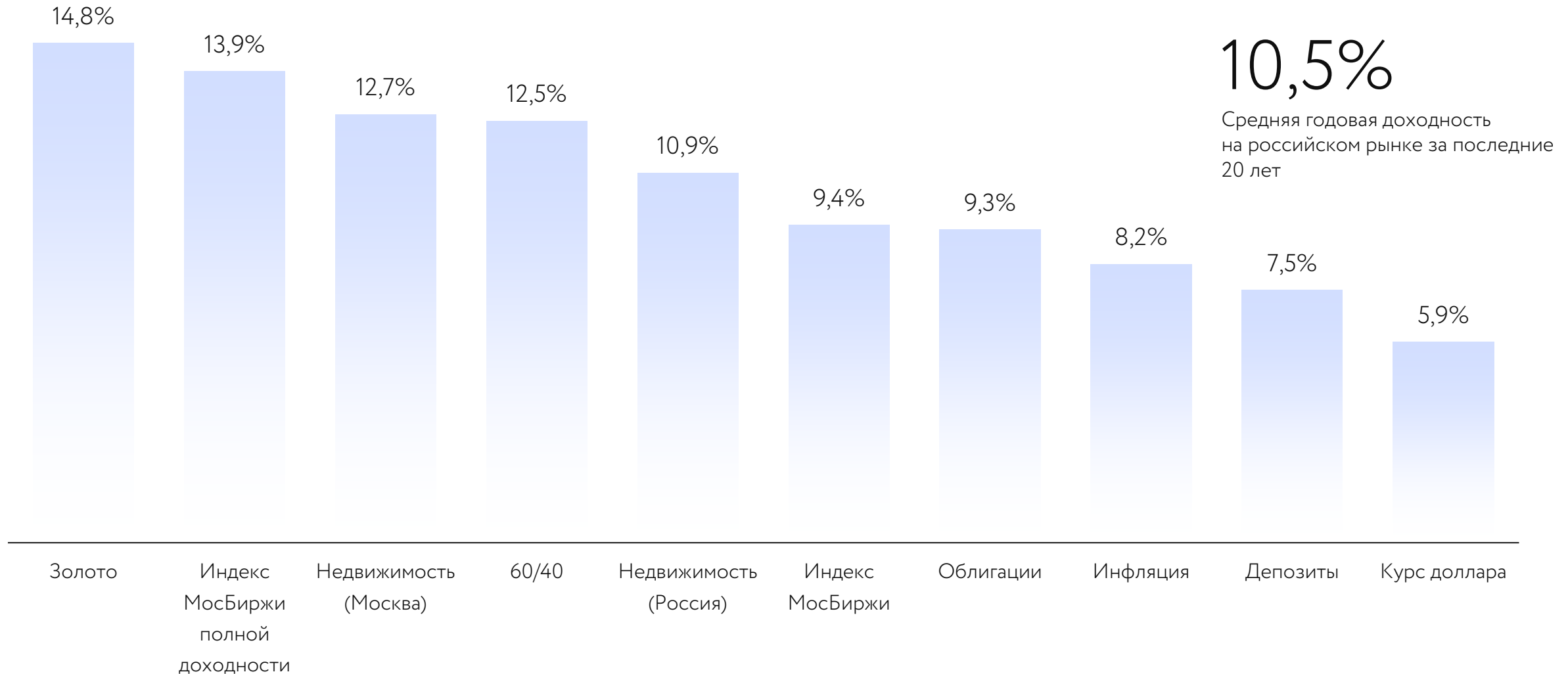


- В 1-м квартале 2024 объем торгов акциями составил 6,6 трлн рублей, по данным Мосбиржи, что в два раза больше аналогичного периода прошлого года. Мы ожидаем дальнейшего увеличения объемов торгов за счет появления новых инвесторов и инвестиционных инструментов.
- На биржу выходит большое количество новых эмитентов в акциях и облигациях. Практически ежемесячно на рынке проводятся публичные размещения новых компаний (IPO). Мы считаем, что до конца 2024 г на биржу могут выйти еще 5-10 новых эмитентов. Это существенно расширит инвестиционные возможности и позволит инвесторам сильнее диверсифицировать свои портфели.
- Частные инвесторы продолжают массово приходить на рынок. Ежемесячно открывается 400-500 тыс. новых счетов. По итогам 1-го квартала 2024 общее количество уникальных брокерских счетов составило 31,1 млн штук. Еще более важным представляется опережающий темп роста количества активных счетов. В марте этот показатель достиг 3,9 млн. Доля активных счетов в их общем количестве достигла 13%, что по-прежнему является относительно низким показателем. Более 80% объема торгов на Мосбирже приходится на физлиц.

Доходность разных классов активов в рублях с начала 2024 года



Средняя годовая доходность по классам активов за 20 лет (2004-2023)

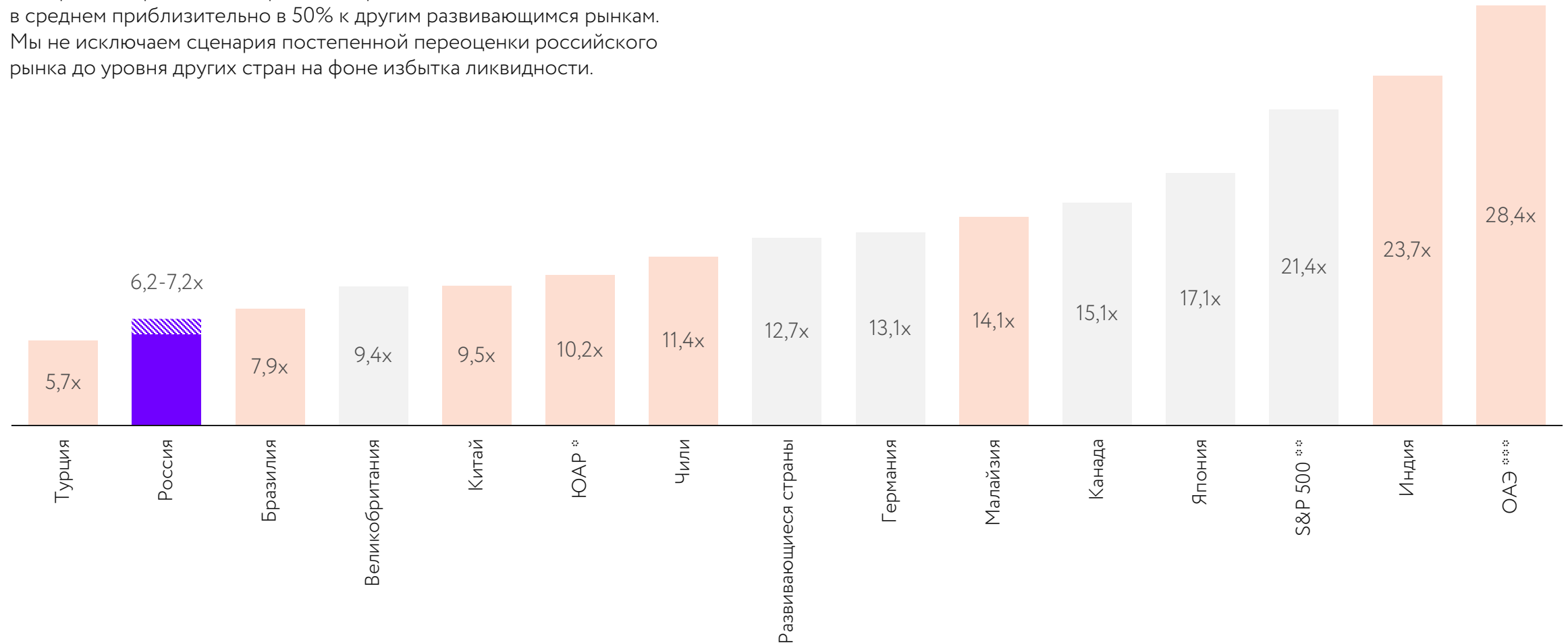


Доходность разных классов активов в рублях, в годовом сравнении

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 с нач. года
Золото	18,3%	16,0%	20,8%	54,8%	5,6%	27,1%	12,0%	6,1%	(16,0%)	93,0%	(1,8%)	(13,8%)	6,1%	14,6%	15,6%	48,3%	(1,6%)	(9,9%)	46,2%	7,9%
Индекс Мосбиржи полной доходности	84,9%	69,8%	12,7%	(66,6%)	126,1%	25,3%	(14,5%)	8,8%	6,3%	(1,8%)	32,3%	32,8%	(0,2%)	19,1%	38,5%	14,8%	21,8%	(37,3%)	53,8%	6,5%
Индекс Мосбиржи	83,1%	67,5%	11,5%	(67,2%)	121,1%	23,2%	(16,9%)	5,2%	2,0%	(7,1%)	26,1%	26,8%	(5,5%)	12,3%	28,6%	8,0%	15,1%	(43,1%)	43,9%	5,7%
60/40	55,4%	45,2%	10,4%	(42,8%)	87,2%	20,0%	(6,3%)	8,9%	7,4%	(1,0%)	26,4%	24,7%	4,8%	13,2%	29,1%	12,8%	14,0%	(34,1%)	34,7%	4,7%
Депозиты	8,4%	8,9%	8,0%	11,2%	11,2%	6,8%	7,8%	8,4%	0,0%	12,3%	8,4%	6,5%	5,3%	5,6%	4,7%	3,4%	5,1%	5,3%	12,8%	3,6%
Курс доллара	0,4%	(5,8%)	(7,7%)	46,3%	(15,1%)	(1,9%)	1,7%	(0,9%)	17,1%	95,8%	9,6%	(20,3%)	(6,6%)	16,4%	(2,3%)	18,5%	2,2%	(9,7%)	29,3%	2,5%
Недвижимость (Россия)	21,4%	43,1%	32,1%	17,5%	(7,4%)	1,9%	2,1%	10,6%	5,9%	6,1%	(1,2%)	(2,3%)	(1,4%)	4,6%	6,0%	12,6%	21,7%	23,7%	8,8%	1,9%
Облигации	11,2%	8,2%	7,0%	(7,1%)	28,8%	12,2%	6,0%	9,1%	8,9%	0,1%	17,6%	12,7%	12,2%	4,4%	15,0%	9,7%	2,4%	11,9%	5,9%	1,9%
Инфляция	10,9%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	5,4%	2,5%	4,3%	3,1%	4,9%	8,4%	11,9%	7,4%	1,6%
Недвижимость (Москва)	24,3%	71,3%	27,1%	17,0%	2,7%	8,4%	(6,9%)	4,6%	7,6%	11,0%	1,2%	(9,2%)	(2,6%)	5,0%	10,9%	17,2%	23,1%	25,3%	10,3%	1,5%

Оценка форвардного P/E 2024

Исторически российский фондовый рынок оценивался с дисконтом в среднем приблизительно в 50% к другим развивающимся рынкам. Мы не исключаем сценария постепенной переоценки российского рынка до уровня других стран на фоне избытка ликвидности.



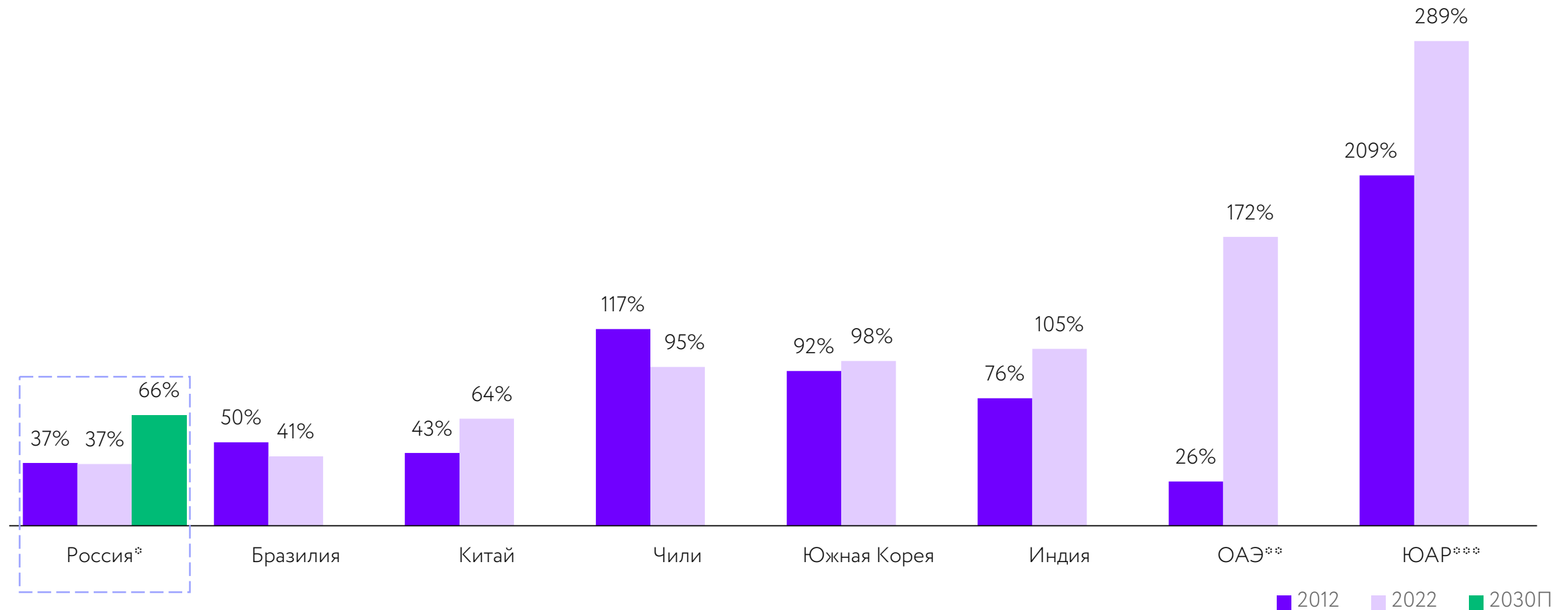
*Источник: данные Мосбиржи, Investing.com, расчеты АТОН

* Южно-Африканская Республика

** Standard & Poor's 500 Index, американский фондовый индекс

*** Объединенные Арабские Эмираты

Оценка рыночной капитализации относительно ВВП, %



Источник: World Bank, Росстат, Мосбиржа, расчеты АТОН

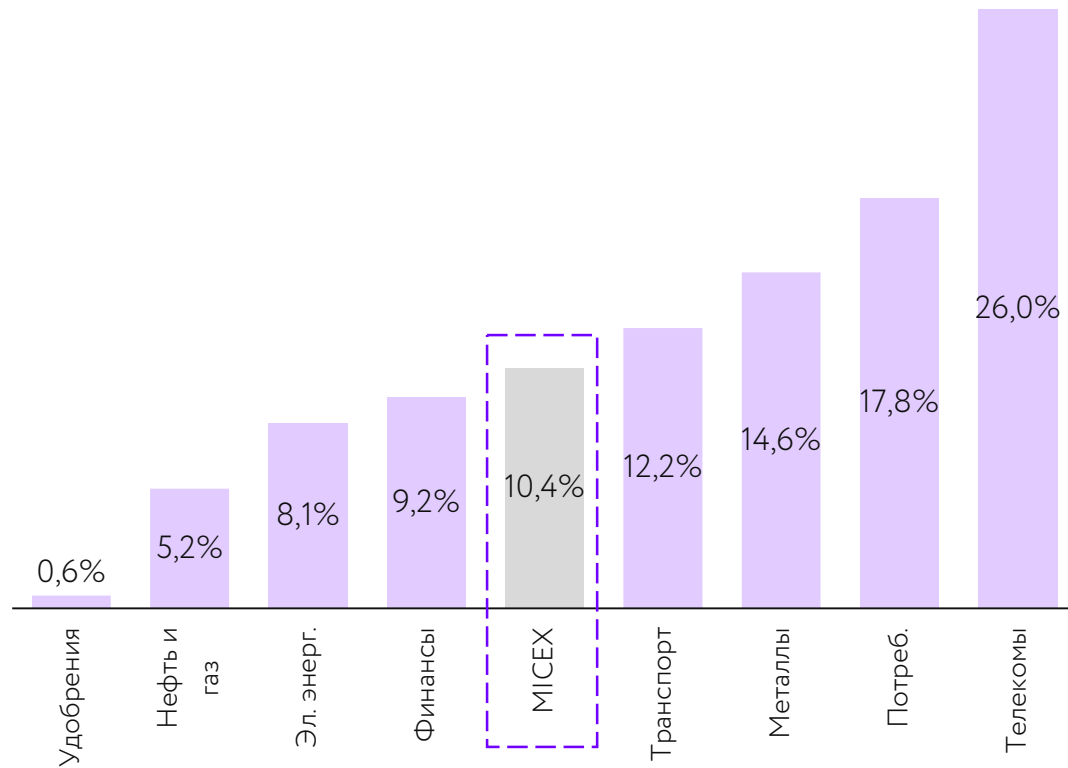
* Данные по России рассчитаны на 2012 г. и апрель 2024 г.; Цель 66% к 2030 г. в рамках [послания](#) президента В.В. Путина федеральному собранию

