

СТРАТЕГИЯ

ДЕКАБРЬ 2022

Дорожная карта инвестора

Российский рынок:
по-прежнему заслуживает
пристального внимания
инвесторов

Экономика России:
вступление в период
структурной
трансформации

Нефть: слишком много
переменных, прогноз
на 2023 – \$95/барр.

ОФЗ: большие объемы
и «честное»
ценообразование

Обзоры секторов:
ключевые тренды
и наиболее
привлекательные
компании

2023



Содержание

3	Инвестиционное резюме
5	Наши предпочтения в акциях
8	Российский рынок: по-прежнему заслуживает пристального внимания инвесторов
21	Взгляд на макро
26	Дивиденды постепенно возвращаются
31	Глобальные рынки
34	Отраслевой анализ
34	Нефтегазовый сектор
43	Металлургический сектор
55	Золото
61	Телекомы и IT
69	Потребительский сектор
75	Финансовый сектор
81	Недвижимость
88	Транспорт
93	Электроэнергетика

Российский фондовый рынок: дорожная карта инвестора 2023

Мы сделали Стратегию 2023 комплексной, с максимально широким охватом, чтобы помочь инвесторам лучше ориентироваться на российском фондовом рынке и легче принимать инвестиционные решения в условиях высокой неопределенности. В Стратегии мы предлагаем наше видение развития российской экономики в целом и отдельных секторов, делимся ожиданиями по динамике курса рубля и ценам на нефть, прогнозируем дивиденды. Мы строим финансовые прогнозы по более чем 40 публичным российским компаниям и рассчитываем рыночные мультипликаторы на 2023 г., чтобы у инвесторов сложилось ясное представление о рынке – какие активы стоят дешево, а какие не очень, какие компании увеличат свои доходы, продолжат быстро расти и платить дивиденды, а кто может столкнуться с трудностями. Это должно помочь инвесторам сформулировать свои инвестиционные предпочтения и цели в следующем году.

Российский рынок: по-прежнему заслуживает пристального внимания инвесторов

Российский фондовый рынок остается важным элементом развития отечественной финансовой инфраструктуры. Большинство публичных компаний показывают относительно хорошие финансовые результаты в текущем году и делают позитивные прогнозы на 2023 г., а российская экономика в целом демонстрирует устойчивость, несмотря на внешние ограничения. Многие активы оцениваются дешево – рыночные мультипликаторы компаний находятся на 50-80% ниже средних значений за предыдущие 5 лет (2017-2021). Качественные публичные имена оцениваются рынком в диапазоне 1.0x-4.0x по мультипликатору P/E и при этом возобновляют выплаты дивидендов, иногда с двузначной доходностью. Наконец, сохраняется интерес россиян к фондовому рынку – число брокерских счетов с начала года выросло на 30% до 22 млн, хотя активных ежемесячных счетов пока гораздо меньше – около 2 млн.

Наши предпочтения в российских акциях

Несмотря на относительно благоприятные экономические показатели российских компаний и низкую стоимость их акций, геополитические факторы продолжают определять настроения инвесторов и общее движение рынка в 2023. При этом на многие важные события акции российских компаний в целом реагируют согласованно. В данной Стратегии мы не прогнозируем целевые цены по акциям, так как они зависят от требуемой инвесторами премии за риск вложений в этот класс активов, а он в течение 2023 г. будет меняться в зависимости от геополитических событий, которые трудно оценить. Очевидно, что позитивные новости в области геополитики приведут к подъему всего российского рынка. Среди компаний сырьевого сектора мы отдаем предпочтение **ЛУКОЙЛу**, **НОВАТЭКу** и **РУСАЛу**, в финансовом секторе нам нравятся **Сбер** и **Мосбиржа**, в розничном сегменте наши фавориты – **Магнит** и **X5**, а в IT – **Yandex** и **VK**. Кроме того, в наш список предпочтений мы добавили компании второго эшелона (**Globaltrans**, **QIWI** и **Юнипро**). У них низкая ликвидность, а корпоративная структура препятствует выплате дивидендов в условиях санкций, но при этом они оцениваются рынком по очень низким мультипликаторам относительно их исторических значений.

Экономика России: вступление в период структурной трансформации

Снижение ВВП России в 2023 году составит не менее 1%. В последний раз российская экономика демонстрировала отрицательный рост в течение двух лет подряд в середине 90-х. Инфляция в будущем году будет снижаться как за счет эффекта высокой базы, так и по причине слабого спроса и может составить 6-7%. Курс рубля, скорее всего, будет изменяться в широком диапазоне, в зависимости от успехов в решении проблем импортозамещения и подавленного спроса.

Нефть: слишком много переменных, прогноз на 2023 – \$95/барр.

МЭА и ОПЕК немного понизили свои прогнозы по мировому спросу на нефть в 2023 г., ожидая восстановления на 1.6-2.2 млн барр. в сутки на фоне растущих рисков замедления экономик США и Европы, а также «ковидных» ограничений в Китае. Однако предложение также ограничено решением ОПЕК+ снизить квоту на добычу на 2 млн барр./сутки и предстоящим вступлением в силу эмбарго ЕС на российскую нефть. Наш прогноз на 2023 – \$95 за баррель Brent (дисконт Urals составляет около \$20) – в целом совпадает с консенсус-прогнозом.

ОФЗ: большие объемы и «честное» ценообразование

Во многом из-за заметного роста расходов российский бюджет в уходящем году перешел в состояние полноценного дефицита, который в 2023 г. должен составить 2.3% ВВП. В октябрь-ноябре Минфин резко активизировал эмиссионную активность и в 2023 году планирует выпустить ОФЗ на общую сумму 2.5 трлн руб. Мы полагаем, что стоимость заимствований для «длинных» бумаг с фиксированной ставкой будет формироваться в диапазоне 200-250 бп выше ключевой ставки.

Наши предпочтения в российских акциях, 2023

Компания (тикер)	Дисконт EV/EBITDA 2023П к среднему за 5 лет	Дисконт P/E 2023П к среднему за 5 лет	EV/EBITDA 23П	P/E 23П	Див. доходность 12М*
------------------	--	--	---------------	---------	-------------------------

Сбер (SBER RX)	-62%**	-45%	0,47**	3,41	0%
-------------------	--------	------	--------	------	----

Сбер вернулся к частичному раскрытию финансовых результатов, которые оказались очень сильными. Банк смог эффективно нивелировать «процентный шок», причиной которого стало повышение ЦБ РФ ключевой ставки до 20% в марте. Качество активов также выглядит стабильным. Похоже, что Сбер уже в 2023 г. сможет вернуться к нормальному ведению бизнеса, и в этом случае, на наш взгляд, его прибыль может превысить 1 трлн руб., в то время как ранее мы полагали, что восстановление показателей прибыли займет не менее 2-3 лет. При таком раскладе банк торгуется с мультипликаторами P/BV 2023 0.45x и P/E 2023 около 3.4x, что в два раза ниже исторических средних.

ЛУКОЙЛ (LKOH RX)	-53%	-51%	1,77	2,75	27%
---------------------	------	------	------	------	-----

Основная интрига в бумагах ЛУКОЙЛа разрешилась – компания объявила финальные дивиденды за 2021 год в размере 537 руб. на акцию и промежуточные за 2022 год в размере 256 руб. на акцию. Суммарный дивиденд составит 793 руб. на акцию (доходность около 17%). Это несколько ниже, чем ожидали некоторые участники рынка (около 1 000 руб. на акцию), но мы в целом согласны с позицией компании не платить дивиденды за счет долга. ЛУКОЙЛ – наш фаворит среди производителей нефти благодаря понятной стратегии и стабильным дивидендам. Нам еще предстоит увидеть, как санкционное давление скажется на российском нефтегазовом секторе, но финансовые результаты за 2022 год обещают быть сильными, что должно стать положительным драйвером для бумаг компании весной 2023 г.

НОВАТЭК (NVTK RX)	-42%	-40%	6,85	6,10	7%
----------------------	------	------	------	------	----

Из производителей газа мы предпочитаем НОВАТЭК, который не столь чувствителен к снижению потребления российского газа в Европе, как Газпром. Главный вопрос в инвестиционном кейсе НОВАТЭКа – насколько успешно компания сможет реализовывать проекты развития Ямал СПГ в текущих санкционных условиях. Последние комментарии правления компании на этот счет достаточно позитивные – первая производственная линия должна быть введена в эксплуатацию в декабре 2023 года, что должно стать дополнительным драйвером роста для бумаги.

РУСАЛ (RUAL RX)	н.д.	н.д.	1,73	6,29	7%
--------------------	------	------	------	------	----

Нам нравится инвестиционный кейс РУСАЛа, несмотря на временное давление, которое оказывают на финансовые результаты компании укрепление рубля и снижение цен на алюминий. Цены на энергоносители остаются высокими, несмотря на замедление потребления в Китае, и мы ожидаем, что это найдет отражение в ценах на алюминий в 2023 году. Текущий курс рубля нам также видится неоправданно высоким, и в 2023 г. мы ожидаем ослабления российской валюты до 65 руб за доллар США. РУСАЛ успешно снизил долговую нагрузку и зависимость от дивидендных выплат от Норникеля, а также вернулся к практике дивидендных выплат. По скорректированному мультипликатору EV/EBITDA (включающему долю в Норникеле) РУСАЛ торгуется на уровне 1,7x EV/EBITDA.

Яндекс (YNDX RX)	-39%	93%	11,24	70,55	0%
---------------------	------	-----	-------	-------	----

Яндекс остается технологическим чемпионом и одним из главных бенефициаров цифровизации российской экономики. Уход иностранных конкурентов с рынка онлайн-рекламы и оптимизация затрат положительно влияют на результаты компании (+45% г/г по выручке, +109% г/г по EBITDA за 9М22). При сохранении лидерских позиций в сегментах поиска и такси (более 60% рынка) мы ожидаем, что Яндекс продолжит наращивать потенциал новых быстрорастущих бизнесов: онлайн-торговли, доставки, развлекательных сервисов, облачных технологий.

Источник: данные компаний, МосБиржа, оценки АТОНа
*Дивидендная доходность, рассчитана на основании прогноза выплаты дивидендов в следующие 12 месяцев
**Для банков указан мультипликатор P/BV

Наши предпочтения в российских акциях, 2023

Компания (тикер)	Дисконт EV/EBITDA 2023П к среднему за 5 лет	Дисконт P/E 2023П к среднему за 5 лет	EV/EBITDA 23П	P/E 23П	Див. доходность, 12М
VK (VKCO RX)	-77%	-59%	2,84	9,23	0%
VK — доминирующий игрок в сегменте социальных сетей в России, и уход иностранных конкурентов способен оказать поддержку его рекламным доходам в долгосрочной перспективе. Консолидация Дзена и новостных сервисов Яндекса, которые VK получила в обмен на Delivery Club, помогает усилить медийную направленность экосистемы, расширить пользовательскую базу и повысить рентабельность. В ноябре VK объявила о продаже менеджменту 25.7% доли, которую голландский акционер Prosus безвозмездно списал в пользу компании, что может послужить повышению мотивации команды.					
МосБиржа (MOEX RX)	-79%	-51%	2,10	5,82	13%
Бизнес-модель Биржи остается очень устойчивой. Она генерирует комиссионный и процентный доходы даже в условиях сложной экономической ситуации, и мы не видим оснований для изменения этой тенденции. Биржа накопила значительную денежную подушку, и мы ожидаем возобновления выплаты дивидендов в следующем году. Текущие мультипликаторы МосБиржи в два раза ниже исторических средних. Мы считаем оценку акций MOEX привлекательной, учитывая нециклический характер бизнеса компании.					
Магнит (MGNT RX)	-36%	-41%	3,62	6,88	12%
В условиях высокой инфляции и внешнеэкономических шоков Магнит как один из лидеров продуктовой розницы выступает надежным защитным активом. Компания успешно трансформирует рост цен в сопоставимые продажи (+12.6% г/г за 1П22), поддерживая хорошую операционную эффективность (рентабельность EBITDA 7.1% за 1П22, без изменений г/г). Большой запас ликвидности (93.8 млрд руб.) и сильный операционный денежный поток (80.2 млрд руб. за 1П22, +152% г/г) подразумевают возможность высоких дивидендных выплат в 2023 г. (по нашей оценке, более 600 руб. на акцию), а в случае их отсутствия — ускоренную экспансию на рынке.					
X5 Group (FIVE RX)	-54%	-50%	2,69	6,31	13%
Дисконт X5 Group к Магниту, по нашей оценке, составляет до 20%, что обусловлено иностранной регистрацией компании. При этом фундаментальные показатели остаются сильными — за 9М22 рост сопоставимых продаж X5 составил 11.9%, а рентабельность EBITDA выросла до 8% (+0.3 пп г/г). При сохранении технических сложностей с выплатой дивидендов X5 может более активно инвестировать в рост за счет как открытия большего числа собственных магазинов, так и приобретения региональных игроков.					

Источник: данные компаний, МосБиржа, оценки АТОНа

Наши предпочтения в акциях второго эшелона, 2023

Компания (тикер)	Дисконт EV/EBITDA 2023П к среднему за 5 лет	Дисконт P/E 2023П к среднему за 5 лет	EV/EBITDA 23П	P/E 23П	Див. доходность, 12М ^о
Globaltans (GLTR RX)	-68%	-53%	1,42	2,60	30%

В России идет структурное изменение логистических маршрутов (в сторону их удлинения), что пока поддерживает стабильный спрос на грузовые вагоны и перевозку грузов. Прогнозы на 2023 г. строить сейчас сложно, но можно предположить, что переориентация грузопотока в сторону Дальнего Востока продолжится и это поддержит благоприятную ценовую конъюнктуру для ж/д операторов. Globaltans имеет прекрасные финансовые показатели и минимальную долговую нагрузку. Эти факторы позволяют компании устойчиво пройти кризисный период. Компания зарегистрирована на Кипре, что препятствует выплате дивидендов. Накопленные денежные средства пока тратятся на погашение долга и увеличение вагонного парка, что также повышает стоимость компании. По нашей оценке GDR Globaltans оцениваются с мультипликаторами EV/EBITDA 2022П/23П 1.2-1.4х и P/E 2022П/23П 2.2-2.6х, предполагая дисконт в 50-70% к их средним значениям за последние пять лет. Единственным негативным фактором является отсутствие у компании на текущий момент ясных планов по перерегистрации в России.