** Объединенные Арабские Эмираты

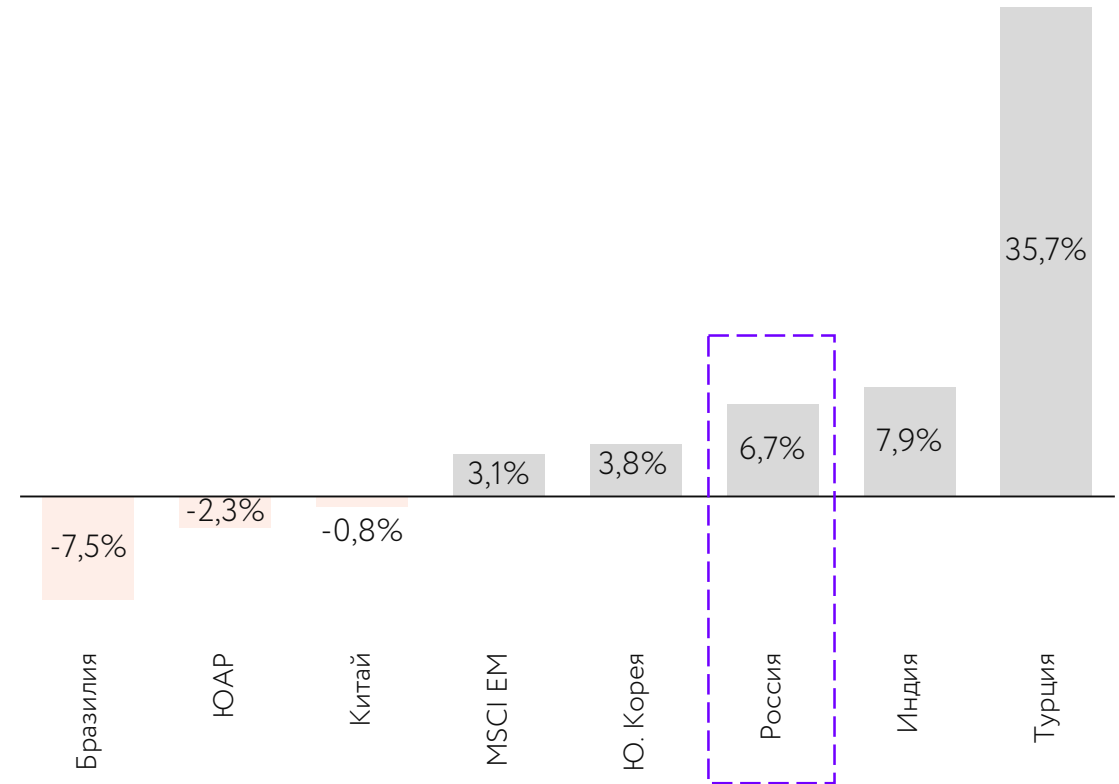
*** Южно-Африканская Республика

Динамика российского фондового рынка

Динамика секторов РФ, % с начала года

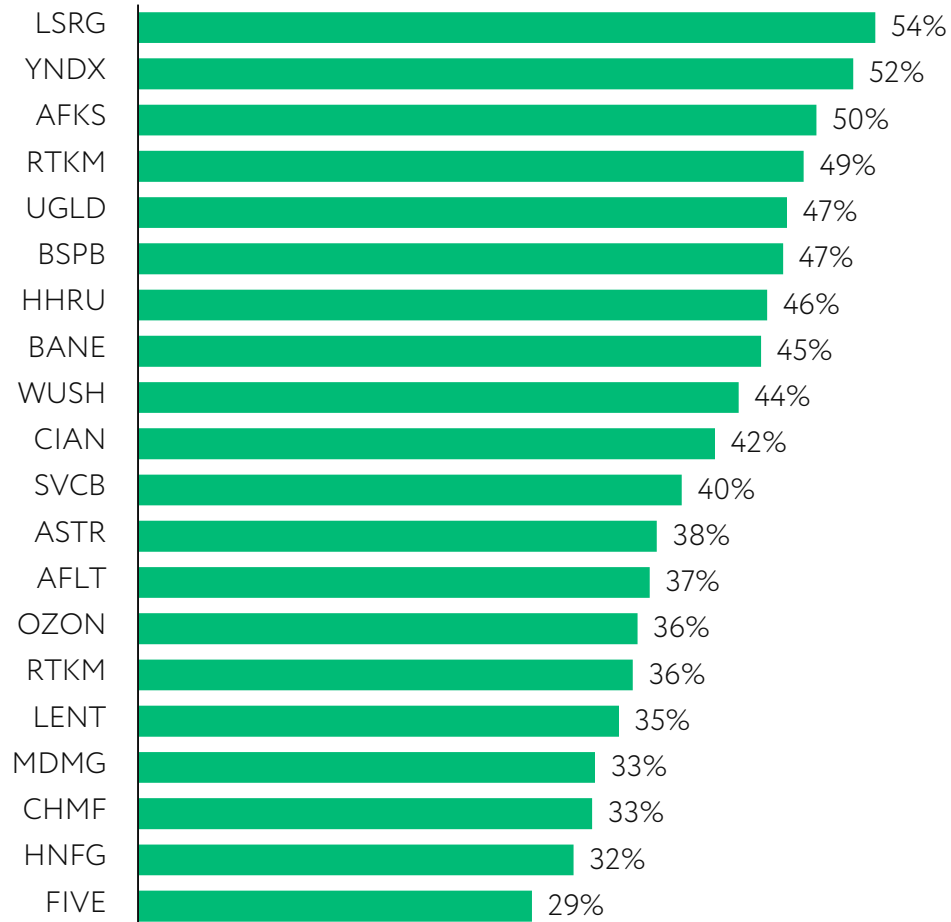


Индекс РТС и другие ЕМ*, % с начала года

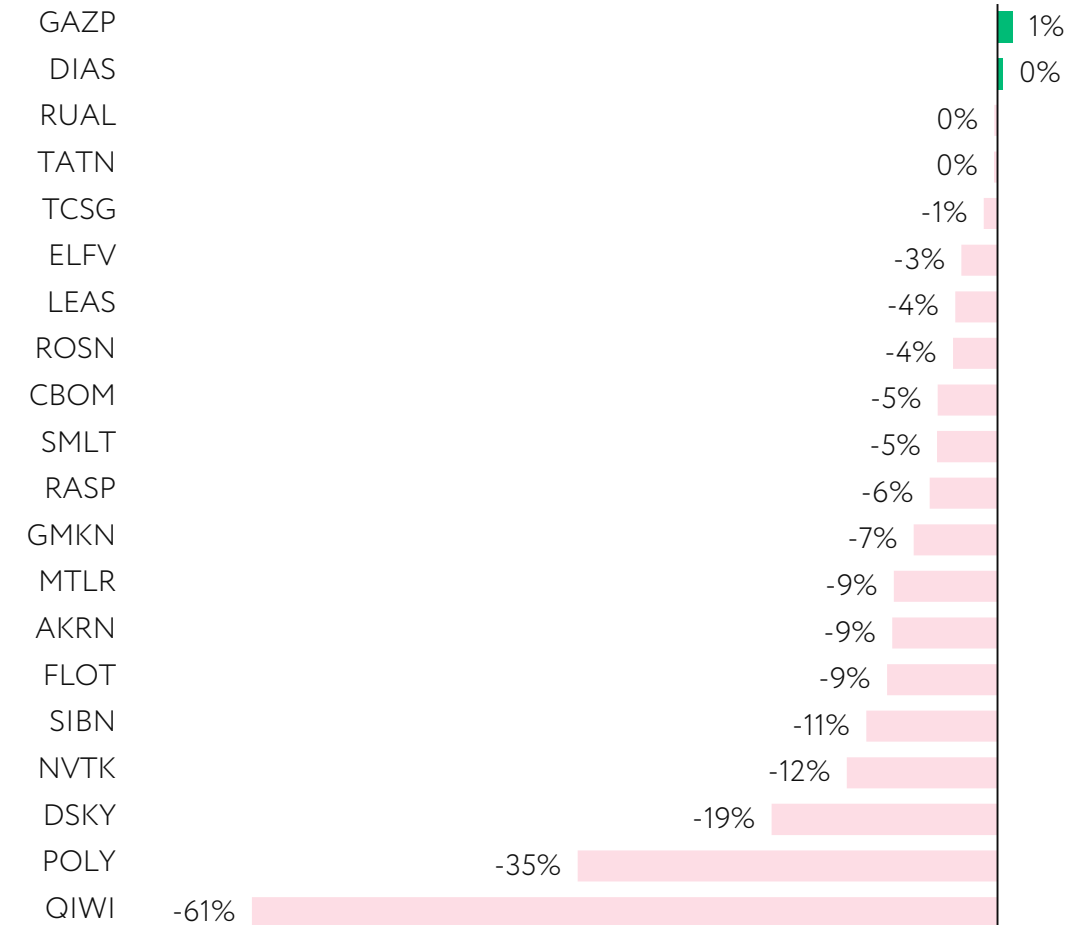


Динамика российского фондового рынка

Топ-20 лучших акций по динамике, % с начала года



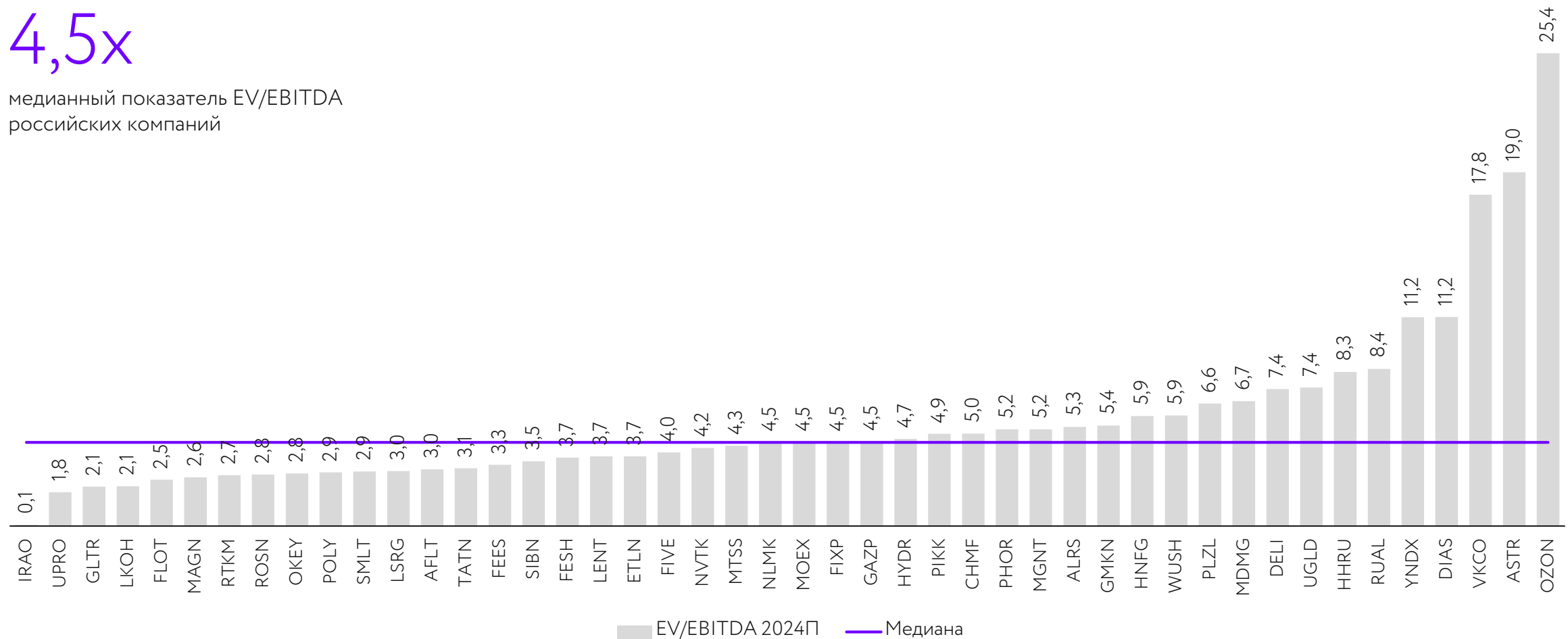
Топ-20 худших акций по динамике, % с начала года



Ранжирование российских компаний по мультипликатору EV/EBITDA 2024 г.

4,5x

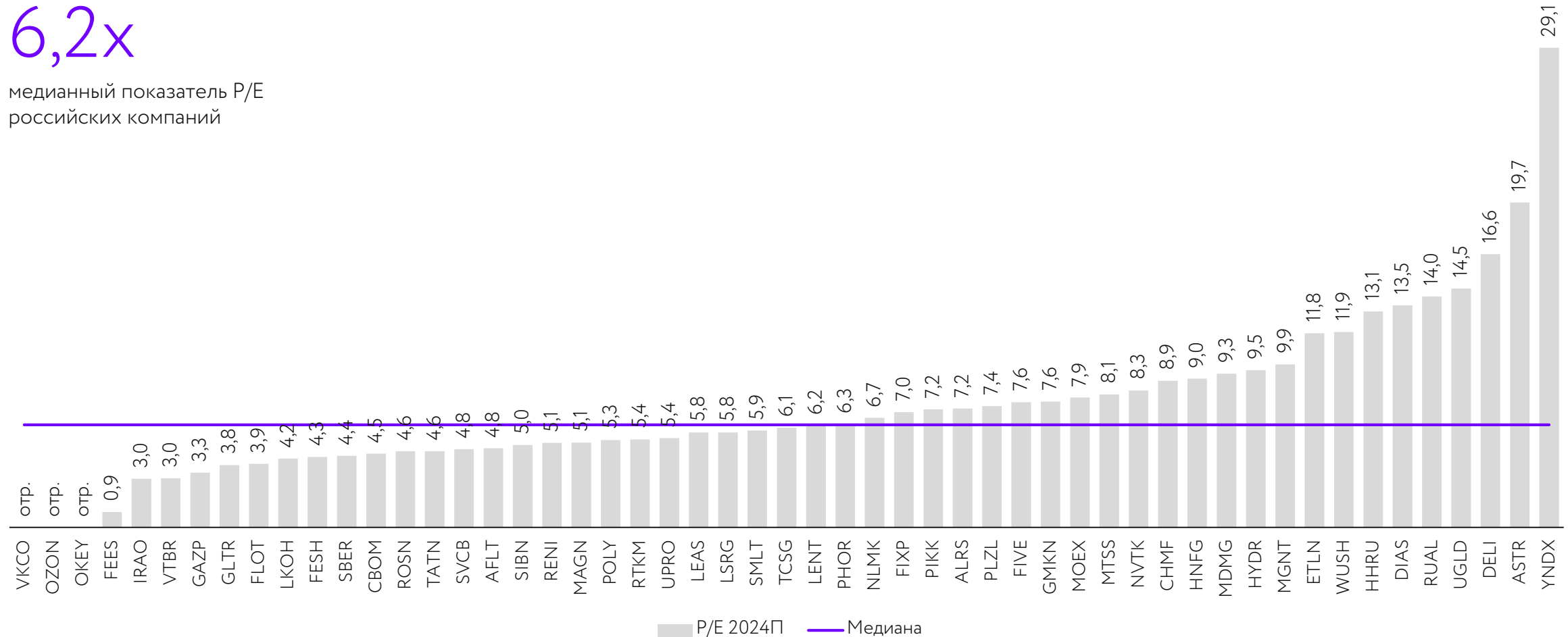
медианный показатель EV/EBITDA
российских компаний



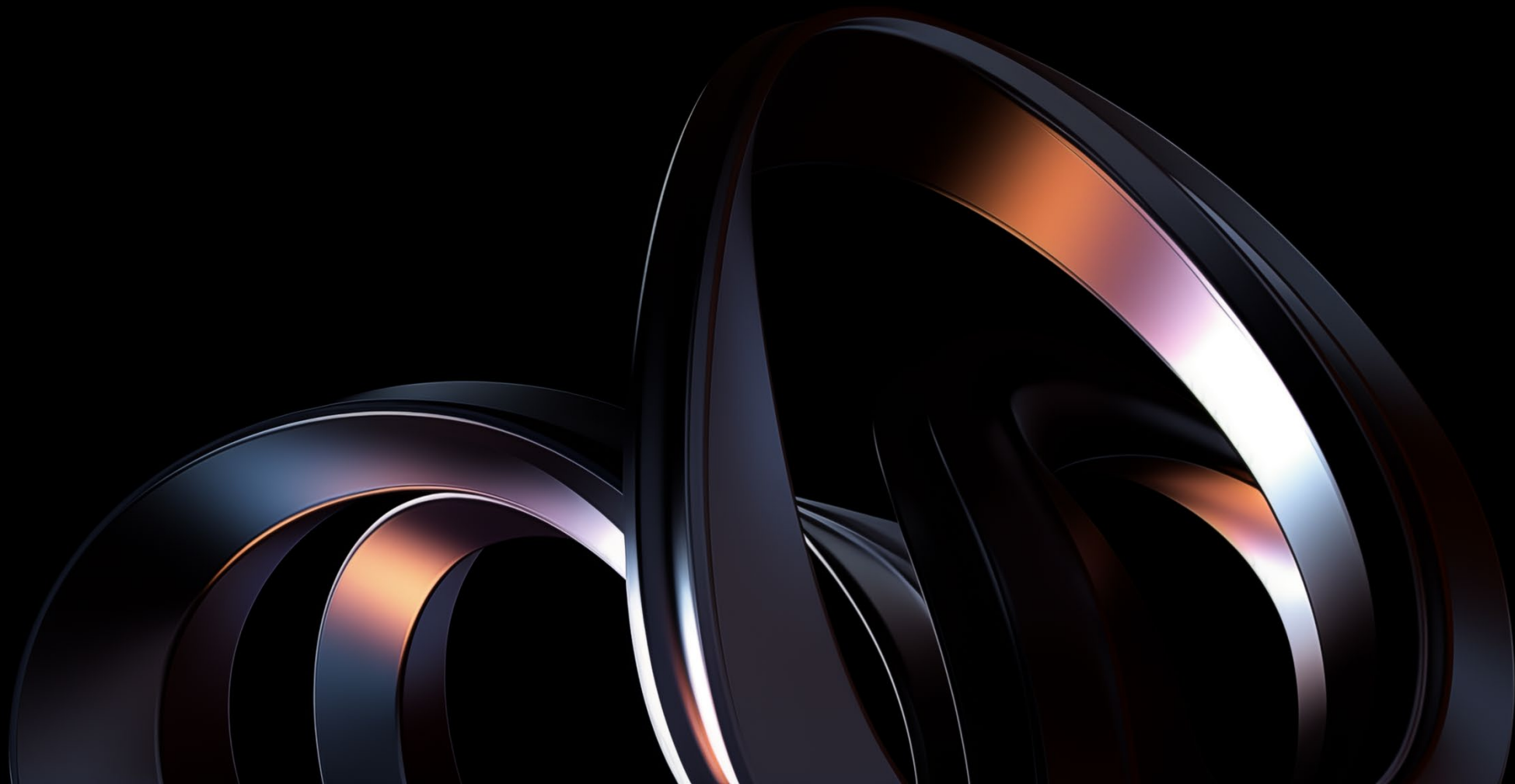
Ранжирование российских компаний по мультипликатору P/E 2024 г.

6,2x

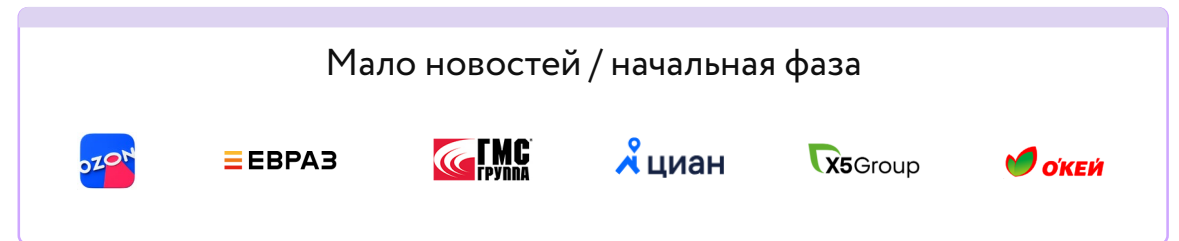
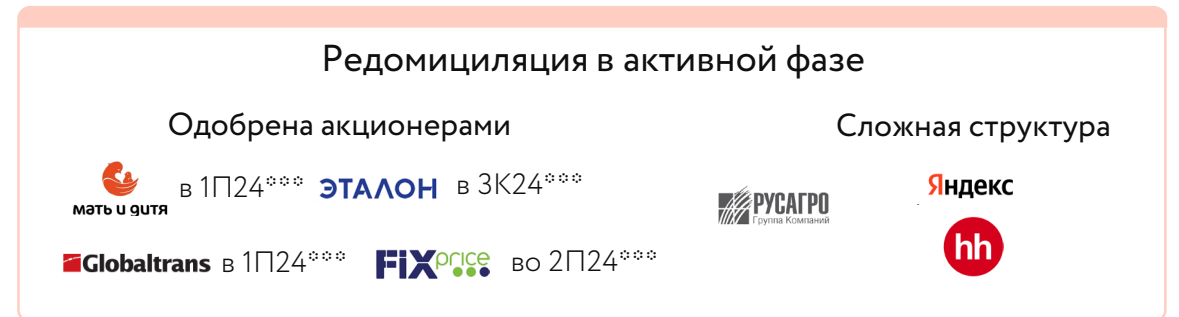
медианный показатель P/E
российских компаний



Редомициляция



Дорожная карта редомициляции^{*}



^{*} Оценочное суждение, смена юрисдикции не гарантируется; ^{**} дата объявления о сделке; ^{***} оценочное суждение аналитиков АТОН
Источник: данные компаний, оценки АТОН

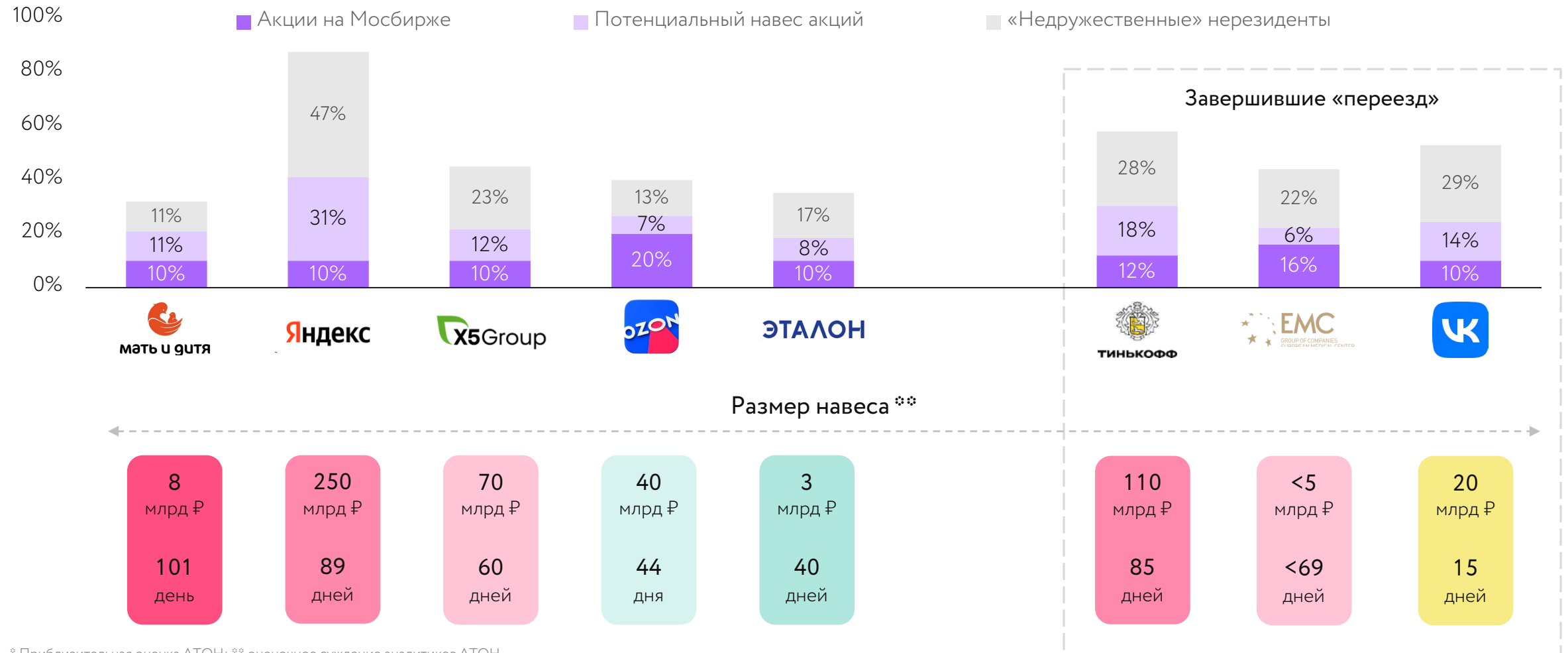
Потенциальное возобновление дивидендов*

							
Возможный «пропущенный» дивиденд на акцию	—	15 ₺	86 ₺	130 ₺	10 ₺***	390 ₺***	130 ₺***
Доходность	—	17%	13%	4%	3%	9%	13%
Ожидаемый дивиденд на акцию из будущей прибыли	500 ₺**	9 ₺	63 ₺	160 ₺	30 ₺	170 ₺	50 ₺
Доходность	18%	10%	9%	5%	10%	4%	5%

* Оценочное суждение, возобновление выплат дивидендов и их размер не гарантируются. ** Исходя из прибыли за 2023 год и часть 2024 года. *** Исходя из чистой денежной позиции на конец 2023 года.
 Источник: Интерфакс, данные компаний, оценки АТОН

Ожидаемый навес акций после редомициляции

Приблизительная структура акций в свободном обращении *



* Приблизительная оценка АТОН; ** оценочное суждение аналитиков АТОН
 Источник: Investing.com, Интерфакс, данные компаний, оценки АТОН

Экономически значимые организации (ЭЗО)

- Список ЭЗО должен быть определен правительством, исходя из соответствия ряду критериев
- Не предусматривается возможность оспаривания включения организации в список

Список критериев*

1. Соблюдение одного из следующих условий:
 - выручка: не менее 75 млрд руб., стоимость активов: не менее 150 млрд руб.;
 - не менее 4 тыс. сотрудников, не менее 10 млрд руб. уплаченных налогов.
2. Системная значимость организации, в том числе:
 - внедрение технологии для работы общественно значимых сервисов;
 - участие в создании высокооплачиваемых рабочих мест;
 - функционирование в качестве субъекта критической информационной инфраструктуры.
3. Доля российских бенефициаров: более 50%

Потенциальный список ЭЗО**



* Неполный список критериев, с полным списком можно ознакомиться в федеральном законе от 04.08.2023 № 470-ФЗ: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202308040071>; ** Оценочное суждение аналитиков АТОН, вероятность соответствия критериям ЭЗО не гарантируется. Крестиками помечены компании, идущие по пути добровольной редомициляции.
Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН

Первая редакция списка ЭЗО появилась в начале марта 2024 г.

Распоряжение об утверждении перечня ЭЗО было подписано премьер-министром Михаилом Мишустинным 1 марта^{*,*}.