Юнипро (UPRO RX)	-69%	-63%	1,85	2,92	23%
---------------------	------	------	------	------	-----

Юнипро показывает сильные финансовые результаты в условиях спада ВВП. Контролирующим акционером компании является немецкий концерн Uniper, что обеспечивает высокий уровень корпоративного управления. Юнипро пока не платит дивиденды, так как не может их перевести своему иностранному акционеру. Деньги копят на балансе компании. При этом Uniper ищет покупателя на свой российский актив. Юнипро оценивается на 60-70% ниже своих исторических средних значений при том, что компания нециклична и способна генерировать стабильный денежный поток. Продажа Юнипро российским инвесторам, во-первых, открывает путь к возобновлению дивидендных выплат, а во-вторых, предполагает оферты миноритариям по цене выше рыночной.

Qiiwi (QIWI RX)	-95%	-78%	0,32	1,74	30%
--------------------	------	------	------	------	-----

Qiiwi является одним из бенефициаров текущих экономических ограничений, поскольку она предлагает различные альтернативы для финансовых транзакций, чего многие российские банки на данный момент делать не могут. Как следствие, доходы компании стремительно растут. Акции торгуются очень дешево — с мультипликатором P/E 2022П ниже 2.0х, но имеют низкую ликвидность. Нам нравится инвестиционный кейс Qiiwi, но отметим, что компания зарегистрирована на Кипре, и пока нет ясности, когда инвесторы смогут получать дивиденды.

Источник: данные компаний, МосБиржа, оценки АТОНа
^оПрогнозируемые дивидендные доходности являются расчётными. По факту, данные компании пока не могут заплатить дивиденды из-за особенности их корпоративной структуры и санкций, однако в случае снятия ограничений на перечисления дивидендов, эти компании выражали готовность к возобновлению выплат дивидендов.

Российский рынок: по-прежнему заслуживает пристального внимания инвесторов

Если посмотреть на российский фондовый рынок с фундаментальной точки зрения, абстрагируясь от геополитики, то можно увидеть много привлекательных факторов, которые говорят о его хороших перспективах.

Рынок остается важным элементом отечественной финансовой инфраструктуры. Несмотря на масштабные геополитические и экономические потрясения 2022 г., принципы экономической политики в России в целом не меняются.

Макроэкономика демонстрирует большую устойчивость, чем ожидалось в начале СВО. Снижение ВВП в 2022 г. составит около 3%, в то время как первоначальные прогнозы экспертов и аналитиков в феврале-марте 2022 г. давали ориентир в -10%.

Рыночные активы дешевы. С момента начала СВО акции большинства публичных компаний упали на 30-50% и более, при этом их текущие доходы и долгосрочные перспективы пока выглядят стабильно. Рыночные мультипликаторы компаний на 50-80% ниже их средних значений за предыдущие 5 лет (2017-2021). Многие качественные публичные компании оцениваются на основе наших прогнозов в диапазоне 1.0x-4.0x по мультипликатору P/E.

Российский рынок изолирован от международного капитала. В этом он больше становится похож на внутренний китайский фондовый рынок, который

эффективно выполняет функцию привлечения и распределения капитала и в то же время меньше коррелирует с движениями на международных рынках.

Ликвидность снизилась. Около 37% составляет доля акций в свободном обращении у компаний, входящих в индекс МосБиржи, а их общая стоимость достигает почти \$200 млрд. Из этого объема лишь 26% — доля резидентов и дружественных нерезидентов (\$50 млрд), остальные \$150 млрд заморожены у иностранных инвесторов. Объем торгов акциями составляет около \$0.5 млрд в день, что довольно мало. Поэтому даже незначительные притоки инвестиций способны оказать поддержку рынку.

Возвращение дивидендов. Позитивные прогнозы финансовых результатов за 2022 и 2023 гг. у многих компаний позволяют им возвращаться к вопросу возобновления дивидендных выплат. В частности, объем дивидендных выплат публичных компаний за 2П22 превысил 1.5 трлн руб. В 2023 г. их объем будет, очевидно, меньше, но все же достаточно существенный для поддержания рынка.

Интерес россиян к фондовому рынку сохраняется. Растет количество брокерских счетов, количество которых превысило 22 млн (+30% с начала года). Несмотря на низкий уровень их фондирования (лишь около 2 млн – активные счета, владельцы которых совершают сделки раз в месяц), это дает основания для положительных прогнозов.

Российский фондовый рынок в 2023: какова требуемая инвесторами доходность за риск?

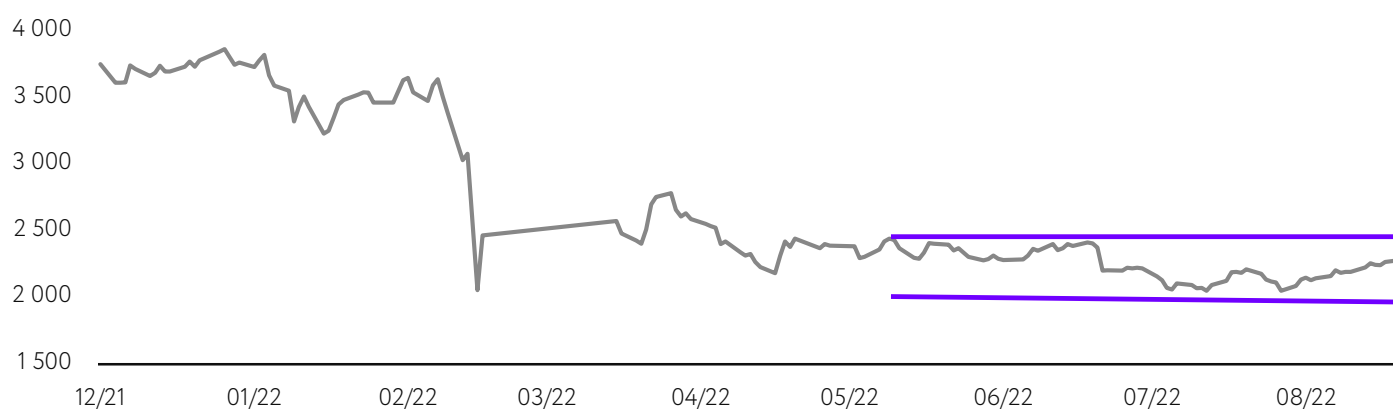
Несмотря на относительно благоприятные экономические показатели российских публичных компаний и низкую стоимость акций, геополитические факторы продолжают определять настроения инвесторов и общее движение рынка в 2023. На многие важные события акции российских компаний в целом реагируют одинаково. Амплитуда колебаний котировок акций определяется скорее уровнем ликвидности в определенной бумаге (низкая ликвидность может привести к большему движению акции). Строить прогнозы развития геополитической обстановки в инвестиционной стратегии не имеет смысла, однако важно понимать, какую требуемую доходность закладывают инвесторы при вложениях в российские акции и какие компоненты она содержит.

В частности, до начала специальной военной операции (СВО) традиционная ставка дисконтирования в

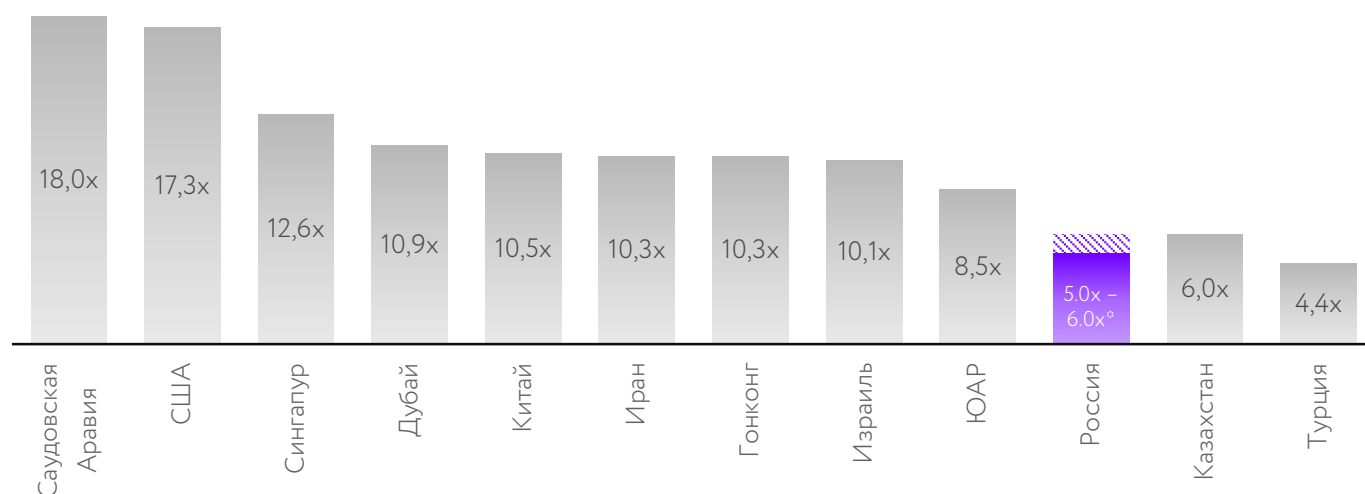
российских акциях составляла 12-15%, в том числе 6-7% — безрисковая ставка инвестиций в длинные ОФЗ и 6-8% — премия за риск инвестирования в акции. В настоящий момент доходность длинных ОФЗ составляет около 10%, а премия инвестирования в акции, по нашим оценкам, находится в диапазоне 8-12%, т.е. текущая оценка рынка предполагает расчетную годовую доходность около 18-22%. В наиболее стрессовые периоды, такие как объявление СВО или частичной мобилизации, рынок снижался до уровней требуемой доходности 25-30%.

При прочих равных условиях снижение ставки доходности на 1% повышает справедливую оценку акций на 7-15% (чем ниже ставка, тем быстрее растет справедливая оценка стоимости компании).

Динамика индекса МосБиржи



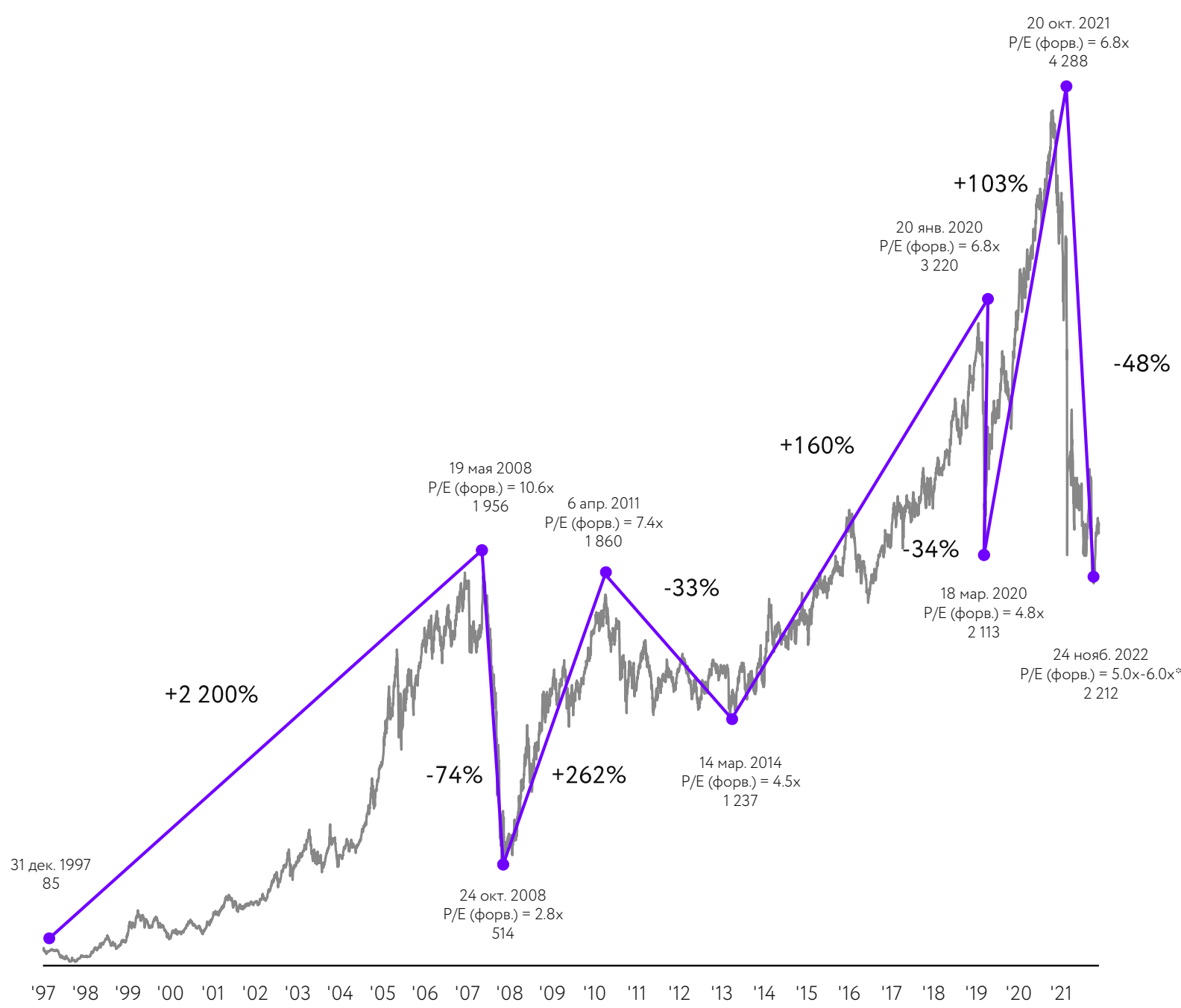
Мультипликаторы P/E 2022П развитых и развивающихся рынков



Источник: ЦБ РФ, Росстат, оценки АТОНа
* Прогнозная оценка на 2023 год

Индекс МосБиржи в точках перегиба, 1997-2022 гг.