ООО «Корпоративный центр ИКС 5»



АО «АБ Холдинг»
ООО «ЮНС-Холдинг»



АО «Акрон Групп»



ООО «Городской супермаркет»



ООО «Разрез Аршановский»

Статус ЭЗО позволяет их российским бенефициарам через суд^{*}:

- получать акции и доли таких компаний в прямое владение;
- исключать из цепочки собственников иностранные холдинговые компании (ИХК);
- передавать право на акции и доли другим лицам и организациям;
- временно приостанавливать корпоративные права ИХК: голосовать, получать дивиденды, распоряжаться акциями и долями

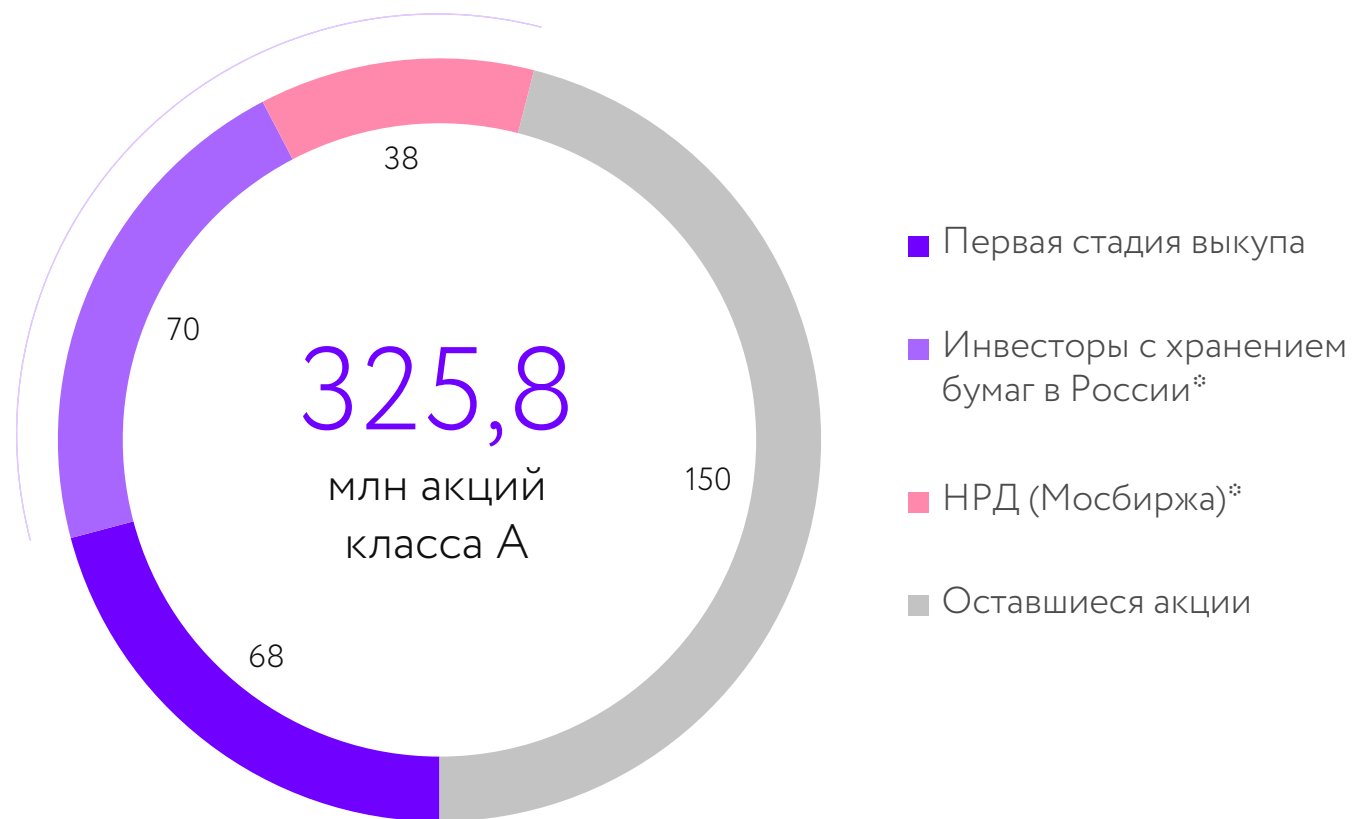
^{*} <https://www.forbes.ru/investicii/507119-minek-predlozil-vnesti-v-spisok-ekonomiceski-znacimyh-organizacij-sest-kompanij>

^{**} <https://www.interfax.ru/business/948914>

Источник: Интерфакс, ТАСС, оценки АТОН

Яндекс — как собрать 176 млн акций?

Для второй стадии понадобится 108 млн акций



Стадия 1

1-е полугодие 2024

Продажа 68% в российском «Яндексе»

— за 230 млрд рублей

— 68 млн акций (класс А)

Листинг на Мосбирже
до окончания первой стадии

Стадия 2

через 7 недель

Продажа 32% в российском «Яндексе»

— за ? млрд руб.

— 108 млн акций (класс А)

Делистинг YNV с Мосбиржи

Редомициляция отвечает интересам всех участвующих сторон

Акционеры

- Техническая возможность получать дивиденды*
- Потенциальный рост стоимости компаний

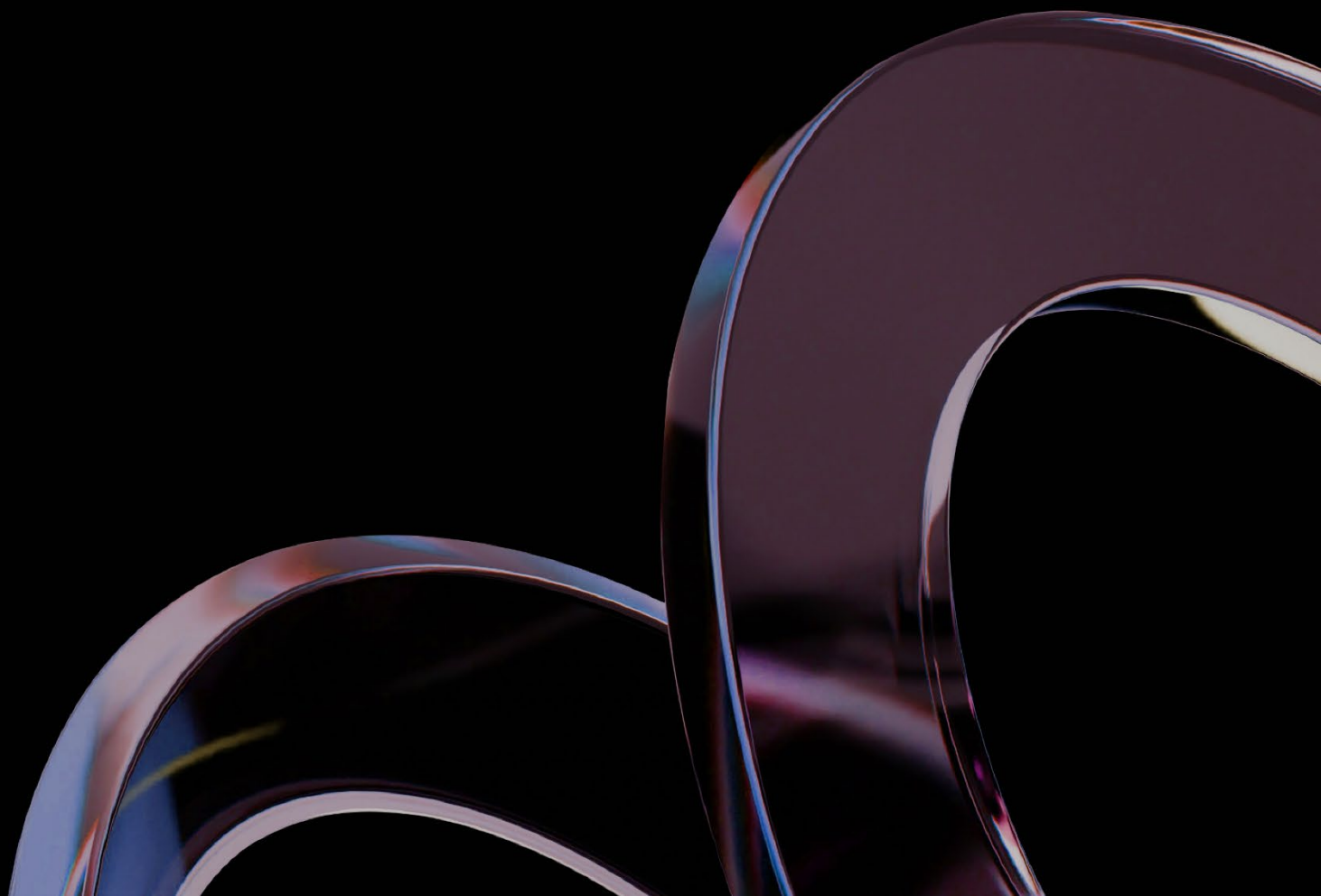
Бизнес

- Обеспечение нормальной операционной деятельности
- Реализация стратегий развития

Государство

- Более прозрачная структура компаний
- Бóльшая предсказуемость налоговых поступлений в бюджет

Модельный портфель аналитиков



Модельный портфель аналитиков ООО АТОН*

Аналитический департамент запускает публичный модельный портфель российских акций.

Состав модельного портфеля отражает наш тактический взгляд на наиболее привлекательные, по нашему мнению, акции российских эмитентов**.

Цель модельного портфеля — своевременно отслеживать изменения конъюнктуры рынка с еженедельным обновлением наших предпочтений в акциях.

Модельный портфель носит информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекламой, предложением финансовых инструментов или любым иным побуждением к покупке. Его задача — показывать, какие акции сейчас наиболее интересны, по мнению аналитиков.

В портфель включаются эмитенты, акции которых обращаются на Московской бирже, или инструменты денежного рынка. В качестве бенчмарка используется индекс Московской биржи полной доходности.

Для расчета весов и размера позиции мы по умолчанию устанавливаем стартовый размер портфеля в размере 100 млн руб.

Начальный состав модельного портфеля***:

Компания	Тикер	Кол-во акций, тыс.	Цена покупки, руб.**.	Общ. стоим., млн руб.***	Вес в портфеле
Финансовый сектор					11%
Сбер	SBER RX	18,1	306	5,6	5,5%
Мосбиржа	MOEX RX	24,1	230	5,6	5,5%
Транспорт					11%
Globaltrans	GLTR RX	7,3	764	5,6	5,5%
Whoosh	WUSH RX	17,4	319	5,6	5,5%
Недвижимость					5,5%
Самолет	SMLT RX	1,5	3 656	5,6	5,5%
Нефть и газ					5,5%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	0,7	7 800	5,6	5,5%
Сырьевой сектор					16,5%
Норникель	GMKN RX	34,9	159	5,6	5,5%
РУСАЛ	RUAL RX	142,8	39	5,6	5,5%
Полус Золото	PLZL RX	0,4	13 734	5,5	5,5%
IT и Телекомы					27,5%
Яндекс	YNDX RX	1,4	3 935	5,6	5,5%
Ozon	OZON RX	1,5	3 794	5,6	5,5%
HeadHunter	HHRU RX	1,2	4 461	5,6	5,5%
МТС	MTSS RX	18,4	302	5,6	5,5%
Ростелеком	RTKM RX	56,6	98	5,6	5,5%
Ритейл					16,5%
Магнит	MGNT RX	0,7	7 932	5,6	5,5%
Мать и дитя	MDMG RX	5,5	1 012	5,6	5,5%
Лента	LENT RX	5,5	1 005	5,6	5,5%
Конгломераты					5,5%
АФК Система	AFKS RX	233,4	24	5,6	5,5%

*Не является инвестиционной рекомендацией

**Состав и цена портфеля на 09.04.2024.

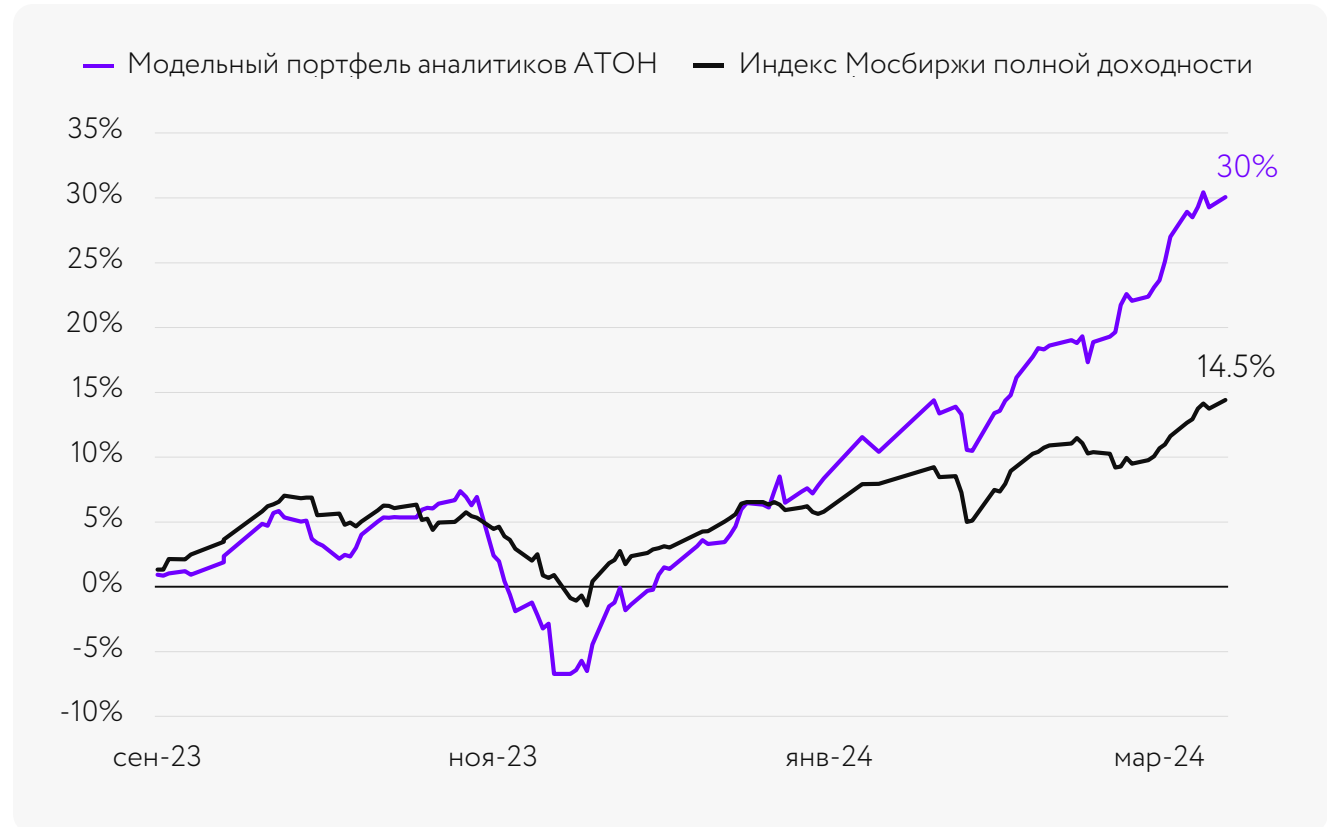
***Из расчета общего объема портфеля в 100 млн руб.

Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Принцип формирования и структура модельного портфеля

Принцип формирования портфеля следующий:

- 1 В момент формирования портфеля все компании берутся с одинаковыми весами. В дальнейшем веса могут изменяться. Существует ограничение в 20% на вес одной компании в общей стоимости активов в портфеле.
- 2 В момент исключения (продажи) акции из портфеля полученные денежные средства (виртуальные) могут пропорционально распределяться между оставшимися акциями, направляться на добавление (покупку) нового актива или инвестироваться в инструменты денежного рынка.
- 3 Пересмотр состава портфеля и его ребалансировка производятся на еженедельной основе, по итогам пересмотра выпускается еженедельный аналитический обзор портфеля.
- 4 При расчете доходности портфеля не учитываются рыночные комиссии.
- 5 Перед публичным запуском мы тестировали наш портфель в течение полугода. За этот период доходность портфеля составила 30% против 15% доходности индекса Мосбиржи.



Нефтегазовый сектор

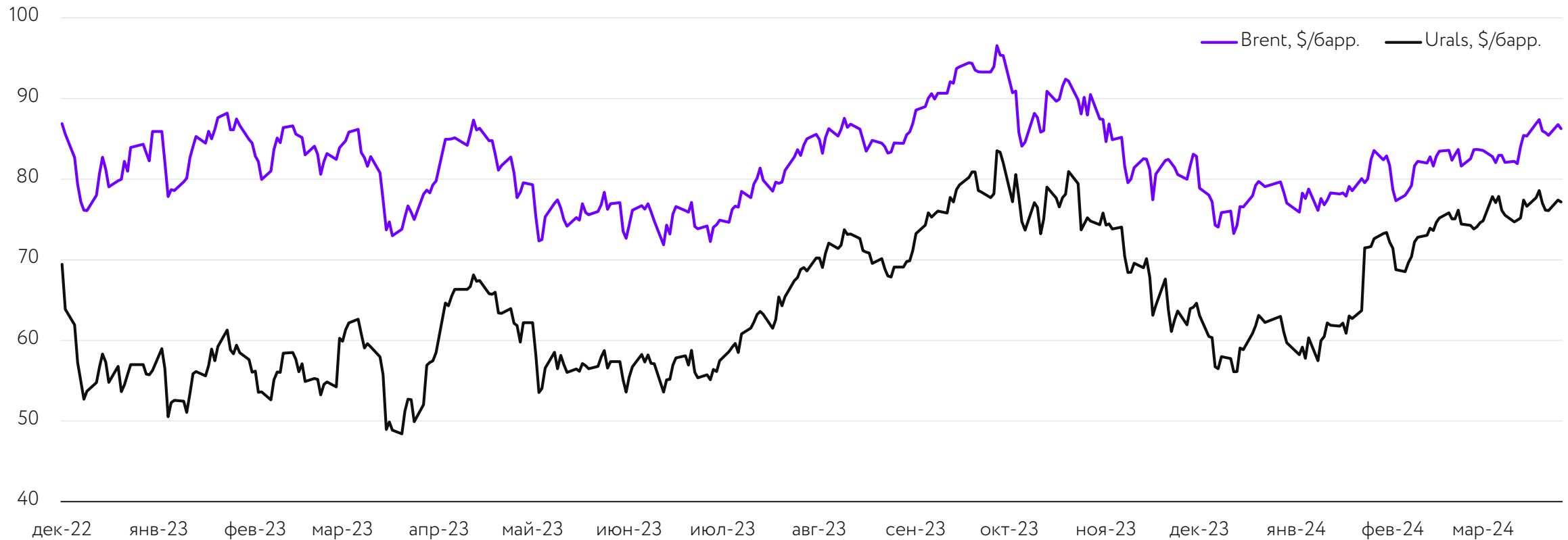


Высокие цены на нефть благодаря усилиям ОПЕК+

Brent стабильно выше \$80/бarr.

Дисконт остается ниже \$10/бarr.

Комфортная цена Urals в 7 150 руб./бarr.



Рублевые цены на нефть находятся на комфортных уровнях

Цена нефти марки **Urals** в рублях – 7 150/барр.*

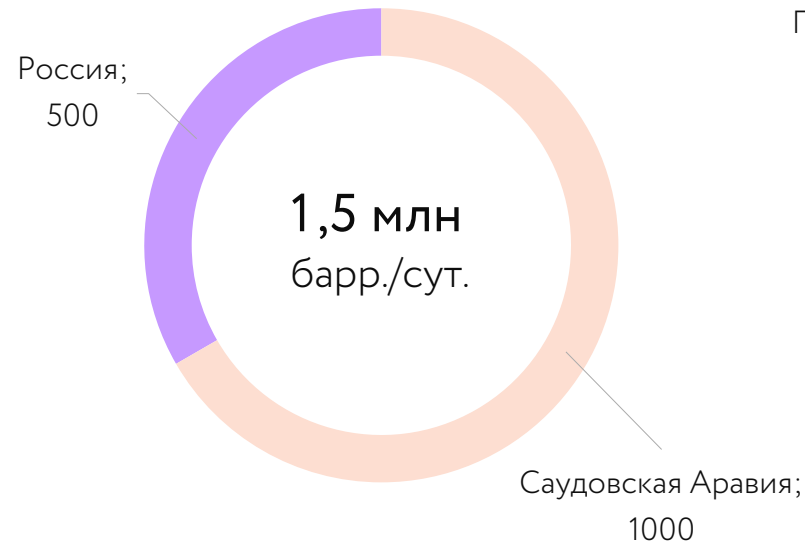


* По состоянию на 27 марта 2024 г.
Источник: Investing.com, оценки АТОН

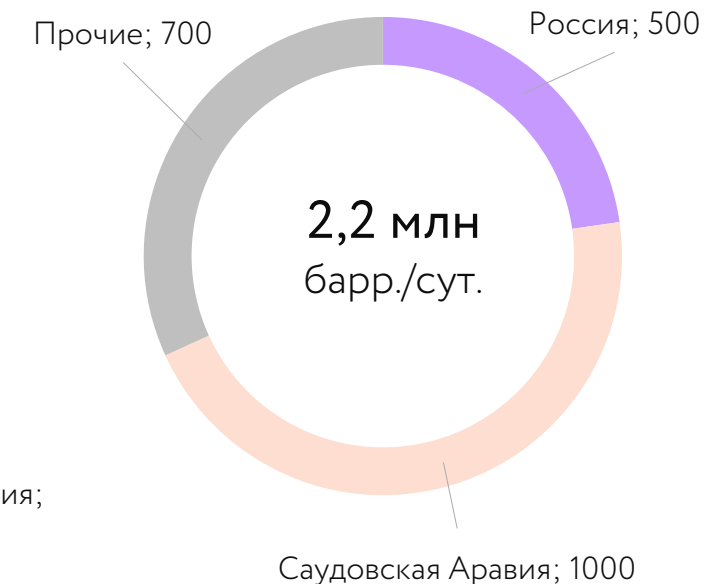
Планируемые сокращения добычи странами ОПЕК+

- Рост спроса на 1,2 млн барр./сут. прогнозирует МЭА на 2024 год (+2,25 млн в 2023)
- На 1,0 млн барр./сут. Саудовская Аравия продлила добровольное сокращение добычи на второй квартал 2024
- Еще 0,5 млн барр./сут. — снижение нефтяного экспорта на мировые рынки со стороны России
- На 0,7 млн барр./сут. сократят добычу еще шесть стран, входящих в ОПЕК+

Добровольное сокращение в 4-м квартале 2023 года



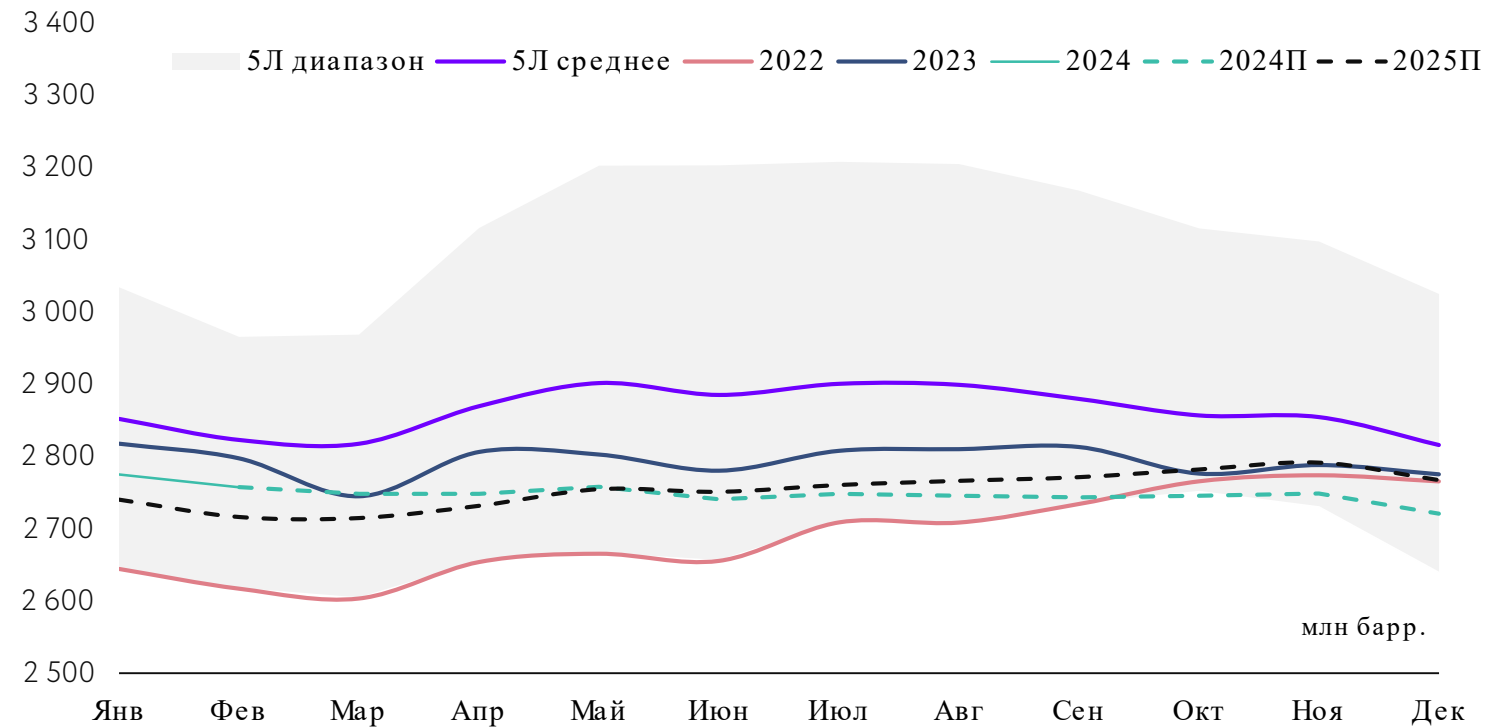
План на 1-й квартал 2024 года (предварительно продленный на 2-й квартал)



Запасы нефти в странах ОЭСР на уровне средних

- По состоянию на февраль 2023 года запасы сырой нефти в развитых странах находятся в целом на уровне среднего показателя за 5 лет
- Мы ожидаем, что рынок в целом останется сбалансированным с возможностью незначительного профицита во 2-м полугодии 2024 г.