Характеристики	19.05.2008	20.01.2020	20.10.2021	24.11.2022
Индекс МосБиржи	1 956	3 220	4 288	2 212
Мультипликатор P/E (форвардный)	10.6x	6.8x	6.8x	5.0-6.0x*
Дивидендная доходность	1.6%	7.3%	7.3%	7.4%**
Ключевая ставка/рефинансирования	10.5%	6.3%	6.8%	7.5%



Источник: оценки АТОНа
* Прогнозная оценка на 2023 год
** Топ-20 компаний с наиболее высокой дивидендной доходностью

Оценка объема акций в свободном обращении

\$510 млрд

Капитализация рынка акций по индексу МосБиржи



37.0% — доля акций в свободном обращении по индексу МосБиржи
(\$510 млрд * 37.0%)

\$190 млрд

Капитализация рынка акций в свободном обращении



26% — доля резидентов и дружественных нерезидентов
(\$190 млрд * 26%)

\$50.0 млрд

Объем акций в свободном обращении на руках у резидентов и дружественных нерезидентов

Объем торгов акциями на МосБирже составляет около \$0.5 млрд в день, что довольно мало. Поэтому даже незначительные притоки инвестиций способны оказать поддержку рынку.

Индекс МосБиржи – «медвежьи» периоды*, 1997-2022 гг.

- Наибольшая месячная просадка индекса произошла в августе 1998 года (-44%).
- В феврале 2022 года индекс МосБиржи потерял 30%.
- С вероятностью 95% и 99% месячная просадка индекса составит не более 16% и 23%, соответственно.

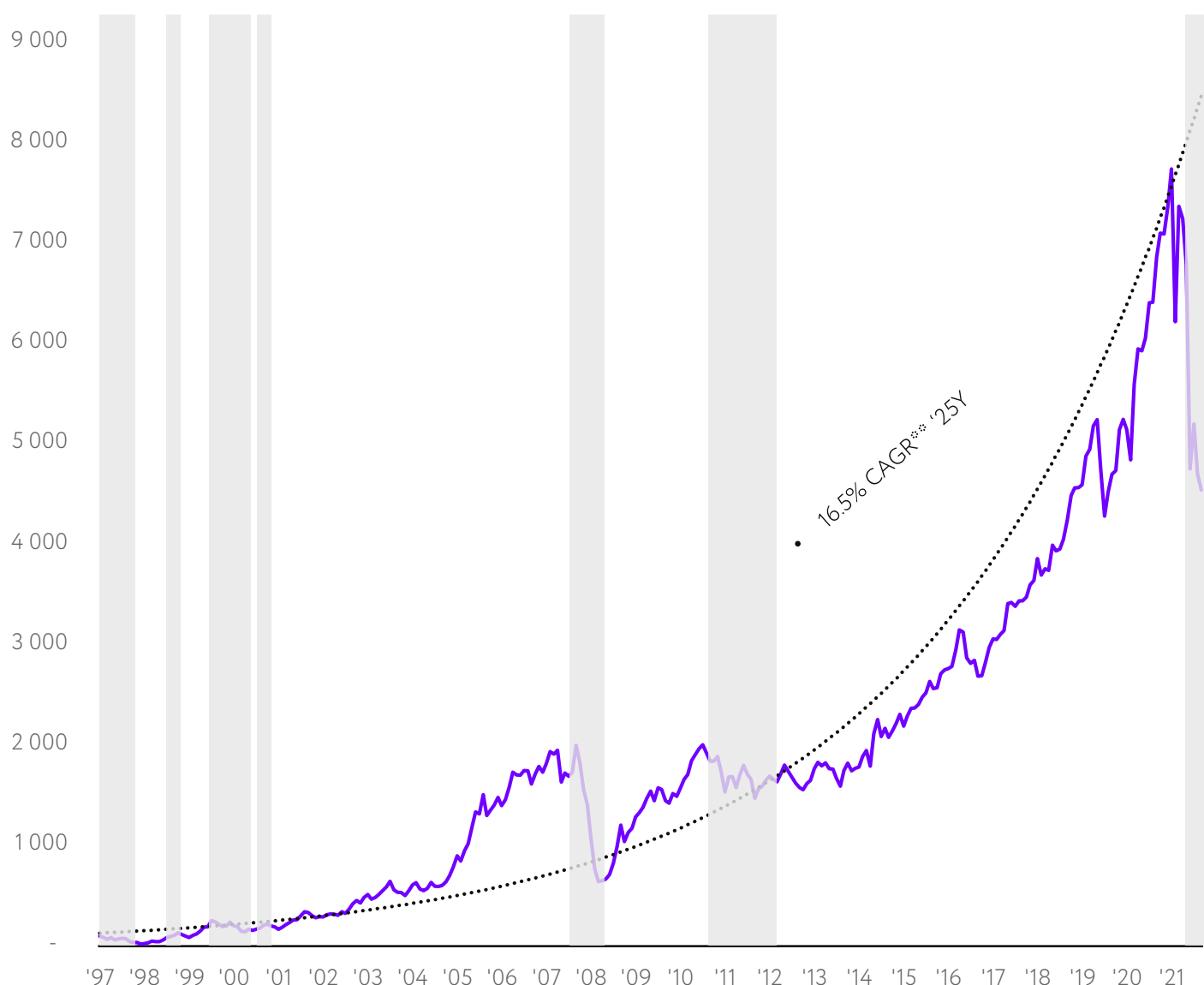
+28%

Средний прирост в течение следующих 12 месяцев после коррекции

9мес

Средняя историческая продолжительность «медвежьего» рынка в России

Среднегодовая доходность индекса МосБиржи за 25 лет (с момента создания) – 16.5% с учетом полученных и реинвестированных дивидендов



Источник: МосБиржа, оценки АТОНа

* Период определен как длительный рыночный спад, в результате которого падение цен составило не менее 20% с локальных максимумов. Окончание «медвежьего» рынка определено как восстановление цен не менее, чем на 20% с локальных минимумов.