Мировые запасы сырой нефти и жидкого топлива на конец периода, ОЭСР, млн барр.

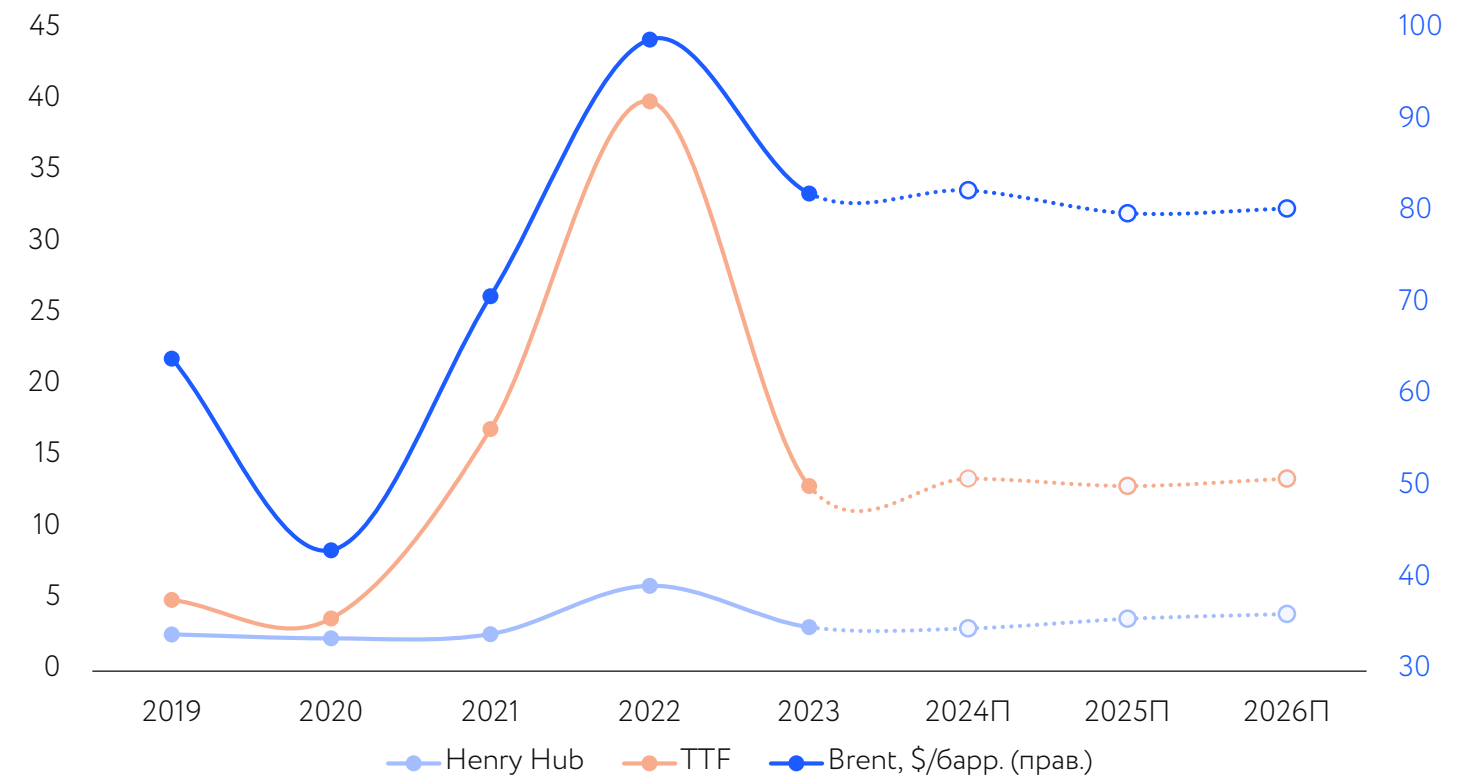


Консенсус-прогнозы по ценам на нефть и газ

- Заметная коррекция в ценах после ралли в 2022 году
- Цены остаются в два раза выше исторических значений
- Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР) вновь становится премиальным рынком
- Нефтяной рынок продолжает следить за геополитической ситуацией и ждет новостей от ОПЕК+

Прогноз по нефтегазовым котировкам*

\$/млн BTU



* На основе консенсус-прогнозов аналитиков крупнейших инвестбанков, агрегированных Investing.com

Источник: Investing.com, оценки АТОН

Нефтегазовый сектор — наш фаворит, предпочитаем ЛУКОЙЛ



Цель: 675 ₽
Потенциал*: 19%

- ▲ Профиль роста — реализация масштабного проекта «Восток Ойл» (инвестиции 12 трлн руб.)
- ▲ Крупнейший производитель в РФ (40% нефти, 8% газа)**
- ▲ Сила лоббирования на государственном уровне
- ▲ Продажа более дорогой нефти ВСТО в Азию
- ▼ Участие государства (40%) в акционерном капитале
- ▼ Снижение экономической выгоды «Восток Ойл» из-за ограничений ОПЕК+



Цель: 9 500 ₽
Потенциал*: 24%

- ▲ Классическая компания стоимости со стабильно высокими дивидендами***
- ▲ Катализатор: возможный выкуп до 25% от капитала с дисконтом 50%
- ▲ Частная компания без участия государства в капитале
- ▲ Чистая денежная позиция 784 млрд руб. на конец 2023
- ▼ Активы вне России (Ирак, Казахстан, Азербайджан)
- ▼ Нерастущее производство



Цель: 800 ₽
Потенциал*: 7%

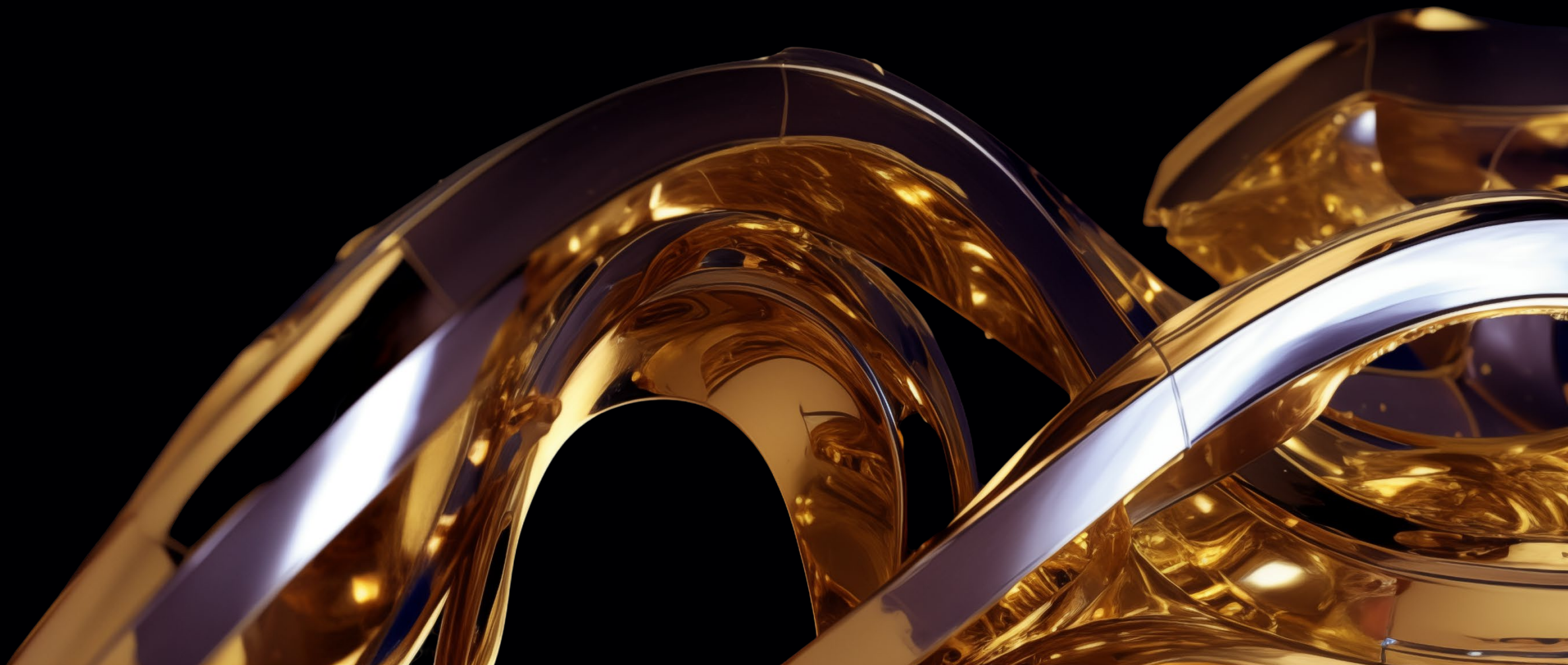
- ▲ Третий по размеру производитель нефти с качественными активами****
- ▲ Эффект от модернизации Омского НПЗ отразится на результатах 2024 года
- ▼ Низкая доля акций в свободном обращении (4%)
- ▼ Исторически волатильные дивидендные выплаты
- ▼ Высокая доля газа в объемах добычи углеводородов
- ▼ Большая часть прибыли уходит «Газпрому»



Цель: 825 ₽
Потенциал*: 16%

- ▲ Высокая доля переработки — комплекс «ТАНЕКО» (16 млн т нефтепродуктов в год)
- ▲ Запланированный рост объемов добычи к 2030 г. до 40 млн барр./сут. — 4,2% CAGR
- ▲ Диверсификация продукции и логистических рисков через приобретение активов
- ▲ Чистая денежная позиция: 61 млрд руб. на конец 2023
- ▼ Небольшой размер компании
- ▼ Экспортные ограничения

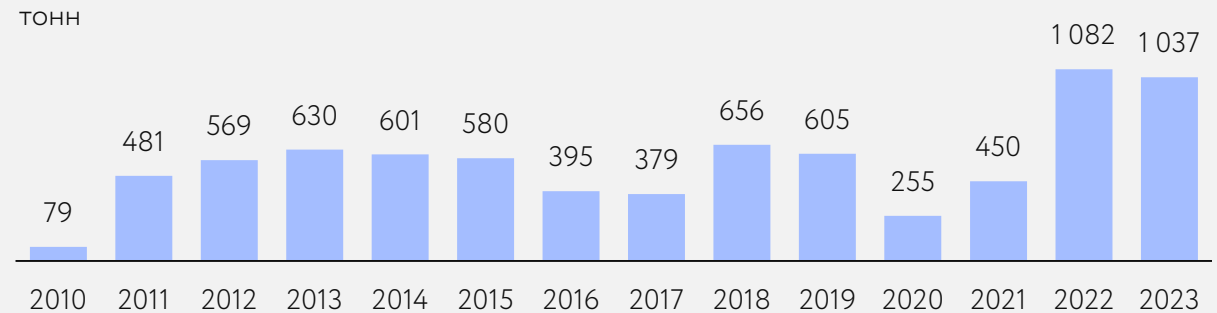
Золото



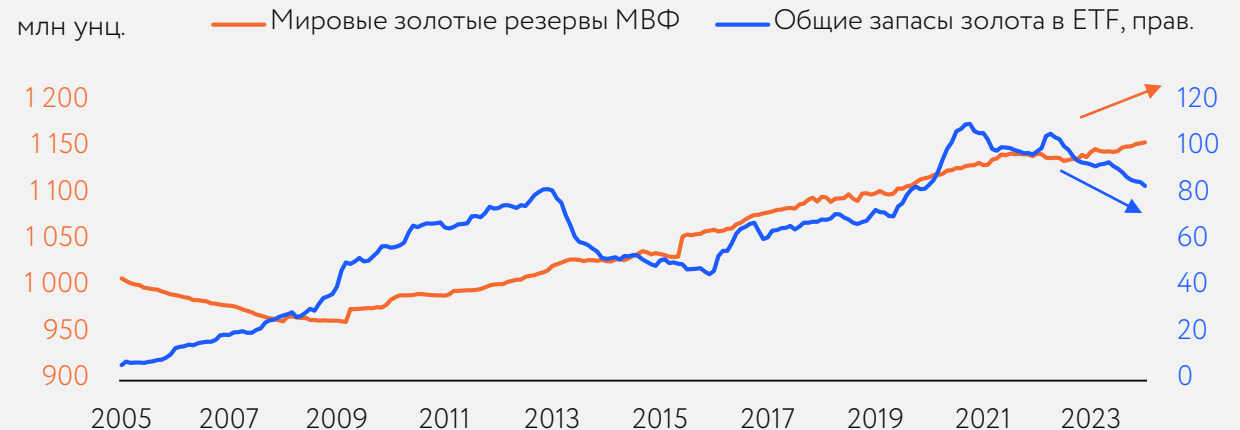
Спрос со стороны ЦБ — важный фактор поддержки цен

- Мировые центральные банки (ЦБ) увеличивают запасы золота в целях диверсификации резервов
- За последние 6 месяцев больше всего запасы увеличили Китай, Германия и Турция
- В 2023 году объем покупок золота центробанками составил 1 037 т и почти сравнялся с рекордным 2022
- Активы биржевых фондов (ETF) снижаются, несмотря на рост цены на золото
- В январе 2024 мировые золотые ETF восьмой месяц подряд фиксировали чистый отток капитала
- Наблюдается переток в биткоин-ETF

Крупные покупки золота со стороны ЦБ обеспечивают поддержку ценам



Центральные банки покупают золото, в то время как инвесторы продают

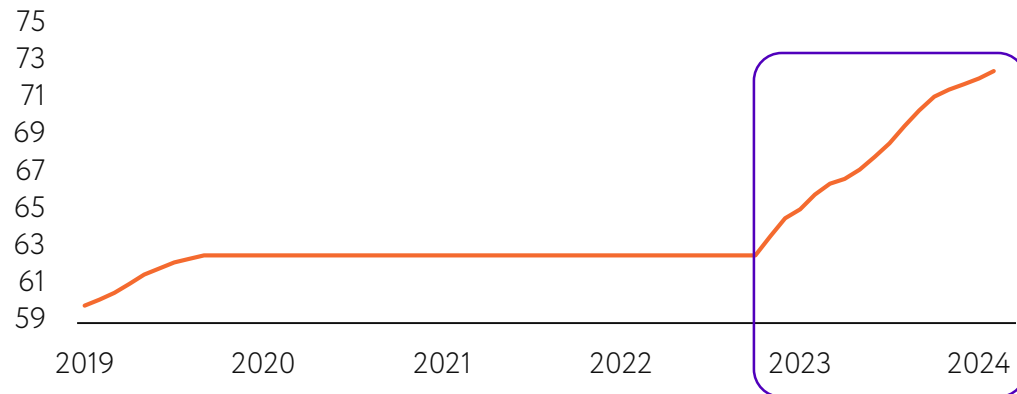


Китай и Индия ускорили покупки золота

ЦБ Китая увеличивает запасы золота 16-й месяц подряд

- Китай вернулся к покупкам золота в резервы в конце 2022 года. С конца 2019 года объем запасов не менялся.
- Покупки золота со стороны Китая стали важным фактором поддержки цен в 2023 году

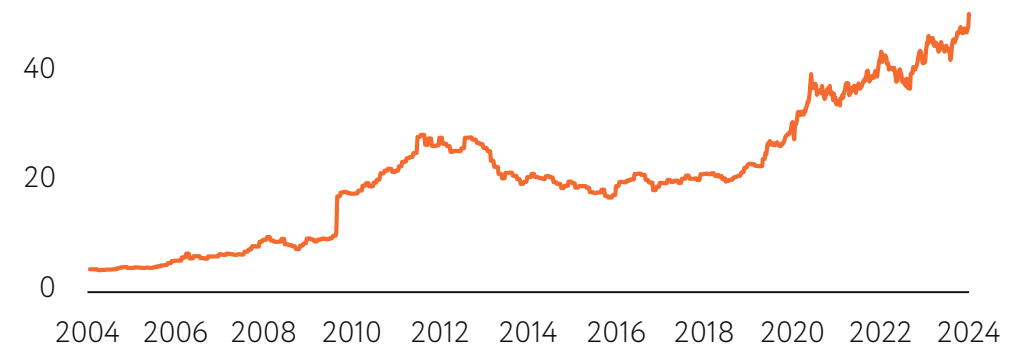
Рост резервов Китая в млн унц.



Резервный банк Индии ускоряет покупки золота

- Резервный банк Индии купил 8,7 т золота в январе 2024 – крупнейшая покупка с июля 2022 – нарастив запасы до 812,3 т
- Также в январе активно закупали желтый металл Турция (10 т) и Казахстан (6,2 т)

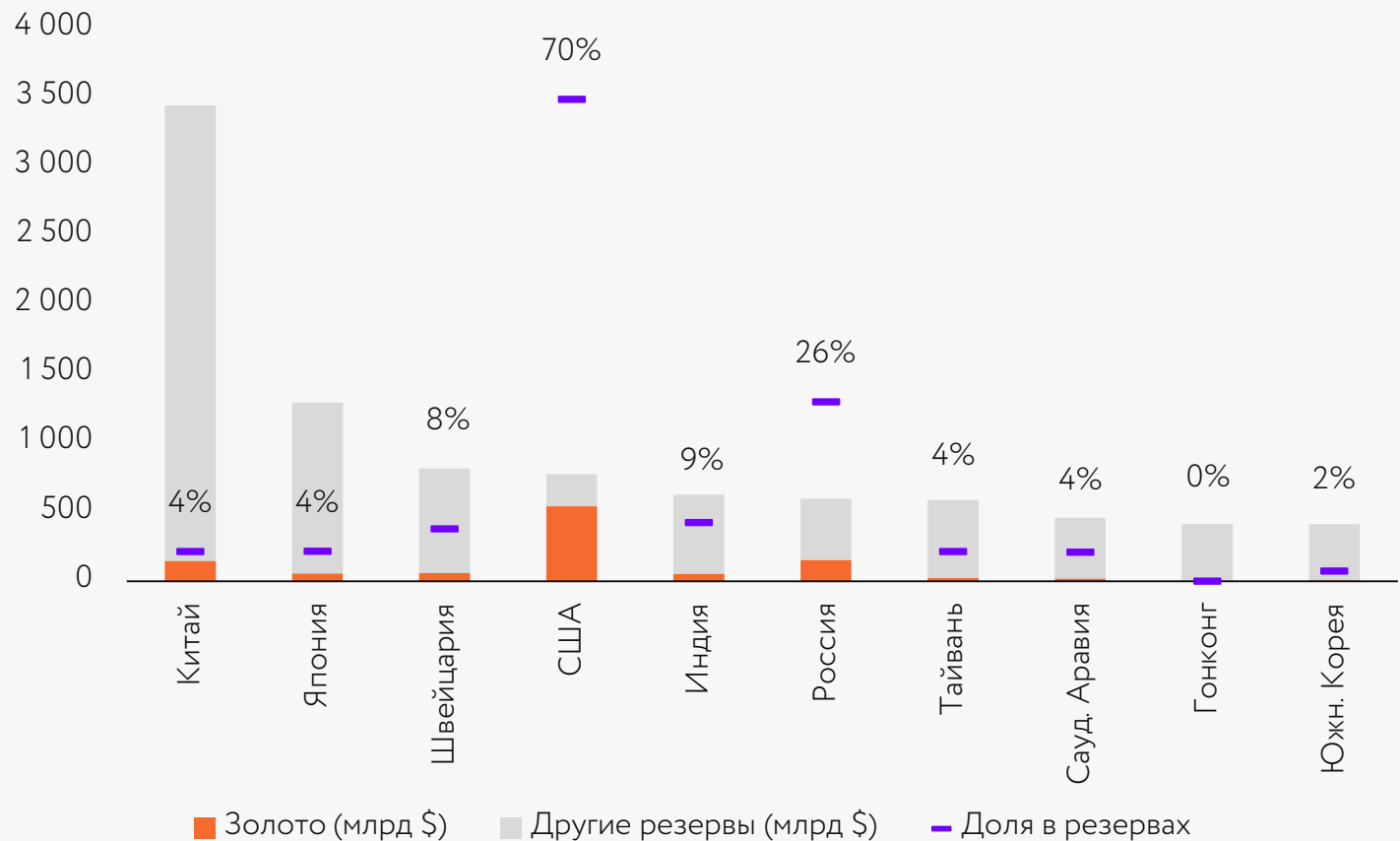
Золотые резервы Индии, млрд долл. США



Сохраняется большой потенциал спроса на золото со стороны ЦБ

- Низкая доля золота в золотовалютных запасах Китая (и Японии) — около 4%
- Увеличение доли золота в запасах Китая на 1 п.п. эквивалентно 500 тонн спроса на металл (около 10% мирового потребления)
- Аллокация в золото у ряда других стран существенно выше: Германия, Италия, Франция, Голландия (около 60%)
- Турция, Венесуэла, Боливия и ряд других стран держат около 100% резервов в золоте.

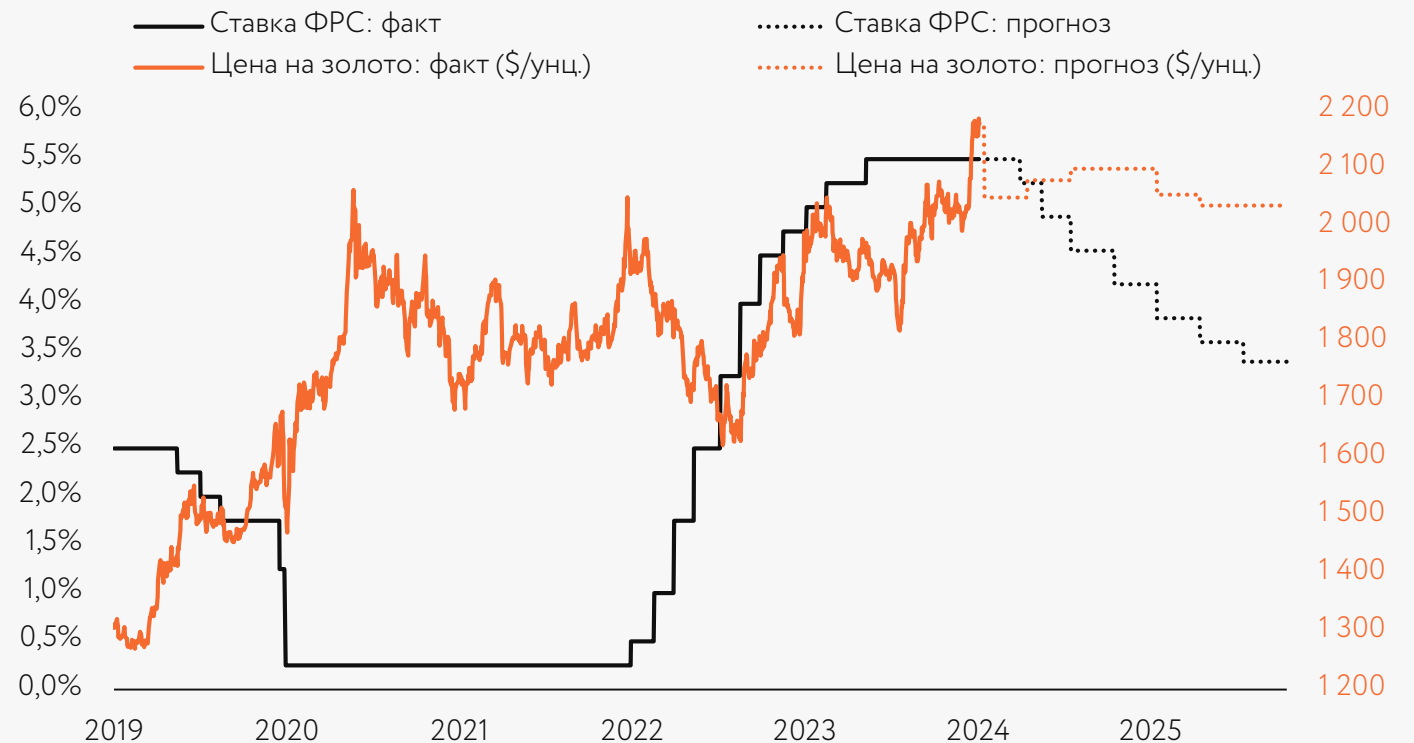
Доля золота в запасах стран с крупнейшими золотовалютными резервами



Снижение ставки ФРС должно стать драйвером роста цен на золото

- На последнем заседании 20 марта 2024 регулятор оставил ставку на уровне 5,25-5,5%
- Прогнозы ФРС предполагают снижение ставки на 0,75% в 2024 г. и еще на 0,75% в 2025 г.
- Ожидается, что ФРС понизит ставку на 0,25% в июне 2024 г.*. Прежде ожидалось, что снижение произойдет уже весной
- Разворот политики ФРС и постепенное снижение ставок в США и Европе могут дать дальнейший толчок росту цен на золото

Разворот политики ФРС может стать фактором поддержки цен на золото*



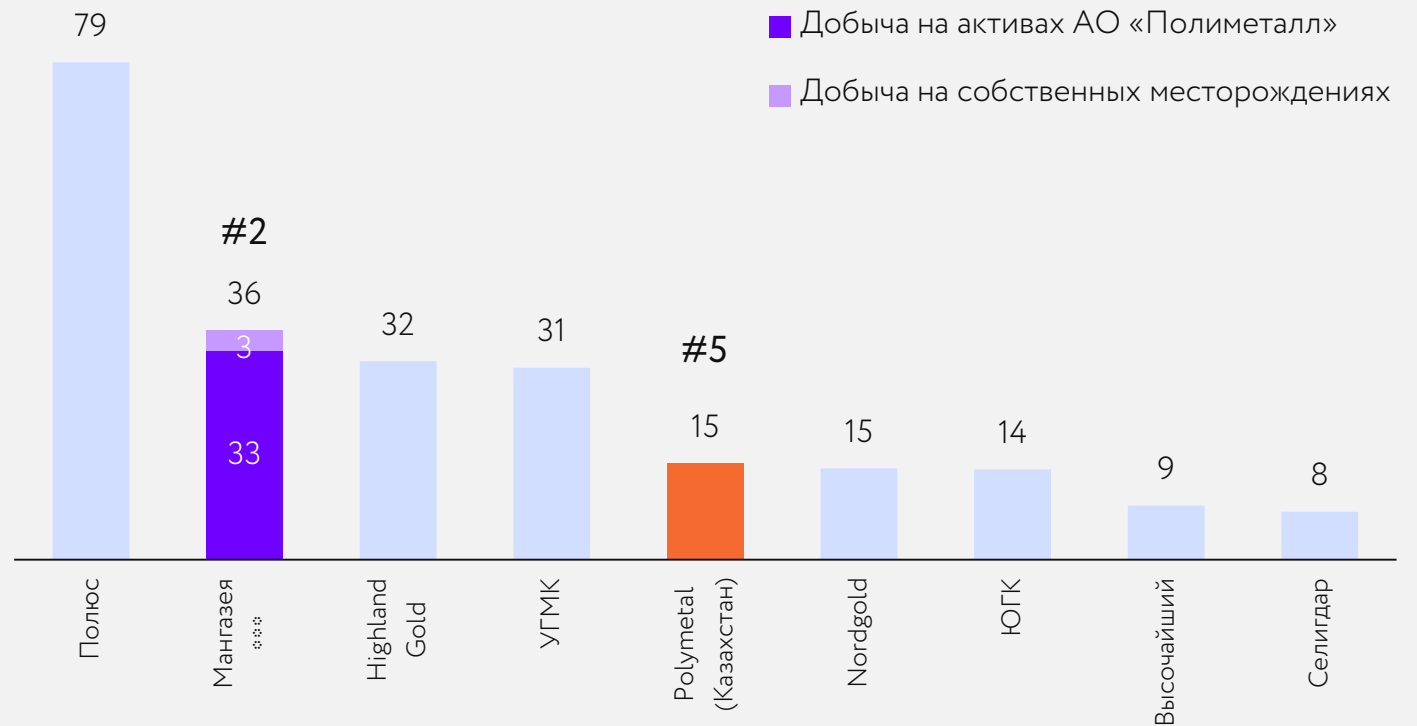
* На основе консенсус-прогнозов аналитиков крупнейших инвестбанков, агрегированных Investing.com

Ключевые российские производители

№2 в России
производителем золота
после «Полюса» может стать
ГК «Мангазея» *

№5 по размерам
оставшихся активов мог бы
стать Polymetal (оставшиеся
производственные активы
находятся в Казахстане)

Примерное ранжирование российских золотодобытчиков после завершения сделки по продаже российских активов Polymetal**, исходя из показателей добычи 2022 года, тонн



Акции российских производителей золота: предпочитаем «Полюс»

Компания (тикер)	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Доходность в след. 12М**	EV/EBITDA 2024П
Полюс (PLZL RX)	14 000	Выше рынка	1 739	9%	6,6

Компания остается российским и мировым лидером*** по запасам (97 млн унций) и себестоимости производства (\$389 на унцию ТСС и \$754 AISC). Мы считаем, что акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы, стремящиеся иметь в своем портфеле акции золотодобывающей компании, обладающие наименьшей чувствительностью к колебаниям цен на золото. В результате программы приобретения акций (выкуплено около 30% всех размещенных бумаг) компания существенно нарастила свою долговую нагрузку – до 1,9х по состоянию на конец 2023 г. Компания отмечала, что для возвращения к обсуждению дивидендов необходимо убедиться в достаточности денежного потока. В 2024 г. «Полюс» намерен представить обновленный график запуска Сухого Лога, при этом на 2025-2027 гг. может прийти пик капвложений.

Полиметалл (POLY RX)	—	Пересмотр	158	2%	2,9х
----------------------	---	-----------	-----	----	------

До недавнего времени второй по величине производитель золота в России — объемы производства группы составляли около 1,7 млн унций в год — с ключевыми активами в России и Казахстане. В августе 2023 г. компания завершила редомициляцию с о. Джерси в Казахстан. В марте 2024 г. компания закрыла сделку по продаже российского бизнеса, на который приходится около 60% EBITDA группы, группе компаний «Мангазeya». После продажи Polymetal намерен сфокусироваться на строительстве Иртышского ГМК в Казахстане мощностью около 250-300 тыс. т. По итогам 2023 г. компания посчитала нецелесообразной выплату дивидендов, в дальнейшем планируют пересмотреть дивидендную политику, изменения в которой объявят в мае 2024 г. Мы с осторожностью смотрим на инвестиционный тезис Polymetal из-за разделения компании.

ЮГК (UGLD RX)	0,9	Нейтрально	203	7%	7,4х
---------------	-----	------------	-----	----	------

Крупный российский производитель золота с выпуском 413 тыс. унций в 2022 году. Стратегия развития компании предполагает амбициозный рост производства золота до 944 тыс. унций в 2028 г.*** благодаря строительству ГОК «Высокое», реконструкции ЗИФ «Коммунар» и строительству ЗИФ «Эльдорадо» (заявленный рост еще предстоит реализовать). Основной цикл капитальных затрат пройден: в 2023-2026 гг. капитальные вложения запланированы в размере \$0,6 млрд. В планах компании направлять на дивиденды не менее 50% от скорректированной чистой прибыли при условии, что ЧД/EBITDA менее 3,0х (также предстоит показать на практике). Целевой показатель компании ЧД/EBITDA к 2026 г. составляет 0,8х, при этом по итогам 2023 г. он может составить 2,0х.

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации» (слайд 19); ** приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется;
 *** «Полюс»: <https://polyus.com/ru/company/>; **** ожидания аналитиков АТОН, рост производства не гарантирован
 Источник: данные компаний, Investing.com, оценки АТОН

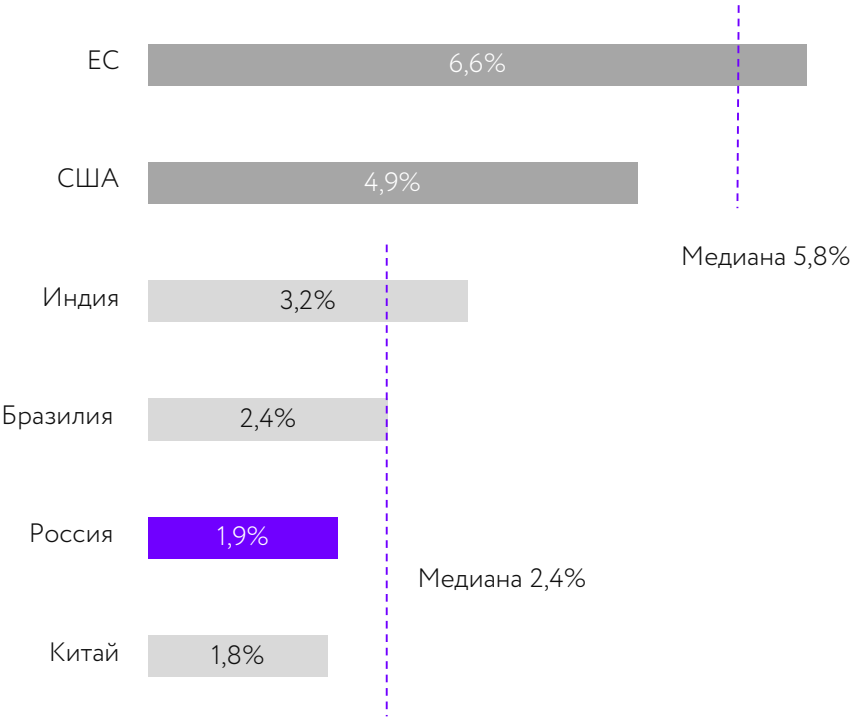
Телекомы и IT



Сохраняем позитивный взгляд на сектор ИТ с учетом потенциала цифровизации, импортозамещения и господдержки

По вкладу ИТ-сектора в ВВП Россия по-прежнему отстает как от развитых, так и от крупных развивающихся стран. Чтобы сравняться с ЕС и США, рынок должен вырасти в 3 раза, со средним уровнем по Индии, Китаю и Бразилии — в 1,3 раза.

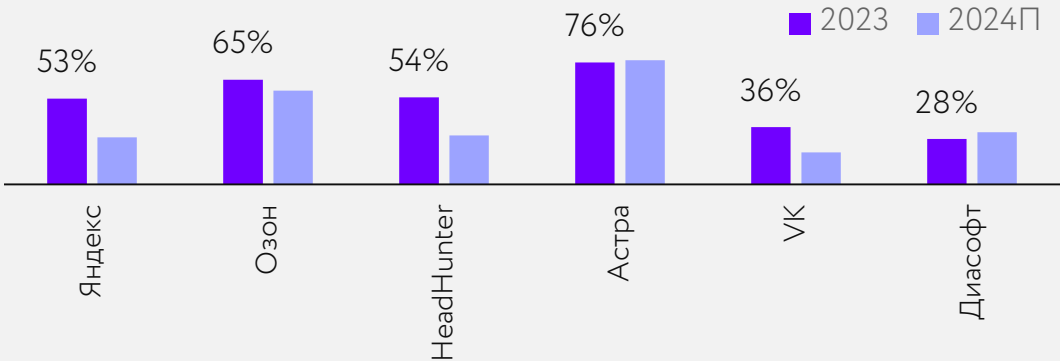
Доля ИТ-рынка в ВВП в 2022 г., %



Основные ИТ-компании и продукты, покинувшие российский рынок или сократившие свое присутствие на нем:



Рост выручки российских ИТ-компаний:*

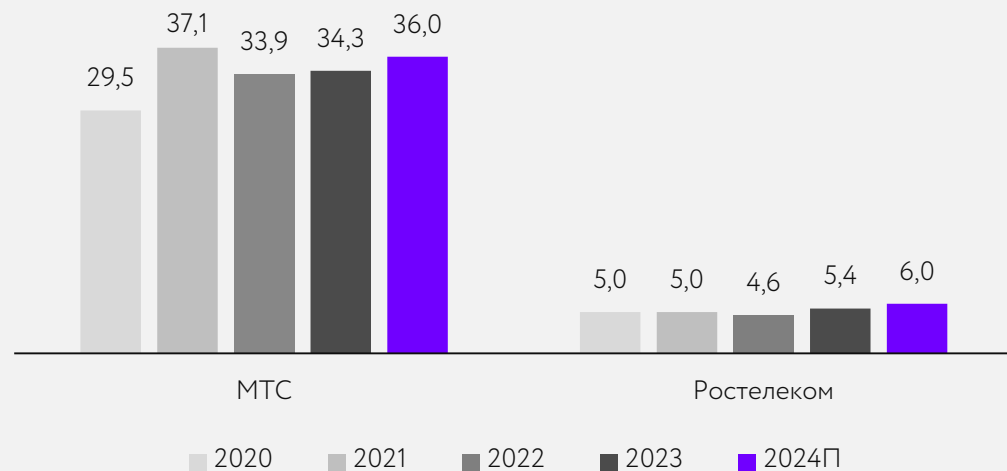


* 2024 год — прогнозы АТОН
 Источник: данные компаний, Strategy Partners, Интерфакс, Investing, оценки АТОН

Телекомы предлагают достойную дивидендную доходность и рост в новых направлениях, активность первичных размещений на российском рынке может «подсветить» стоимость телекомов и АФК «Системы»

- Стабильная абонентская база и хорошо прогнозируемый денежный поток от сегмента связи дает возможность МТС и «Ростелекому» платить достойные дивиденды — по нашей оценке, в 2024 г. выплаты могут составить 36 рублей и 6 рублей на акцию соответственно.*
- Драйвером роста для акций обеих компаний в ближайшее время может стать первичное размещение акций дочерних структур — [МТС Банка](#) и, вероятно, облачного бизнеса [«Ростелекома»](#). Причем, на наш взгляд, потенциал переоценки выше в случае «Ростелекома»

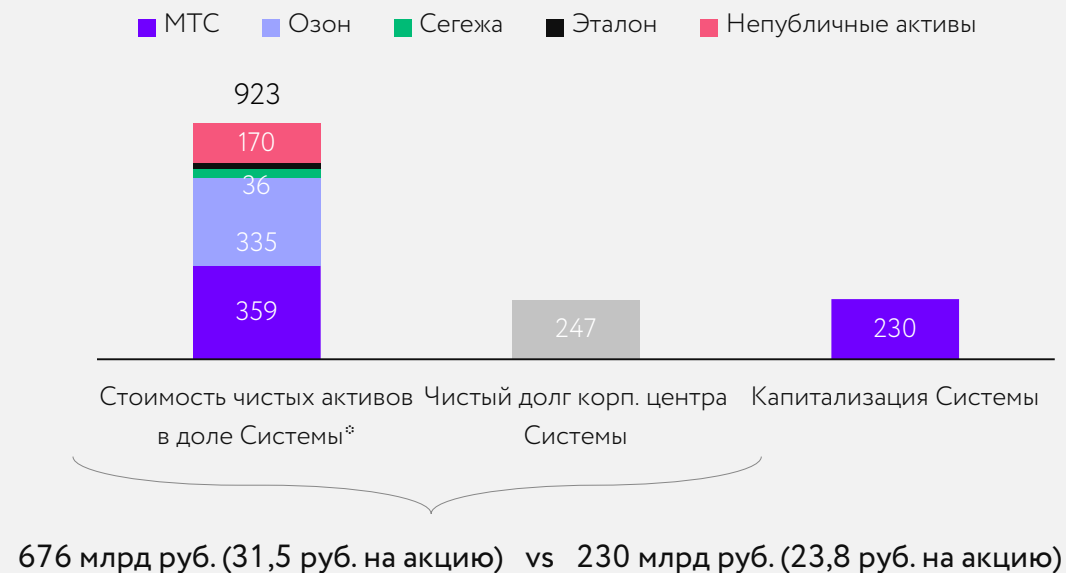
Дивидендные выплаты телекомов, рублей на акцию:



* Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется;
Источник: данные компаний, Интерфакс, РБК, Investing, оценки АТОН

- Текущий дисконт «Системы» к сумме ее чистых активов, по нашей оценке, составляет примерно 60%. Исторически, размещение «дочек» служило катализатором для сокращения дисконта.
- Среди кандидатов на первичное размещение акций — «Медси», «Биннофарм», «Степь», «Элемент», Cosmos Hotel Group.

Расчет целевой стоимости акций «Системы» с дисконтом 55% к СЧА, млрд рублей и рублей на акцию:



* Капитализация публичных активов целевая — рассчитана с использованием целевых цен АТОН, стоимость непубличных активов согласно данным из открытых источников

Акции компаний ИТ-сектора

Компания	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Див. в след. 12 месяцев**	EV/EBITDA 2024П
«Яндекс»	5 460 руб.	Выше рынка	1 428	0 руб.	11,2х

Ключевые факторы инвестиционной привлекательности «Яндекса» — прочные позиции в сегментах «Поиска» и «Такси» (более 60% рынка, по нашим оценкам), уникальные преимущества экосистемы и успешный опыт развития новых направлений. Крупнейший сегмент компании оказался в выигрыше от ухода иностранных конкурентов и восстановления рекламных бюджетов, показав рост EBITDA более чем на 50% в 2023 году, и мы ожидаем, что на фоне дальнейшего роста и цифровизации экономики он продемонстрирует достойные результаты и в 2024 году. В то же время «Яндекс» продолжает укреплять позиции в новых сегментах, включая доставку еды, облачные технологии, развлекательные и другие сервисы, многие из которых либо уже вышли, либо близки к выходу в прибыль. Компания, по нашим расчетам, по-прежнему торгуется с дисконтом к своей исторической оценке (около 50%). Мы ожидаем, что дисконт может сократиться после завершения реструктуризации.

Ozon	4 700 руб.	Выше рынка	840	0 руб.	25,4х
------	------------	------------	-----	--------	-------

Ozon — [второй по обороту](#) и единственный публичный игрок в России, ориентированный исключительно на стремительно развивающийся рынок онлайн-торговли. Выход на безубыточность на уровне EBITDA при высоких темпах роста GMV (2,1х в 2023 по сравнению с предыдущим годом) доказывает эффективность бизнес-модели Ozon. Текущее укрепление рыночных позиций в перспективе может способствовать росту показателей прибыли компании. Ожидаем, что в 2024 году Ozon продолжит показывать хорошие результаты на фоне сильного потребительского спроса.

HeadHunter	5 000 руб.	Выше рынка	215	560 руб.	8,3х
------------	------------	------------	-----	----------	------

Высокий дефицит рабочей силы на рынке труда стимулирует рост спроса на услуги HeadHunter, что находит отражение в его финансовых результатах: в 2023 году рост выручки достиг 63% г/г, а EBITDA подскочила на 90% г/г – это одни из лучших показателей в российском ИТ-секторе. Компания находится в процессе редомициляции в Россию, и успешное завершение этого процесса может повысить ее ценность для российских акционеров и сделать возможной выплату дивидендов. По нашим расчетам, размер дивидендов мог бы составить около 390 рублей на акцию из суммы чистых денежных средств на балансе по состоянию на декабрь 2023 года и около 170 рублей на акцию из расчета 50% чистой прибыли за 2024 год.**

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации»;
 ** Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется;
 Источник: данные компаний, Интерфакс, Forbes, Data Insight, Investing.com, оценки АТОН

Акции компаний ИТ-сектора

Компания	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Див. в след. 12 месяцев**	EV/EBITDA 2024П
«Астра»	720 руб.	Нейтрально	144	10 руб.	19,0х

Группа «Астра» — крупнейший разработчик инфраструктурного программного обеспечения (ПО) в РФ, [по данным Strategy Partners](#). «Астра» занимает 23% рынка среди российских разработчиков в целом и 75% в сегменте отечественных операционных систем, по данным Strategy Partners. «Астра» осваивает нишу на рынке, которая освобождается по мере ухода иностранных разработчиков, и демонстрирует сильные результаты. Продолжение цифровизации экономики и импортозамещения — ключевые факторы инвестиционной привлекательности компании. Мы считаем оценку близкой к справедливой и пока не видим значительных катализаторов для роста.