** Совокупный среднегодовой темп роста

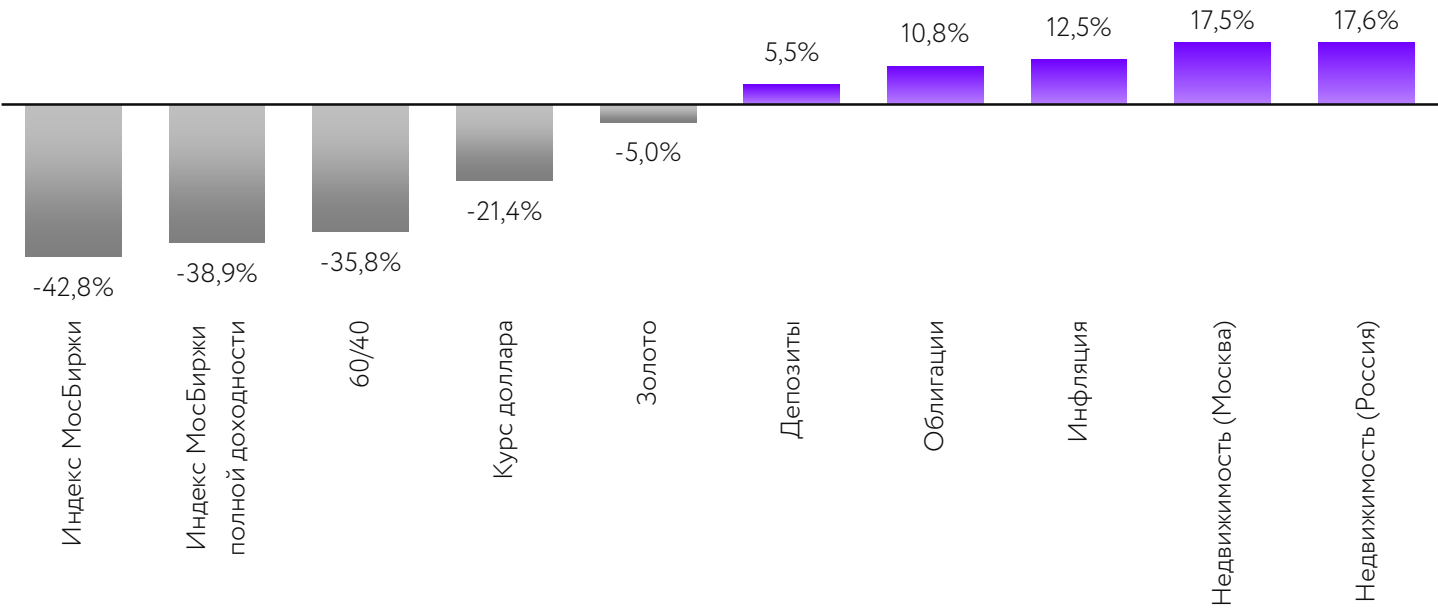
Доходность разных классов активов в рублях, г/г

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 с нач. г.
Индекс МосБиржи	35.0%	61.4%	7.3%	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%	-42.8%
Индекс МосБиржи полной доходности	н.д.	50.7%	7.3%	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%	-38.9%
60/40	21.7%	57.2%	1.7%	64.8%	61.0%	11.2%	-62.9%	104.7%	22.0%	-14.6%	5.7%	2.9%	-6.1%	24.8%	24.8%	-3.3%	11.1%	26.7%	8.2%	13.5%	-35.8%
Курс доллара	3.7%	-10.4%	-1.8%	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%	-21.4%
Золото	24.8%	19.4%	5.5%	17.9%	23.2%	30.9%	5.8%	24.4%	29.6%	10.1%	7.1%	-28.3%	-1.4%	-10.4%	8.1%	13.5%	-1.6%	18.3%	25.1%	-3.6%	-5.0%
Депозиты	12.8%	11.7%	10.2%	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%	5.5%
Облигации	21.6%	22.5%	13.2%	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%	10.8%
Инфляция	15.1%	12.0%	11.7%	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%	12.5%
Недвижимость (Москва)	21.1%	37.0%	27.3%	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%	17.5%
Недвижимость (Россия)	25.6%	22.8%	26.8%	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%	17.6%

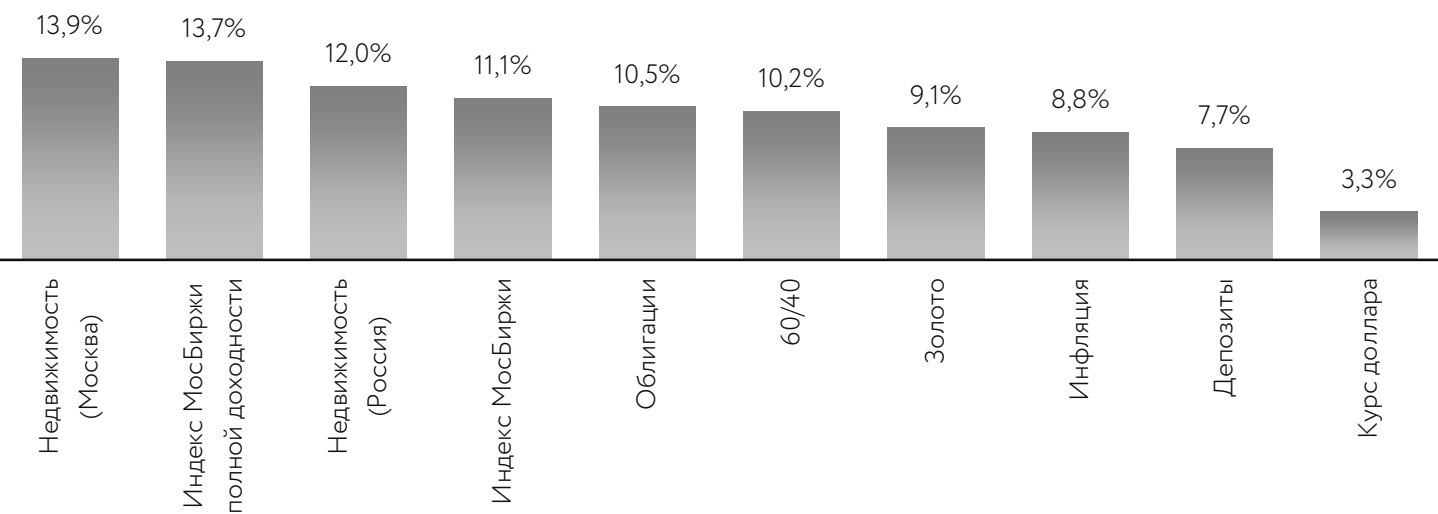
Источник: ЦБ, МосБиржа, Росстат, расчеты АТОНа

Сравнение доходностей разных классов активов

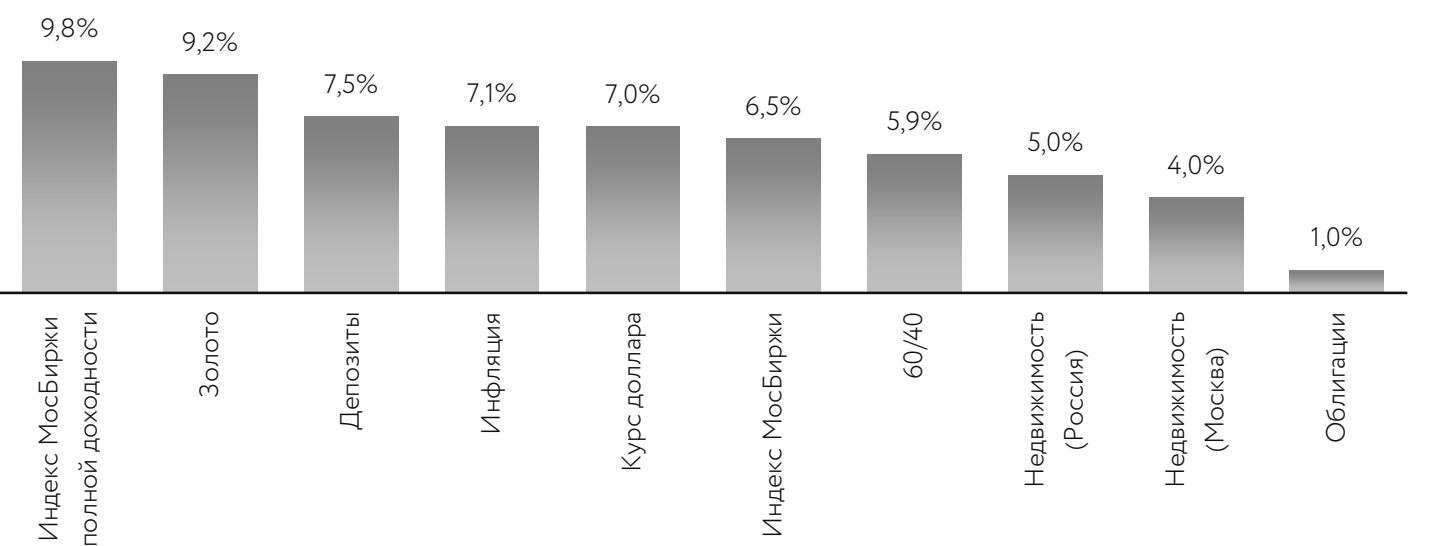
Доходность разных классов активов в рублях с начала 2022 г.