VK	660 руб.	Нейтрально	139	0 руб.	17,8х
----	----------	------------	-----	--------	-------

VK является [лидером](#) в сегменте российских соцсетей по использованию рекламодателями. Чтобы укрепить свои позиции, компания вкладывает значительные средства в разработку и продвижение новых функций и услуг, что может упрочить ее позиции на рынке, но оказывает негативное влияние на прибыль — в 2023 году VK заработала 495 млн рублей EBITDA против 20 млрд рублей в 2022 году. Восстановление рентабельности в сегменте социальных сетей, на наш взгляд, сейчас является ключевым в инвестиционном кейсе компании.

«Диасофт»	6 380 руб.	Нейтрально	64	420 руб.	11,2х
-----------	------------	------------	----	----------	-------

«Диасофт» — крупнейший разработчик ПО в банковском секторе РФ с долей рынка 24%, [по данным Strategy Partners](#). Уход иностранных игроков с рынка корпоративного ПО открывает перед компанией возможность занять ниши в смежных сегментах. Прочные позиции на рынке и повышение эффективности разработки обуславливают, на наш взгляд, высокие показатели прибыльности на уровне мировых аналогов и высокорентабельных публичных ИТ-компаний РФ (более 40% по EBITDA и 35% по чистой прибыли), позволяя выплачивать дивиденды в размере более 50% от EBITDA на ежеквартальной основе. Высокая рекуррентность выручки и видимость денежных потоков обуславливают премию в оценке «Диасофта». На данный момент мы считаем ее близкой к справедливым уровням.

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации»;

** Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется;

Источник: данные компаний, Strategy Partners, Интерфакс, Forbes, Investing.com, оценки АТОН

Акции телекомов и АФК «Системы»

Компания	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Див. в след. 12 месяцев**	EV/EBITDA 2024П
МТС	325 руб.	Выше рынка	598	36 руб.	4,7х

МТС сохраняет стабильные показатели в своем основном сегменте услуг связи, что обеспечивает ей солидный денежный поток, возможность выплачивать дивиденды и развивать новые направления, включая финтех, медиа и облачные технологии. По нашим ожиданиям, в 2024 году компания сможет выплатить дивиденды в районе 36 рублей на акцию.** В предыдущие годы выплата совершалась в июне-июле. Дополнительную поддержку котировкам могут оказать новости о размещении МТС Банка.

Ростелеком	120 руб.	Выше рынка	357	6 руб.	3,0х
------------	----------	------------	-----	--------	------

Мы позитивно оцениваем перспективы «Ростелекома» с учетом стабильных показателей традиционных сервисов связи и динамичного развития новых направлений, которые пользуются повышенным спросом на фоне цифровизации экономики, ухода иностранных аналогов и поддержки со стороны государства. Катализатором роста акций могут стать возможные новости о первичном размещении акций дочерних компаний (вероятно, ЦОДов), а также новости об обновлении стратегии развития и дивидендной политики. Обыкновенные акции «Ростелекома» исторически торгуются с премией к привилегированным, что оправдано их более высокой ликвидностью. По нашим расчетам, с начала 2020 года премия в среднем составляла порядка 7%.

АФК «Система»	31,5 руб.	Выше рынка	230	0,52 руб.	н.д.
---------------	-----------	------------	-----	-----------	------

В операционном плане крупнейшие непубличные бизнесы «Системы», включая «Медси», «Биннофарм», Агрохолдинг «Степь», Cosmos Hotel Group и ГК «Элемент», на наш взгляд, готовы к первичному размещению, и появление соответствующих новостей на фоне роста числа размещений на российском рынке может послужить катализатором раскрытия стоимости «Системы». По нашей оценке, холдинг сейчас торгуется с дисконтом в районе 60% к стоимости чистых активов, что соответствует верхней границе исторического диапазона, который имеет свойство сокращаться в периоды размещения «дочек».

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации»;
 ** Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется;
 Источник: данные компаний, Интерфакс, РБК, Forbes, Investing.com, оценки АТОН

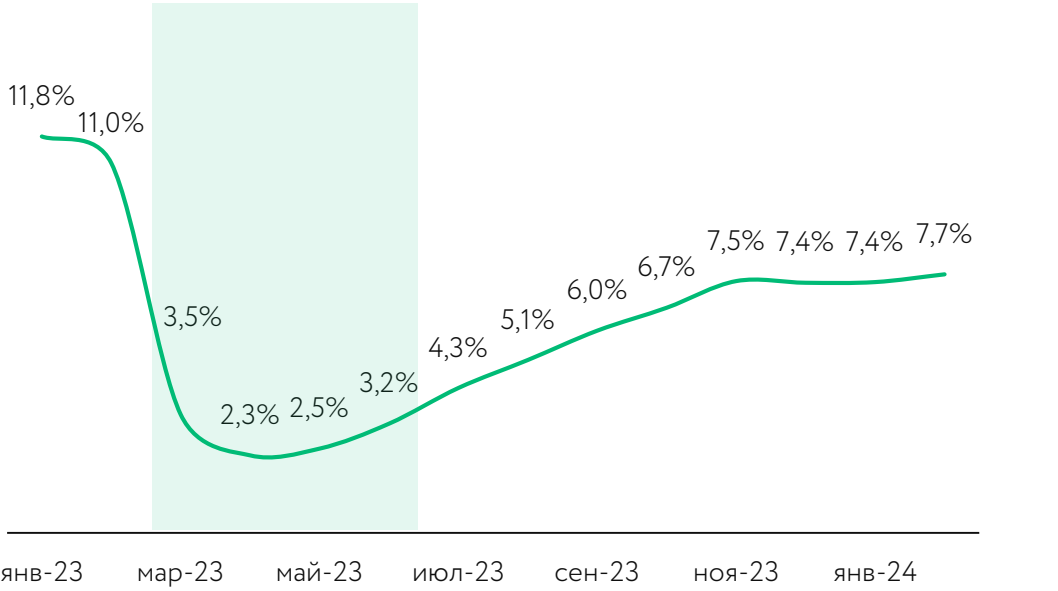
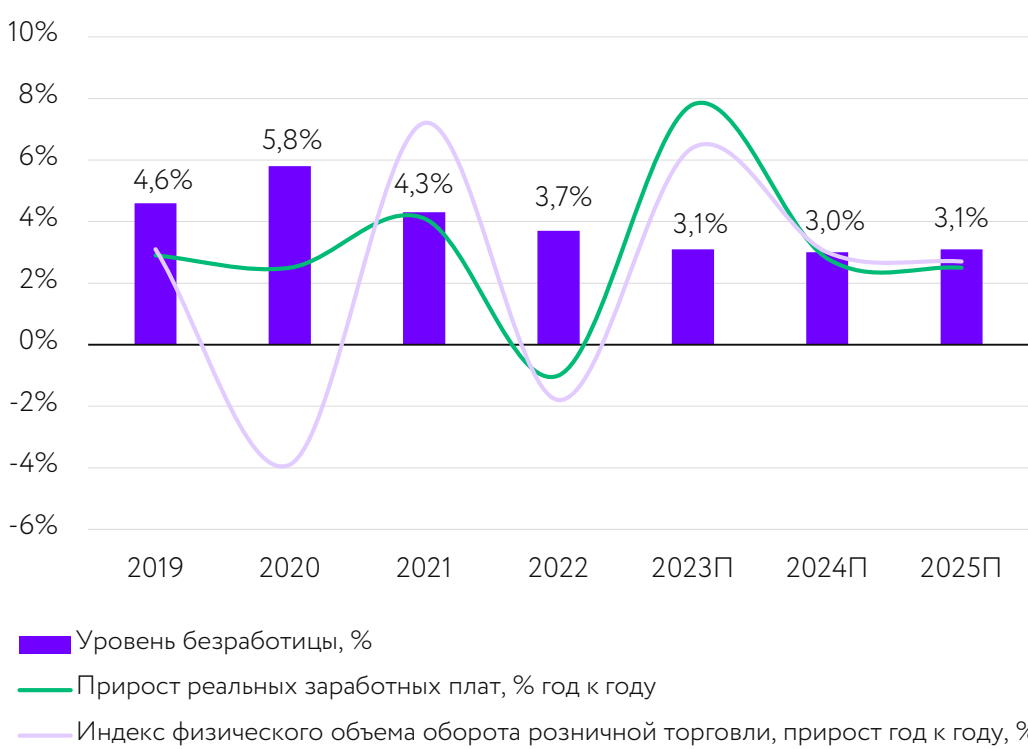
Потребительский сектор



Мы ожидаем сохранения позитивной динамики продаж компаний потребительского сектора, ориентированных на продукты широкого потребления...

Высокий спрос на рабочую силу стимулирует рост реальных доходов населения, что, в свою очередь, оказывает поддержку потребительскому спросу и реальным розничным продажам

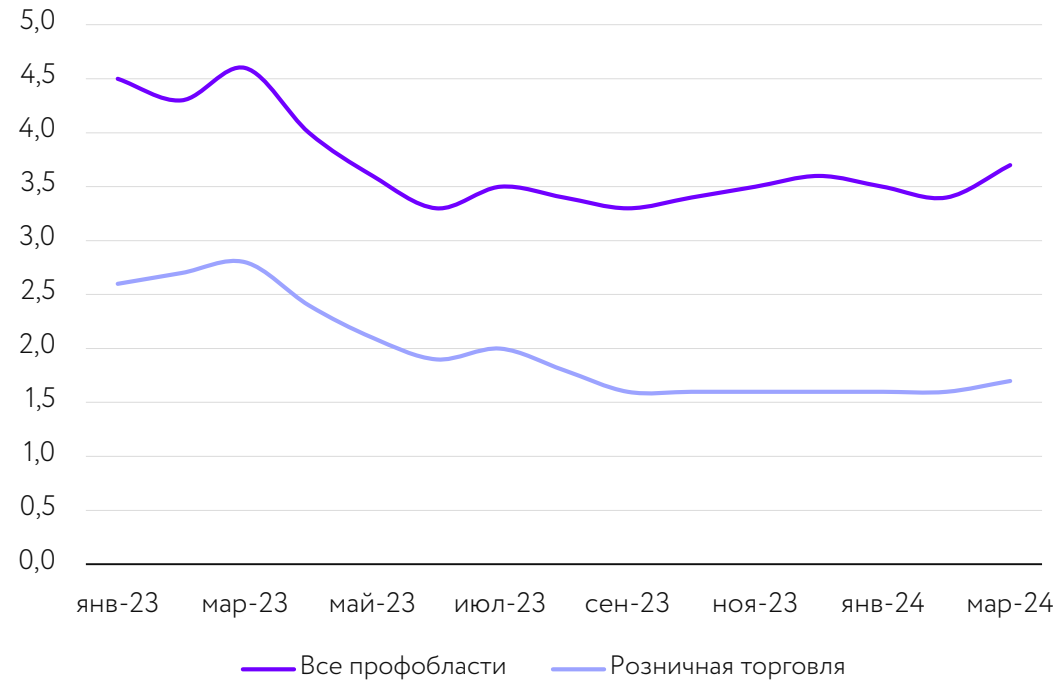
В 1-м полугодии 2024 года росту продаж также будет способствовать низкая база по инфляции, однако в последующем рост цен, скорее всего, будет замедляться



...при этом прибыльность компаний в трудоемких сегментах может оказаться под давлением расходов на персонал

Соотношение количества резюме к числу вакансий свидетельствует о повышенном дефиците кадров, особенно в сфере розничной торговли, что подразумевает возможность роста зарплат для работников и давление на рентабельность — для работодателей

Индекс HeadHunter*

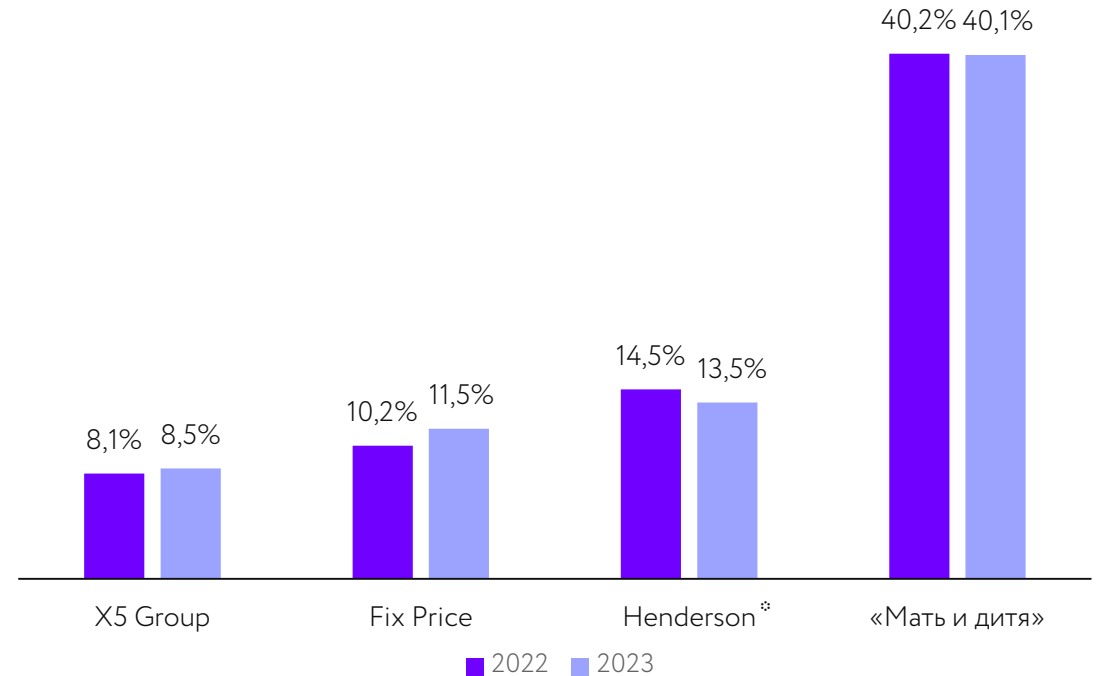


* Индекс показывает соотношение количества резюме к количеству вакансий на рынке в выбранной профобласти. Значения индекса: меньше или равно 1,9 — острый дефицит соискателей; 2,0–3,9 — дефицит соискателей 4,0–7,9 — умеренный уровень конкуренции за рабочие места

Источник: данные HeadHunter, X5 Group, Fix Price, Henderson, «Мать и дитя», оценки АТОН

Расходы на оплату труда растут быстрее в компаниях потребительского сектора с высокой потребностью в рабочих профессиях

Отношение расходов на персонал к выручке, %



* Расчет на основе отчетности операционной компании ООО «ТАМИ И КО»

Акции компаний потребительского сектора

Компания	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Див. в след. 12 месяцев**	EV/EBITDA 2024П
X5 Group	3 800 руб.	Выше рынка	760	500 руб.	4,0x

X5 Group — [крупнейший](#) продовольственный ритейлер в России по доле рынка (около 13%) с хорошей динамикой показателей и амбициозной стратегией роста. В укреплении лидерства группе помогает продвижение дискаунтеров «Чижик» и экспансия в регионах. Технические трудности с выплатой дивидендов дали ей возможность больше инвестировать в рост — в том числе за счет сделок слияния и поглощения — и сокращать долг. На данный момент X5 находится в процессе принудительной редомициляции и в случае его успешного завершения сможет вернуться к выплате дивидендов. По нашим оценкам, дивиденды могут составить около 330 рублей на акцию из расчета 100% чистой прибыли за 2023, 170 рублей за часть 2024 года и потенциально что-то сверх этой суммы при выплате «пропущенных» дивидендов.**

«Магнит»	8 800 руб.	Выше рынка	792	1 300 руб.	5,2x
----------	------------	------------	-----	------------	------

«Магнит» — [второй по величине выручки](#) игрок в российской продуктовой рознице. В 2022 и за первые 9 месяцев 2023 года динамика сопоставимых продаж «Магнита» в среднем была несколько ниже, чем у X5, зато компания, на наш взгляд, показала более устойчивую рентабельность. Большой запас ликвидности подразумевает возможность повышенных дивидендных выплат. В марте «Магнит» опубликовал отчетность по РСБУ, из которой следует, что технически компания может выплатить до 960 рублей на акцию за 2023 год. Ранее компания платила дивиденды дважды в год, что говорит о возможности выплаты еще порядка 360 рублей из чистой прибыли за часть 2024 года на горизонте 12 месяцев.**

Fix Price	320 руб.	Нейтрально	265	40 руб.	4,5x
-----------	----------	------------	-----	---------	------

Fix Price — [крупнейший](#) игрок в сегменте магазинов фиксированных цен в России с рыночной долей свыше 90%. Исторически компания демонстрировала высокие темпы роста (+25% по выручке, +26% по EBITDA ежегодно в среднем за 2019-2022 гг.) благодаря двузначным темпам расширения торговых площадей и эффективному управлению ассортиментом. Однако в 2023 году у нее сложилась отрицательная динамика LfL-продаж, обусловленная слабым ростом среднего чека и снижением посещаемости. Продолжение спада посещаемости может поставить под сомнение планы компании по расширению бизнеса, что может негативно отразиться на ее инвестиционном кейсе. В то же время Fix Price накопила существенный объем денежных средств (37,3 млрд рублей на конец 2023 года), и полноценное возвращение к выплате дивидендов может поддержать ее котировки.**

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации»;

** Приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется;

Источник: данные компаний, Интерфакс, РБК, Investing.com, оценки АТОН

Акции компаний потребительского сектора (продолжение)

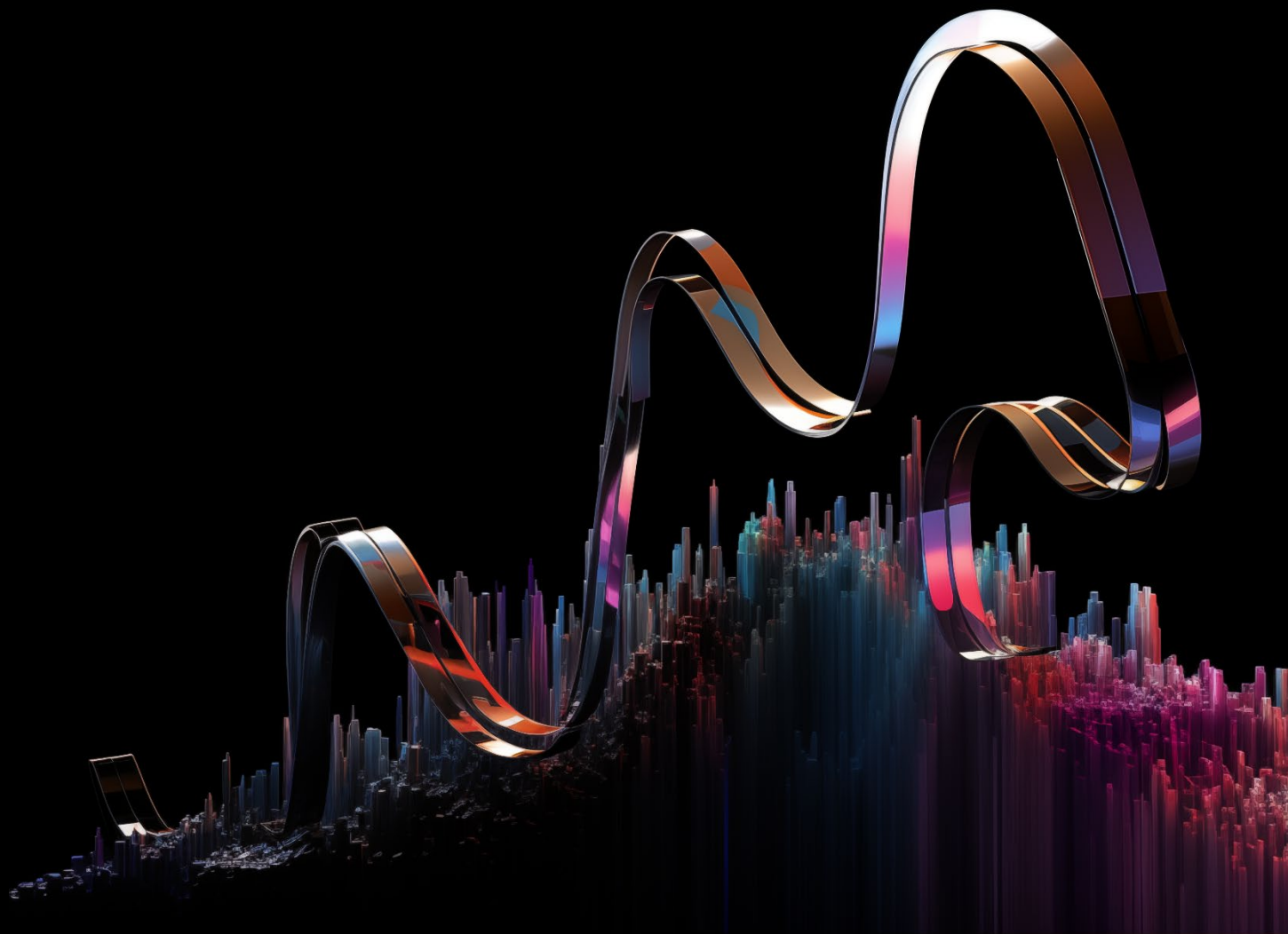
Компания	Целевая цена	Рейтинг*	Рын. кап-я, млрд руб.	Див. в след. 12 месяцев**	EV/EBITDA 2024П
«Лента»	1 200 руб.	Выше рынка	110	0	4,0x
Новая стратегия «Ленты» направлена на развитие малых форматов и онлайн-сегмента. В результате приобретения сети магазинов «Монетка» в октябре 2023 г. доля малых форматов в общей выручке «Ленты» превысила 35% (до сделки она составляла примерно 15%). Во 2-м полугодии 2023 г. компания продемонстрировала положительную динамику сопоставимых продаж, а в 4-м квартале 2023 г. ей удалось значительно улучшить рентабельность EBITDA (+1,5 п.п. в годовом сравнении) до 8%, приблизив ее к историческим уровням. Укрепление позитивной динамики в ближайшие периоды может способствовать пересмотру рынком инвестиционного кейса и оценки компании.					
«Мать и дитя»	1 140 руб.	Выше рынка	77	180 руб.	6,7x
«Мать и дитя» — вторая по объему выручки компания на рынке частных медицинских услуг в России и лидер в сегменте женского и детского здоровья. Группа предлагает экспозицию на растущие сегменты рынка, прочное финансовое положение с доказанной историей эффективности (рентабельность EBITDA выше 30%) и достойные дивиденды — по нашей оценке, данный показатель может составить 130-180 рублей в следующие 12 месяцев. ** Хорошие результаты за 2023 год (выручка +10%, EBITDA +16%, скорректированная чистая прибыль +30%) подтверждают наш позитивный взгляд на компанию.					
Henderson	890 руб.	Выше рынка	29	40 руб.	5,9x
Henderson — крупнейший ритейлер мужской одежды в РФ, по данным INFOLine. Отлаженная бизнес-модель и сильный бренд помогают ей показывать достойные темпы прироста выручки (22% ежегодно в среднем в 2019-2023 гг.), высокую прибыльность (рентабельность EBITDA 39% в 2022 г.) и доходность на инвестированный капитал (ROIC 27% в 2022 г.). Рыночные позиции Henderson усиливаются на фоне ухода иностранных конкурентов, которые, по оценкам компании, ранее занимали долю чуть более 50% в ее сегменте. По нашим расчетам, к 2028 г. при выполнении планов по развитию сети компания имеет возможность увеличить продажи в 2,8 раза по сравнению с 2022 г. до более чем 35 млрд рублей.					
«О'КЕЙ»	30 руб.	Нейтрально	8	0	2,8x
Традиционный для «О'КЕЙ» формат гипермаркетов, на который приходится более 70% продаж, находится под давлением — LfL-продажи в 2023 г. выросли лишь на 0,3%. Более сильную динамику показывает формат дискаунтеров «ДА!», однако ее сдерживает все более заметная конкуренция в сегменте. «О'КЕЙ» отличается высокой долговой нагрузкой (ЧД/EBITDA по МСФО 16 на уровне 4x, более 60 млрд рублей долга при капитализации 8 млрд рублей), что создает высокий риск для акционерной стоимости и повышает волатильность в акциях.					

* Система рейтингов, используемая аналитиками АТОН, приведена в разделе «раскрытие информации»;

** Приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется;

Источник: данные компаний, Vademecum, INFOLine, Investing.com, оценки АТОН

Финансовый сектор



Банковский сектор: непростое торможение

Несмотря на высокий уровень процентных ставок в экономике, финансовый сектор, по нашему мнению, выглядит в настоящий момент достаточно крепко с точки зрения динамики кредитования, качества кредитных портфелей и размера прибыли. По данным ЦБ, по итогам 1-го квартала 2024 в корпоративном сегменте наблюдается замедление темпов роста кредитования (+19,1% год к году в феврале 2024 г.), в то время как в потребительском сегменте динамика по-прежнему высокая (+26,7% год к году в феврале 2024 г.) и превосходит ожидания ЦБ. По итогам 2024 г. регулятор прогнозирует рост корпоративного кредитования в годовом сравнении на 5-8%, розничного — на 3-8%*, однако мы ожидаем более сильного роста по итогам года.

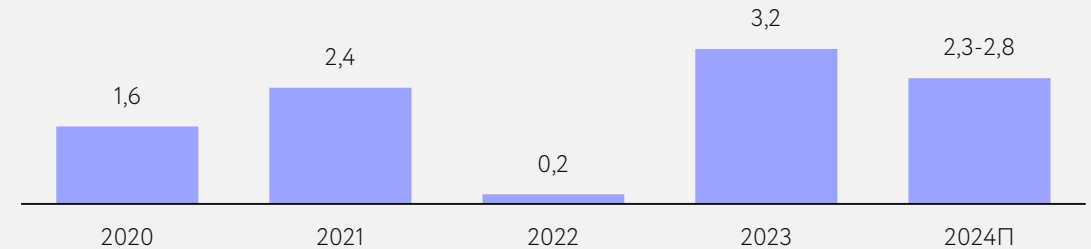
Чистая прибыль банковского сектора в 2024 году, по оценкам ЦБ, сократится до 2,3-2,8 трлн рублей (в среднем на 19% относительно результата 2023 года). Основные причины снижения: сокращение чистой процентной маржи на фоне роста стоимости фондирования, увеличение отчислений в резервы, снижение доходов от торговли валютой и прочих доходов. В таких публичных банках, как ВТБ и МКБ, мы прогнозируем умеренное снижение чистой прибыли в 2024 г. А вот в финансовых результатах «Сбера» мы ожидаем увидеть небольшой рост чистой прибыли в пределах 4-6% в годовом сравнении. Прироста чистой прибыли мы ждем и у ТКС Холдинга (~+20% год к году) за счет агрессивного наращивания кредитного портфеля.

Нарастят прибыль, по нашим оценкам, небанковские финансовые организации, в том числе Московская биржа, «Ренессанс Страхование» и «Европлан», на фоне благоприятной макроэкономической конъюнктуры.

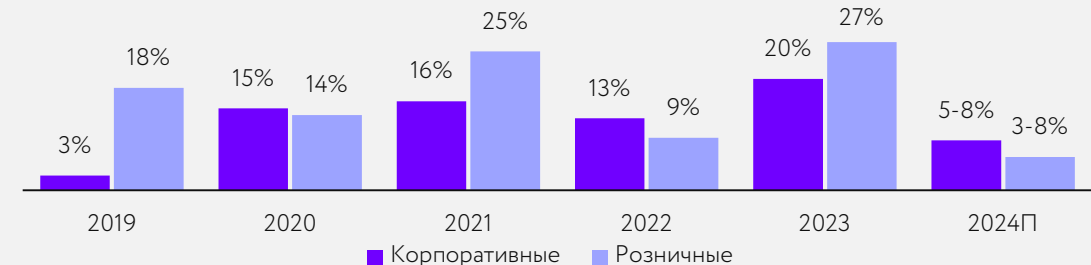
Важным событием в финансовой индустрии должно стать снижение ключевой ставки, которое, как мы ожидаем, начнется во 2-м полугодии 2024 года. Впрочем, снижение, скорее всего, будет медленным, и его материальный эффект для компаний станет заметен лишь в 2025 году.

Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН
*<https://www.cbr.ru/press/event/?id=18556>

Динамика чистой прибыли банковского сектора, трлн рублей



Динамика кредитного портфеля банковского сектора, % г/г



Доля просроченной кредитной задолженности банков, %



Наши фавориты в финансовом секторе и их рыночная оценка

В финансовом секторе нам особенно нравятся четыре компании:

«Сбер», Московская биржа, Совкомбанк и «Европлан».

«Сбер» (SBER RX; выше рынка; цель — 330 руб.): банк фундаментально недооценен по финансовым мультипликаторам по сравнению со своими историческими средними значениями. «Сбер» демонстрирует устойчивые ключевые финансовые метрики и стремится выплачивать стабильные дивиденды в размере 50% от чистой прибыли по МСФО согласно своей дивидендной политике. По нашему мнению, акции «Сбера» — это долгосрочные инвестиции и ставка на развитие российской экономики, а также начало снижения процентных ставок.

Московская биржа (MOEX RX; выше рынка; цель – 250 руб.): Биржа является бенефициаром многих процессов – увеличения объема торгов, размещения новых акций и облигаций, прихода на рынок новых частных инвесторов. Кроме того, компания зарабатывает дополнительные процентные доходы благодаря высоким процентным ставкам, развивает финансовый маркетплейс «Финуслуги» и планирует выплатить хорошие [дивиденды](#) (65% от чистой прибыли) за 2023 год. В 2024 году мы также прогнозируем большую чистую прибыль компании в размере 65 млрд рублей (+7% г/г).

«Европлан» (LEAS RX; рейтинга нет): крупная независимая лизинговая компания, которая недавно провела первичное размещение акций. У компании сильные финансовые показатели (ROE около 40%, среднегодовые темпы роста активов и чистой прибыли до 2028 года — около 25%, высокая достаточность капитала), а дивидендная политика предусматривает выплаты в размере не менее 50% чистой прибыли по МСФО. При этом текущая рыночная оценка компании (5,8x по P/E 2024П) нам кажется относительно невысокой.

Совкомбанк (SVCB RX; рейтинга нет): один из крупнейших частных и системообразующих банков, который быстро растет (~30% по объему активов в 2024П году) в том числе за счет покупки конкурентов, нацелен на поддержание долгосрочного ROE около 30% и планирует выплачивать дивиденды в размере 20-40% от чистой прибыли.

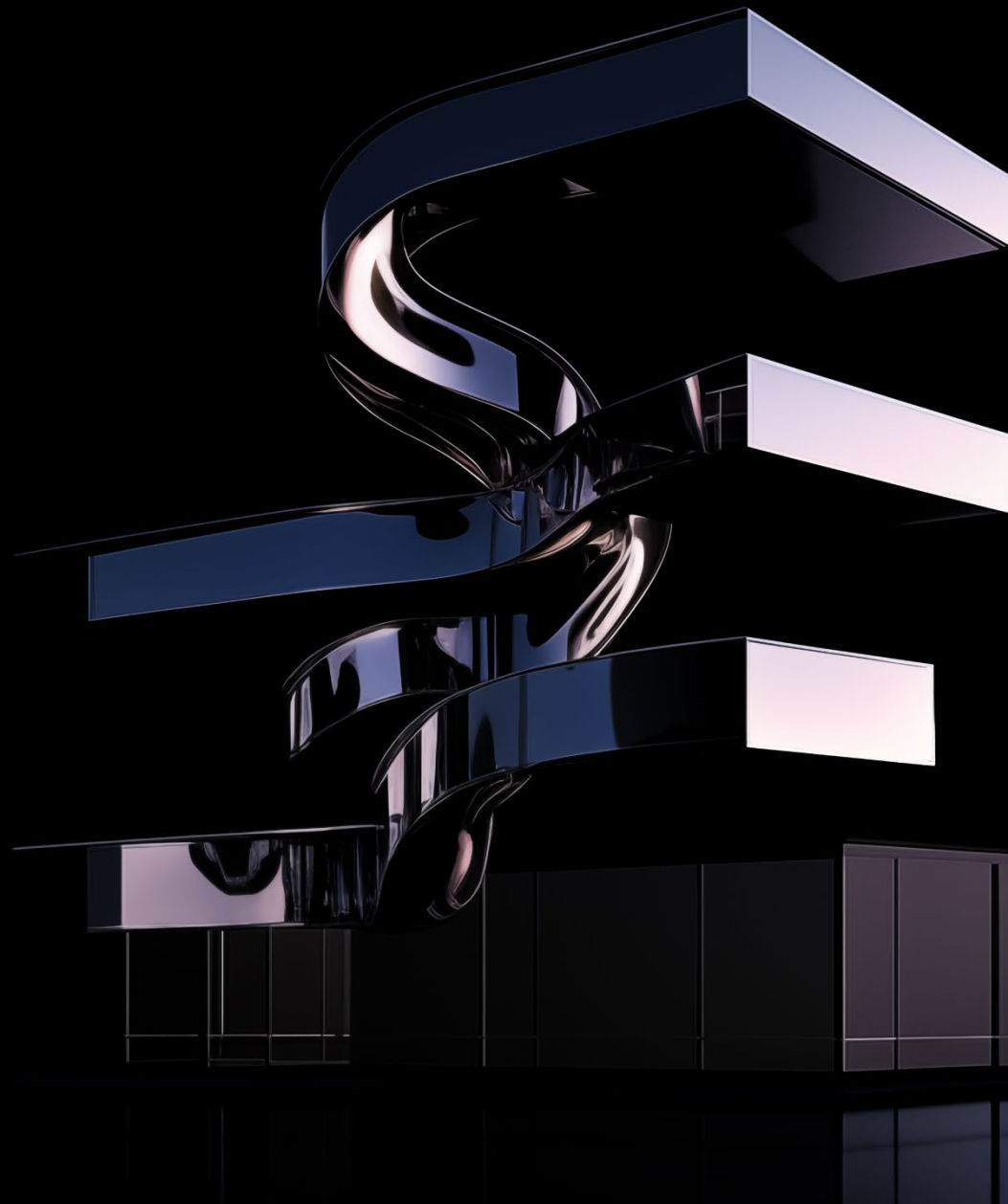
Оценка компаний финансового сектора

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	P/E	P/BV	ROE 2023	ЧПМ 2023	Стоимость риска 2023	СГТП чист. прибыли 2024-26П	Див. на акцию, руб.***	Див. доходность****
Сбер	SBER RX	6 997	4,4	0,9	25%	6,0%	1,9%	10%	33,0	11,2%
Мосбиржа	MOEX RX	512	7,9	4,5°	20%	н.п.	н.п.	0-10%	17,4	8,1%
ВТБ	VTBR RX	1 308	3,0	0,6	20%	3,1%	0,9%	0-5%	0,0	0,0%
ТКС	TCSG RX	639	6,1	1,9	36%	14,7%	6,2%	25%	130	4,1%
РенСтр	RINS RX	57	5,1	1,1	35%	н.п.	н.п.	20%	10,0	10,0%
МКБ	CBOM RX	228	4,5	0,7	24%	2,8%	1,0%	0-5%	0,0	0,0%
Совкомбанк	SVCB RX	410	4,8	1,1	30%	6,6%	2,0%	15%	0,9	4,8%
Европлан	LEAS RX	116	5,8	2,1	38%	8,0%	0,9%	26%	83,7	9,6%

Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН, данные компаний

°Для Мосбиржи указан мультипликатор EV/EBITDA; °°С учетом привилегированных акций; °°°Прогноз аналитиков ИК «АТОН» по дивидендам в следующие 12 месяцев; °°°°Дивиденды не гарантируются

Недвижимость



Недвижимость: спрос временно ослаб, но девелоперы чувствуют себя уверенно

В 2024 г. мы ожидаем умеренного снижения продаж застройщиков после рекордного 2023 г. по двум причинам:

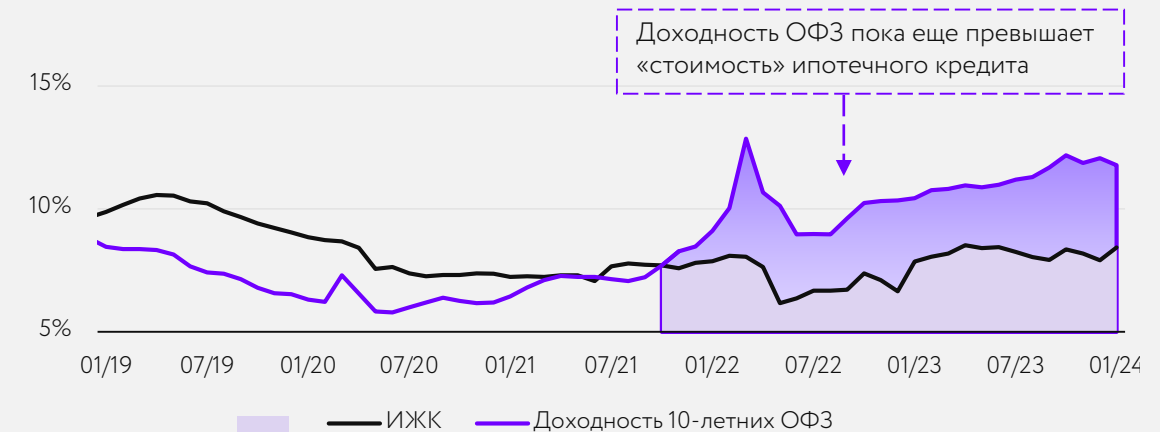
- **Высокая рыночная ставка по ипотеке.** Быстрый рост стоимости жилья привел к тому, что большая часть сделок с недвижимостью (89% в 2023 г.) проходит с помощью ипотечных средств. При этом повышение ключевой ставки ЦБ РФ до 16% делает рыночную ипотеку фактически недоступной для большинства граждан;
- **Сокращение льготных ипотечных программ.** Их доля в сделках с ипотекой превысила 85% в 2023 г., что на 17 п.п. выше, чем годом ранее. Плановое завершение нескольких самых популярных программ — льготной и ИТ-ипотеки, — по нашим оценкам, приведет к заметному замедлению роста продаж.
- **Однако мы не ждем существенного снижения цен** с учетом следующих факторов:
 - Сокращение объема предложения — уже в январе 2024 г. объем ввода в эксплуатацию новых проектов снизился на 27% в годовом сравнении;
 - Рекордный объем накопленных средств на счетах эскроу (5,8 трлн рублей, +1,6 трлн рублей за год) позволяет компаниям комфортно себя чувствовать в периоды снижения рынка;
 - Рост уровня распроданности строящегося жилья.

Драйверы восстановления спроса. Комфортной для населения ставкой по ипотеке считается уровень от 10% и ниже. Согласно официальным прогнозам ЦБ, такой уровень может быть достигнут в 2025 г. Однако мы не исключаем, что снижение ставок будет более медленным. До тех пор поддержку застройщикам будут оказывать целевые субсидируемые ипотечные программы. Президент РФ уже объявил о продлении программы семейной ипотеки до 2030 года. Также сохраняются региональные программы (сельская, дальневосточная, арктическая и пр.) и военная ипотека.

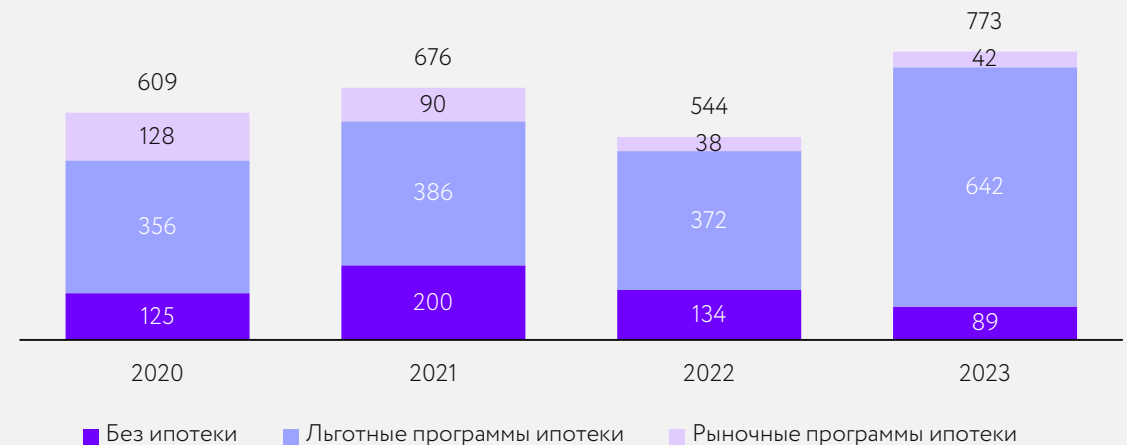
Источник: ЦБ РФ, ДОМ.РФ

* Согласно стандартам МСФО, выручка девелоперов признается пропорционально степени готовности жилья в течение всего периода строительства (в среднем 3 года).

Динамика ставок ипотечного кредитования, %



Динамика количества сделок на рынке жилой недвижимости, тыс.



Девелоперы: наши фавориты

Несмотря на замедление рынка, застройщики чувствуют себя достаточно комфортно. Из объемов, запланированных к вводу в 2024 г., у публичных девелоперов уже продано 60-80%. А значит, большие объемы денежных средств накоплены на счетах эскроу, что позволяет застройщикам платить более низкую ставку по кредитам в рамках проектного финансирования.

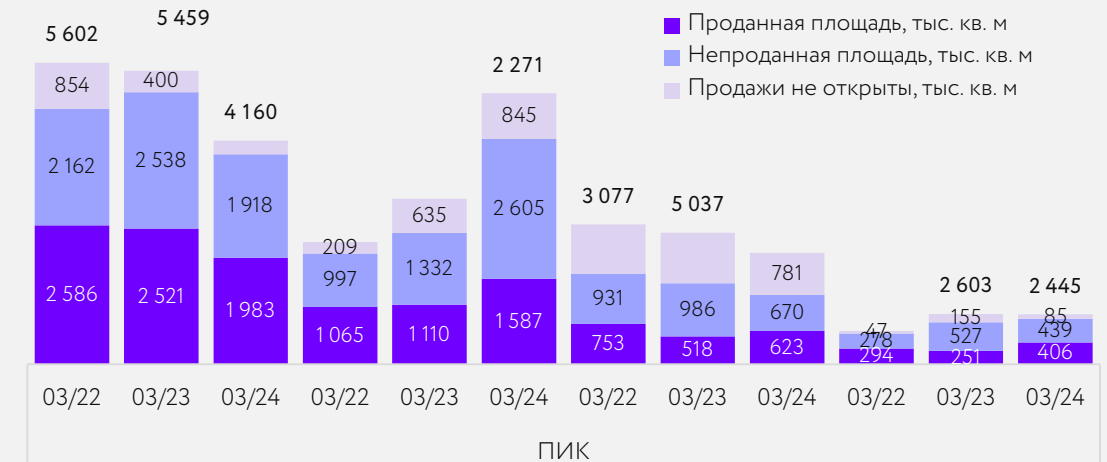
Некоторые компании уже объявили дивиденды за 2023 г. ЛСР заплатит 100 рублей на акцию (дивидендная доходность составит 10%). ГК «Самолет» заложила в бюджет 5 млрд рублей с доходностью 2%. ГК «Эталон» по завершении редомициляции во 2-м полугодии 2024 г., по нашим оценкам, может выплатить около 9,4 рублей на акцию (доходность 10%). Группа ПИК пока решила дивиденды не выплачивать.

Среди публичных компаний сектора мы выделяем быстрорастущие «Самолет» и «Эталон»:

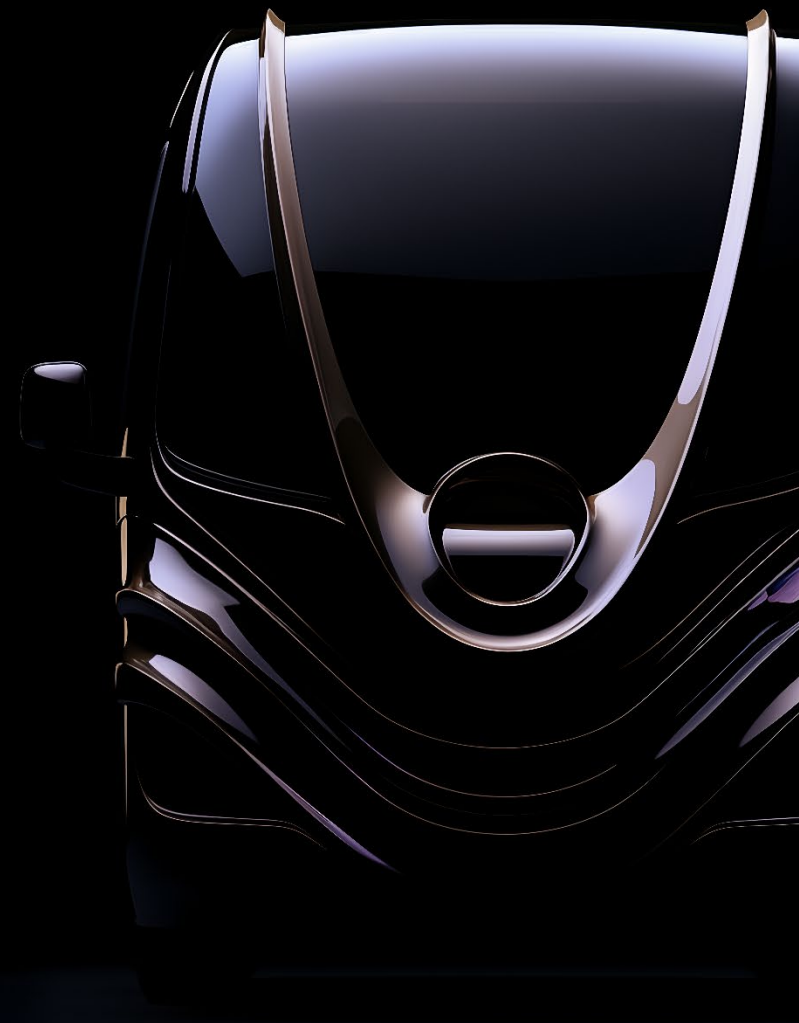
- **ГК «Самолет» (SMLT RX; выше рынка; цель: 5 500 руб.).** Акции выглядят значительно недооцененными по мультипликатору EV/EBITDA, учитывая быстрый рост компании в абсолютных цифрах и относительно других девелоперов. «Самолет» продолжает активно выходить в новые регионы и жилищные сегменты, участвовать в покупке новых активов и развивать собственную экосистему. Как результат, компания увеличивает долю рынка в условиях ожидаемого снижения продаж у других застройщиков. В 2024 г., по прогнозам компании, продажи вырастут по сравнению с прошлым годом на 69% в натуральном и на 67% в денежном выражении, что является амбициозной целью. Ожидаемое частное размещение акций дочерней компании «Самолет Плюс» (сети агентств недвижимости) среди инвесторов в 2024 году может стать дополнительным катализатором роста акций компании.
- **«Эталон» (ETLN RX; выше рынка; цель: 120 руб.).** К 2026 г. компания планирует нарастить выручку в 2 раза и увеличить чистую прибыль до 10-15 млрд рублей. Застройщик активно наращивает портфель региональных проектов. Пока ГК «Эталон» находится в процессе редомициляции с Кипра в Россию, который должен завершиться в этом году. После завершения «переезда» компания может вернуться к практике выплат дивидендов. Публикация промежуточных операционных и финансовых результатов может стать дополнительным катализатором для динамики акций.