Средняя годовая рублевая доходность по классам активов за 20 лет (2002-2022 гг.)



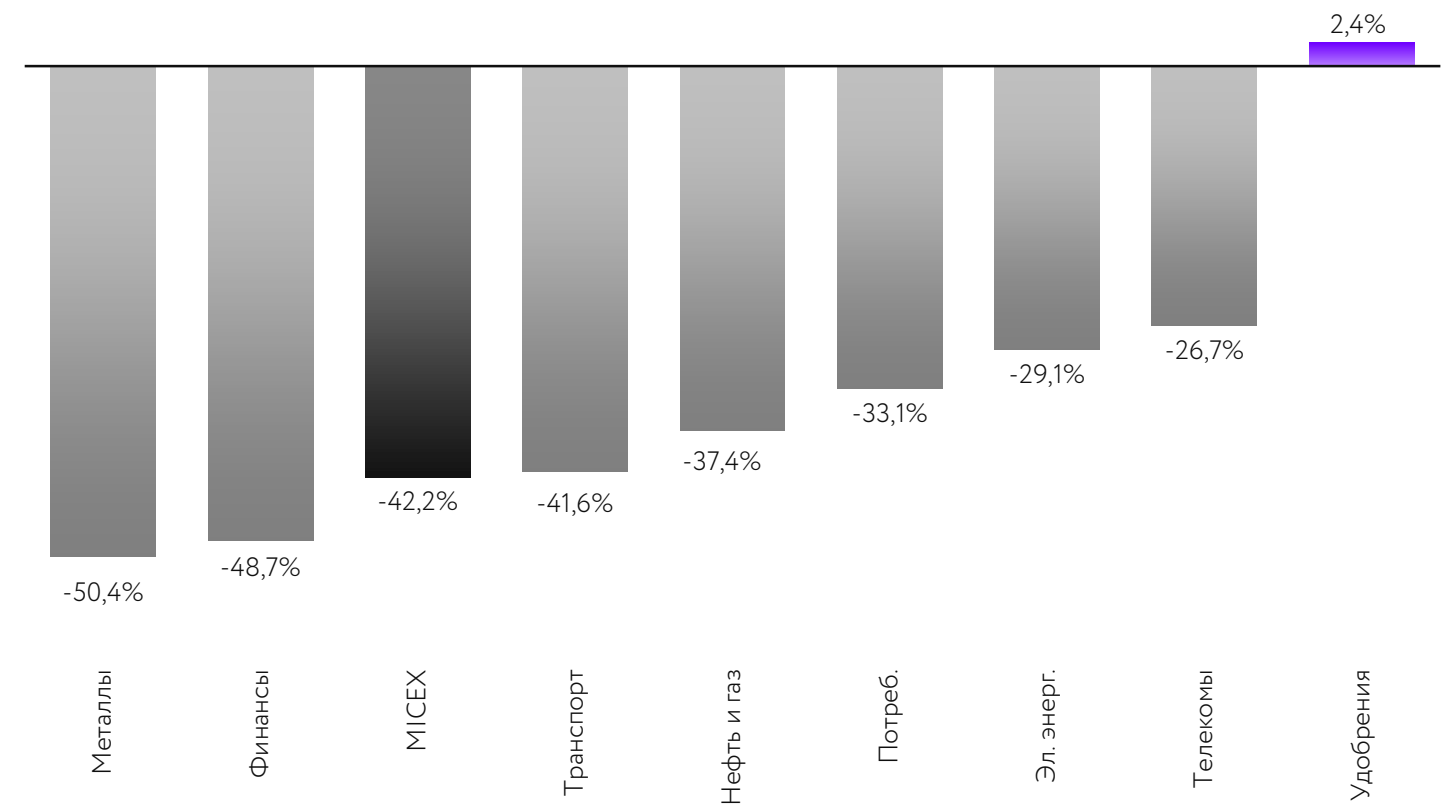
Средняя годовая доходность по классам активов за 10 лет (2012-2022 гг.)



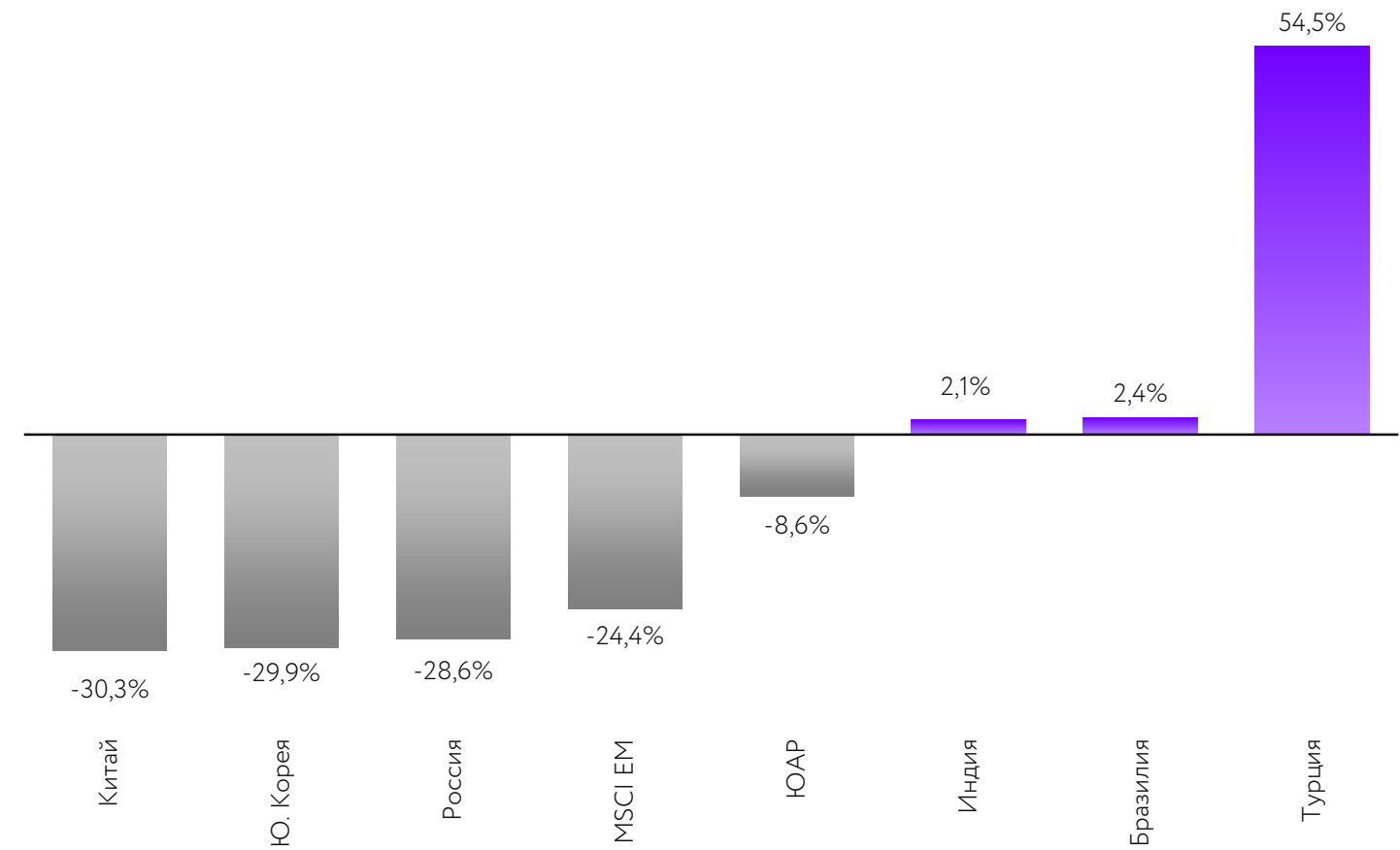
Источник: Росстат, ЦБ РФ, оценки и расчеты АТОНа