Оценка российских девелоперов

Компании	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/S 24П	EV/EBITDA 24П	P/E 24П	Объемы, тыс. м ²
ПИК	PIKK RX	573	1,1x	4,9x	7,2x	4 160
Эталон	ETLN RX	35	0,9x	3,7x	11,8x	930
ЛСР	LSRG RX	104	1,0x	3,0x	5,8x	2 074
Самолет	SMLT RX	228	0,7x	2,9x	5,9x	5 037



Транспорт



Транспорт: спрос толкает цены вверх

Акции транспортного сектора относятся ко «второму эшелону» и с начала года демонстрируют рост лучше широкого рынка акций за счет ряда факторов:

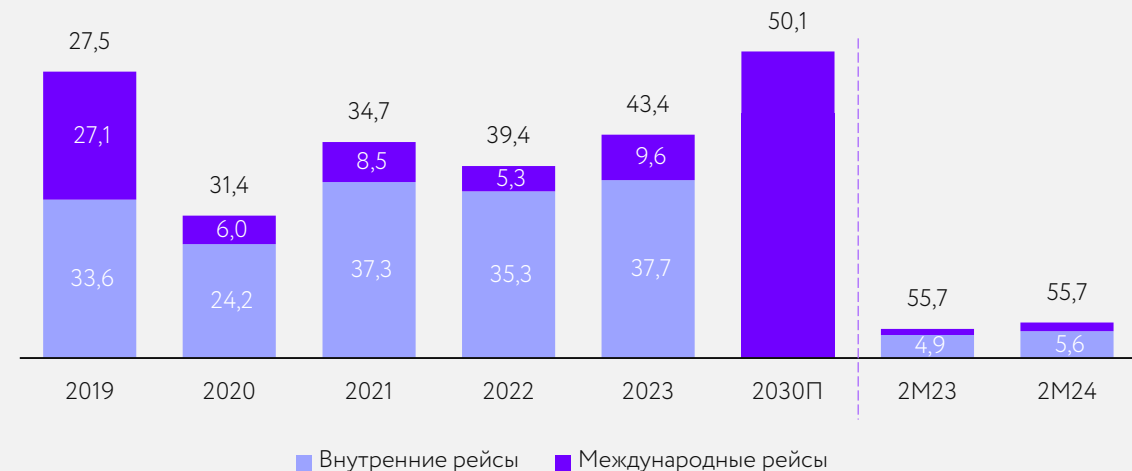
- Нагрузка на транспортный сектор в целом значительно возросла в связи с изменением логистических цепочек, ростом экономики и нехваткой провозных мощностей, например, в гражданской авиации.
- Как результат, динамика стоимости услуг в транспортном секторе в среднем существенно выше уровня инфляции*. Это транслируется в сильный рост финансовых показателей эмитентов. Мы прогнозируем, что многие компании транспортного сектора (Globaltrans, ДВМП, Whoosh, «Аэрофлот») продемонстрируют рекордные показатели чистой прибыли по МСФО в 2024 г.
- В результате у многих компаний сектора финансовые мультипликаторы по результатам 2024 года выглядят низко, что приводит к их переоценке.

Несмотря на сильный рост многих акций с начала года, мы сохраняем позитивный взгляд на сектор. Наиболее интересными бумагами, на наш взгляд, остаются Globaltrans и Whoosh. Положительные сюрпризы может преподнести также «Аэрофлот» — мы ждем, что компания получит рекордную прибыль в этом году на фоне роста стоимости билетов и исключительно высокой загрузки рейсов. На этих ожиданиях акции компании уже подорожали на 40% с начала года.

Мультипликаторы транспортных компаний

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV, млрд руб.	EV/EBITDA 2024	P/E 2024
Globaltrans	GLTR RX	136	116	2,1	3,8
Аэрофлот	AFLT RX	192	822	3,0	4,8
ДВМП	FESH RX	279	292	3,7	4,3
Совкомфлот	FLOT RX	312	336	2,5	3,9
Whoosh	WUSH RX	35	40	5,9	11,9
Делимобиль	DELI RX	57	75	7,4	16,6

Пассажиропоток группы «Аэрофлот», млн чел.



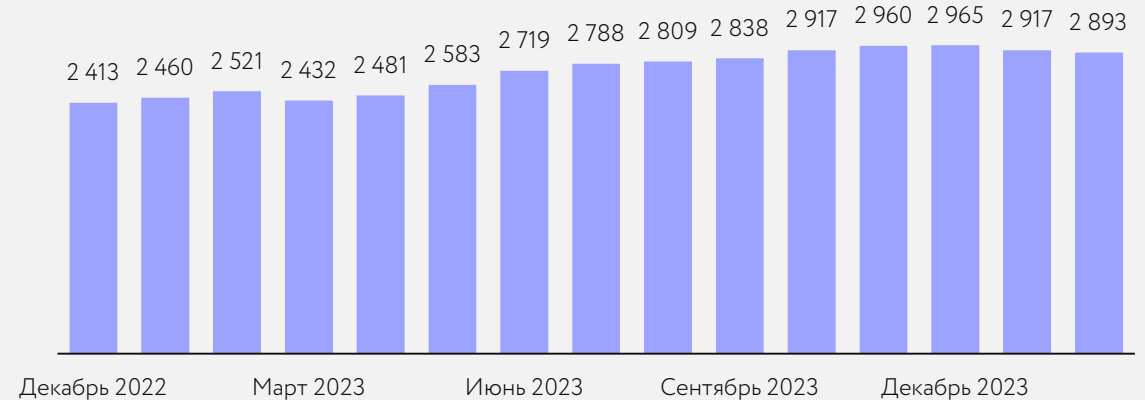
Транспорт: наши фавориты

Globaltrans (GLTR RX; выше рынка; цель — 1 300 руб.). Компания успешно переехала с Кипра в Абу-Даби. Теперь она может приступить к поиску решения вопроса с выплатой дивидендов своим акционерам, хотя на данный момент никаких опций инвесторам не представлено. Тем не менее нам по-прежнему нравятся акции компании. Спрос на перевозки грузов остается высоким, ставки на перевозку тоже растут. Компания генерирует большой свободный денежный поток и аккумулирует денежные средства на своем балансе.

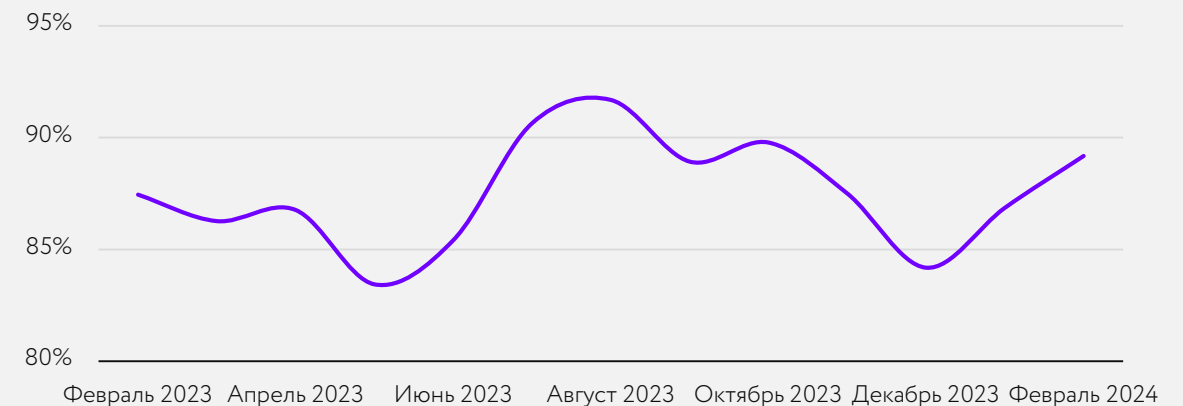
Whoosh (WUSH RX; выше рынка; цель – 400 руб.). Мы видим, что сервис микромобильности все глубже проникает в транспортную систему городов и находит поддержку муниципальных властей, которые высказываются за его дальнейшее развитие при адекватном уровне регулирования. Нам нравится быстрый рост бизнеса компании и юнит-экономика его самокатов, которая заметно улучшается по мере роста их интенсивного использования в городах. Рыночные мультипликаторы компании ниже, чем у «Делимобиля».

«Аэрофлот» (AFLT RX; нейтрально; цель – 50 руб.). Мы ждем, что в 2024 году компания вернется к прибыли. Этому будут способствовать рост стоимости билетов, увеличение загрузки рейсов (до исторически максимального значения), выкуп самолетов у иностранных лизинговых компаний и контроль над расходами. Учитывая бурный рост стоимости акций компании с начала года (+40%), мы думаем, что их динамика замедлится до публикации финансовых результатов за 1-й квартал или 1-е полугодие 2024, которые станут ориентирами для прогнозов на весь 2024 год. Сможет ли компания выплатить дивиденды за 2024 год, также будет понятно ближе к концу года — мы не исключаем возможность положительного сценария.

Индекс суточной ставки аренды полувагона, руб., без НДС



Занятость кресел выше среднего исторического уровня 80%, группа «Аэрофлот»



Аналитический департамент
+7 (495) 777-66-77

Виктор Дима
Victor.Dima@aton.ru

Мария Федорова
Maria.Fedorova@aton.ru

Андрей Лобазов
Andrey.Lobazov@aton.ru

Алина Караваева
Alina.Karavaeva@aton.ru

Михаил Ганелин
Mikhail.Ganelin@aton.ru

Михаил Виноградов
Mikhail.Vinogradov@aton.ru

Глоссарий

AISC – совокупные денежные затраты

Brent – эталонная марка (сорт) нефти, добываемой в Северном море

CAGR (Compound annual growth rate) – совокупный среднегодовой темп роста

EBITDA (Earnings before interest, tax, depreciation & amortization) – прибыль до вычета процентов, налогов на прибыль и амортизации

ЕМ – развивающиеся рынки

ETF – биржевой инвестиционный фонд

EV/EBITDA (Enterprise value to EBITDA ratio) – отношение стоимости предприятия к EBITDA

EV/S (Enterprise value to sales ratio) – отношение стоимости предприятия к продажам

GMV (Gross merchandise volume) – валовый оборот

Henry Hub – газовый хаб в США

IPO – первичное публичное предложение

IT – информационные технологии

LfL – сопоставимый показатель

M&A – сделки слияния и поглощения

P/BV – коэффициент Цена/Балансовая стоимость

P/E (Price to earnings ratio) – отношение цены акции к прибыли на акцию

ROE (Return on equity) – рентабельность собственного капитала, отношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала

ROIC – рентабельность инвестиционного капитала

S&P 500 – Standard & Poor's 500 Index, американский фондовый индекс

TCC – общие денежные затраты

TTF – газовый хаб в Нидерландах

Urals – российская марка экспортной нефтяной смеси

АТР – Азиатско-Тихоокеанский регион

барр. – баррель

ВВП – валовый внутренний продукт

ВСТО – магистральный нефтепровод «Восточная Сибирь - Тихий Океан»

ГК – группа компаний

ГМК – горно-металлургический комбинат

ГОСА – годовое общее собрание акционеров

ДКП – денежно-кредитная политика

долл. – доллар США

ЕС – Европейский союз

ИК – инвестиционная компания

Индекс РТС – индекс российской торговой системы

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИХК – иностранные холдинговые компании

кв. м – квадратный метр

МВФ – Международный валютный фонд

Минфин – Министерство финансов

млн – миллион

млрд – миллиард

Мосбиржа – Московская биржа

МСФО – международные стандарты финансовой отчетности

МЭА – международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НПЗ – нефтеперерабатывающий завод

НРД – национальный расчетный депозитарий

ОАЭ – Объединенные Арабские Эмираты

ОПЕК – организация стран-экспортеров нефти

ОФЗ – облигация федерального займа

ОЭСР – организация экономического сотрудничества и развития

п.п. – процентный пункт

ПО – программное обеспечение

Редомициляция – процедура перерегистрации компании в другой юрисдикции

РСБУ – российские стандарты бухгалтерского учета

руб. – рубль РФ

РФ – Российская Федерация

СГТП – среднегодовой темп прироста

СМИ – средства массовой информации

сут. – сутки

США – Соединенные Штаты Америки

т – тонна

ТАНЕКО – российское предприятие нефтеперерабатывающей отрасли, включающее строящийся комплекс нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в городе Нижнекамске Республики Татарстан

Тикер – краткое название в биржевой информации котируемых инструментов

трлн – триллион

тыс. – тысяча

УК – управляющая компания

унц. – унция

ФЗ – федеральный закон

ФРС – Федеральная резервная система

ЦБ РФ – центральный банк РФ

ЦОД – центр обработки данных

ЧД/EBITDA – отношение чистого долга к EBITDA

ЧПМ – чистая процентная маржа

ЭЗО – экономически значимые организации

ЮАР – Южно-Африканская Республика

Список эмитентов

Публичное акционерное общество «Газпром»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=934>, тикер **GAZP RX**

Публичное акционерное общество «НОВАТЭК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=225>, тикер **NVTK RX**

Публичное акционерное общество «Татнефть» имени В. Д. Шашина: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=118>, тикер **TATN RX, TATNP RX**

Публичное акционерное общество «НК «Роснефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=6505>, тикер **ROSN RX**

Публичное акционерное общество «ЛУКОЙЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=17>, тикер **LKOH RX**

Публичное акционерное общество «Газпром нефть»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=347>, тикер **SIBN RX**

Публичное акционерное общество «Акционерная нефтяная Компания «Башнефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1976>, тикер **BANE RX, BANEP RX**

Публичное акционерное общество «Сургутнефтегаз»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=312>, тикер **SNGS RX, SNGSP RX**

Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=9>, тикер **MAGN RX**

Публичное акционерное общество «Северсталь»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30>, тикер **CHMF RX**

Публичное акционерное общество «Новолипецкий металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=2509>, тикер **NLMK RX**

Публичное акционерное общество «Полюс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7832>, тикер **PLZL RX**

Polymetal International plc: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=33331>, тикер **POLY LN**

Публичное акционерное общество «Южуралзолото Групп Компаний»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11794>, тикер **UGLD RX**

Акционерная компания «АЛРОСА» (публичное акционерное общество): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=199>, тикер **ALRS RX**

Публичное акционерное общество «Горно-металлургическая компания «Норильский никель»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=564>, тикер **GMKN RX**

Международная компания публичное акционерное общество «Объединённая Компания «РУСАЛ»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38288>, тикер **RUAL RX**

Публичное акционерное общество «ФосАгро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=573>, тикер **PHOR RX**

Список эмитентов

Публичное акционерное общество «Интер РАО ЕЭС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12213>, тикер **IRAO RX**

Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8580>, тикер **HYDR RX**

Публичное акционерное общество «Юнипро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7878> тикер **UPRO RX**

Публичное акционерное общество «Федеральная сетевая компания - Россети»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=379> тикер **FEES RX**

Публичное акционерное общество «Сбербанк России»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>, тикер **SBER RX, SBERP RX**

Публичное акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-ПТС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=43>, тикер **MOEX RX**

Публичное акционерное общество «Банк ВТБ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1210> тикер **VTBR RX**

TCS Group PLC (ТИСИЭС ГРУП ХОЛДИНГ ПИЭЛСИ): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38033> тикер **TCSG RX**

QIWI PLC (КИВИ ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=33148> тикер **QIWI RX**

Публичное акционерное общество «Группа Ренессанс Страхование»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37468> тикер **RENI RX**

«Публичное акционерное общество «Московский Кредитный Банк» : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=202> тикер **CBOM RX**

Публичное акционерное общество «Совкомбанк»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30052>, тикер **SVCB RX**

Публичное акционерное общество «Современный коммерческий флот»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11967>, тикер **FLOT RX**

GLOBALTRANS INVESTMENT PLC (ГЛОБАЛТРАНС ИНВЕСТМЕНТ ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38302> тикер **GLTR RX**

Публичное акционерное общество «Дальневосточное морское пароходство»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=83> тикер **FESH RX**

Публичное акционерное общество «ВУШ Холдинг»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38772> тикер **WUSH RX**

Публичное акционерное общество «Новороссийский морской торговый порт»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3900> тикер **NMTP RX**

Публичное акционерное общество «Аэрофлот-российские авиалинии»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1480> тикер **AFLT RX**

Список эмитентов

Публичное акционерное общество «Группа компаний «Самолет»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=36419>, тикер SMLT RX

Публичное акционерное общество «ПИК-Специализированный застройщик»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=44> тикер PIKK RX

ETALON GROUP PLC (ЭТАЛОН ГРУП ПИЭЛСИ) : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38096> тикер ETLN RX

Публичное акционерное общество «Группа ЛСР»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4834> тикер LSRG RX

Cian PLC (Циан ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38549>, тикер CIAN RX

Fix Price Group PLC (Фикс Прайс Груп ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38370>, тикер FIXP RX

Headhunter Group PLC (Хедхантер Груп ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38250>, тикер HHRU RX

Ozon Holdings PLC (Озон Холдингс ПиЭлСи): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38334>, тикер OZON RX

Positive Technologies (Акционерное общество «Позитив Текнолоджиз»): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38196>, тикер POSI RX

VK Company Ltd (ВК Компани Лимитед): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38185>, тикер VKCO RX

X5 Retail Group X5 Retail Group N.V. (Naamloze Vennootschap - публичная акционерная компания): тикер FIVE RX

Yandex N.V. (Яндекс ЭнВи): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=34514>, тикер YNDX RX

Общество с ограниченной ответственностью «Лента»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=32010>, тикер LENT RX

Публичное акционерное общество «Магнит»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7671>, тикер MGNT RX

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=236>, тикер MTSS RX

Общество с ограниченной ответственностью «О'КЕЙ»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=31516>, тикер OKEY RX

Публичное акционерное общество «Ростелеком»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=141>, тикер RTKM RX

Список эмитентов

Публичное акционерное общество (Группа Астра): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38906&attempt=1>, тикер **ASTR RX**

Публичное акционерное общество (Диасофт): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38975>, тикер **DIAS RX**

Публичное акционерное общество (Хэндерсон Фэшн Групп): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38967>, тикер **HNFG RX**

МД Медикал Груп Инвестментс ПЛС: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38301>, тикер **MDMG RX**

Публичное акционерное общество «Акционерная финансовая корпорация «Система»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4772>, тикер **AFKS RX**

Публичное акционерное общество Группа компаний «Сережа»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38038>, тикер **SGZH RX**

Публичное акционерное общество «Центр Генетики и Репродуктивной Медицины «ГЕНЕТИКО»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38201>, тикер **GECO RX**

Публичное акционерное общество «Лизинговая компания «Европлан»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37082>, тикер **LEAS RX**

Делимобиль Холдинг С.А. «Delimobil Holding S.A.»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38531>, тикер **DELI RX**

Общество с ограниченной ответственностью Микрофинансовая компания «КарМани»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37028>, тикер **CARM RX**

Публичное акционерное общество «МГКЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11244>, тикер **MGKL RX**

Публичное акционерное общество «Евротранс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38758>, тикер **EUTR RX**

Публичное акционерное общество «АЛКОГОЛЬНАЯ ГРУППА КРИСТАЛЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39009>, тикер **KLVZ RX**

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо финансового инструмента/цифрового финансового актива/валюты, в т. ч. цифровой (далее совместно – Активы, а по отдельности Актив) или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/Актива. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с ним, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Содержащаяся в материале информация, была получена из различных открытых источников, которые, как мы полагаем, являются надежными, однако мы не можем гарантировать и не гарантируем точности, достоверности, актуальности или полноты данной информации. Данная информация не основана на конкретных обстоятельствах, связанных с получателем материала. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете Активы могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Выпуск, учет и обращение цифровых финансовых активов/цифровой валюты может осуществляться исключительно в соответствии с действующим законодательством, и торговля этими инструментами считается рискованной.

Ряд Активов в том числе производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций подвержена влиянию множества факторов и может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций как в части, так и полностью. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с не ликвидностью рынка Активов или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные Активы подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски инвестирования в сложные, высоко рискованные продукты, цифровые финансовые активы, цифровую валюту и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в денежные средства или иные ликвидные активы. Номинированные в иностранной валюте Активы подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками.

Инвестиции в Активы на развивающихся рынках, равно как и в цифровые финансовые активы, цифровую валюту имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом. При создании данного документа были приложены разумные усилия для получения информации из надежных источников, при этом не может быть гарантировано, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем материале, являются достоверными, точными или полными. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целом, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации. Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении Активов в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом.

Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о финансовых инструментах/цифровых финансовых активах/цифровой валюте такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в Активы сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и иными лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Раскрытие информации

Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

Информация, содержащаяся в этом материале, не должна рассматриваться как предложение, приглашение или стимул к покупке или продаже определенных Активов; это не совет или индивидуальная инвестиционная рекомендация или любая другая форма нашего мнения о том, соответствует ли конкретный Актив вашим финансовым или другим интересам, ожиданиям в отношении прибыльности от операций с А, о периоде времени, в течение которого такая прибыльность определяется, а также о вашем приемлемом риске убытков от таких транзакций, если вы не являетесь квалифицированным инвестором, или о ваших других интересах.

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещенной на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>

Система рейтингов

Используемая в настоящем отчете шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

- «Выше рынка» — конкретные акции могут показать доходность более 15% или выше, чем российский рынок акций в целом
- «Нейтрально» — конкретные акции могут показать доходность от 0 до 15% или на уровне российского рынка акций в целом
- «Ниже рынка» — конкретные акции могут показать доходность менее 0% или ниже, чем российский рынок акций в целом

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев, если не указано иное.