Динамика российского фондового рынка

Динамика секторов РФ с начала года, %



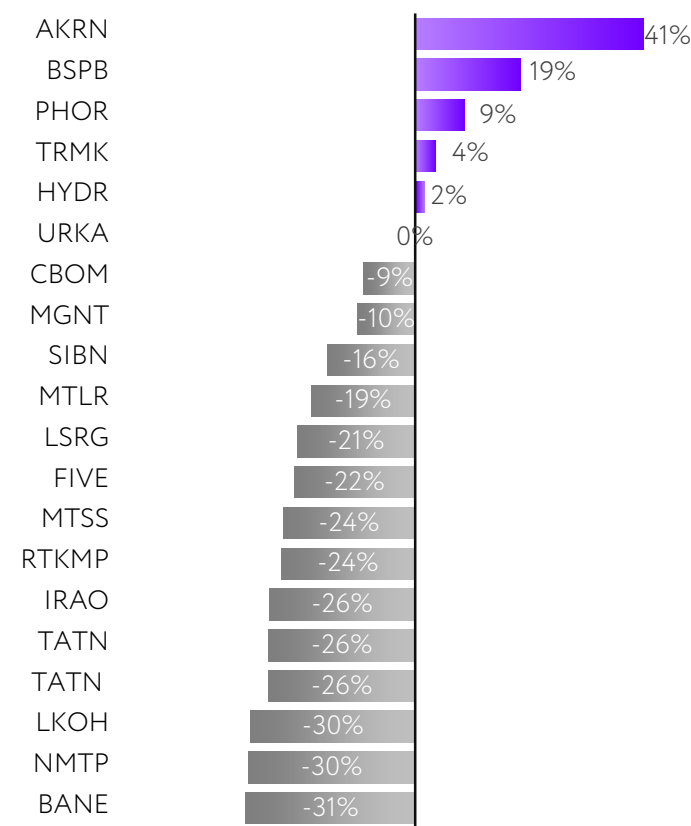
Индекс РТС* и другие ЕМ** с начала года, %



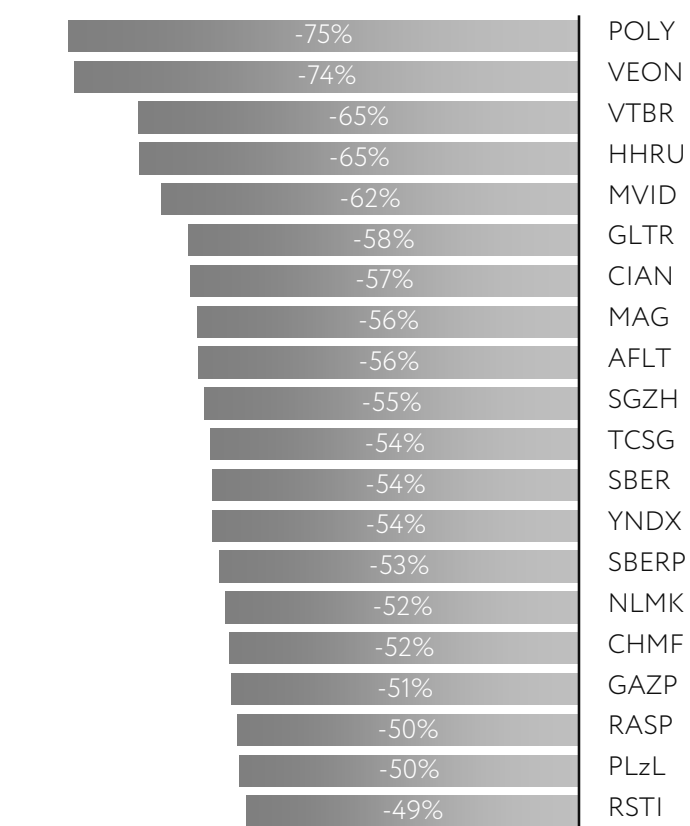
Источник: МосБиржа, расчеты АТОНа
* Индекс российской торговой системы
** Развивающиеся рынки

Динамика российского фондового рынка*

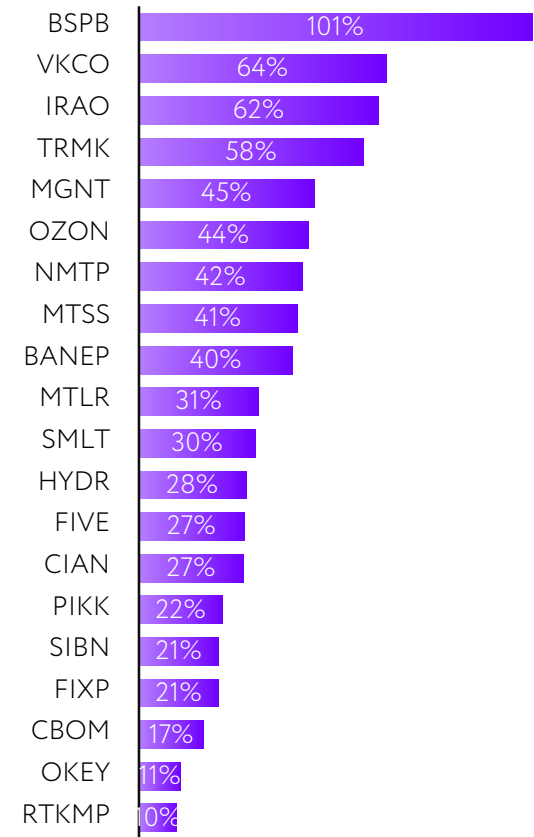
Топ-20 лучших акций с начала года, %



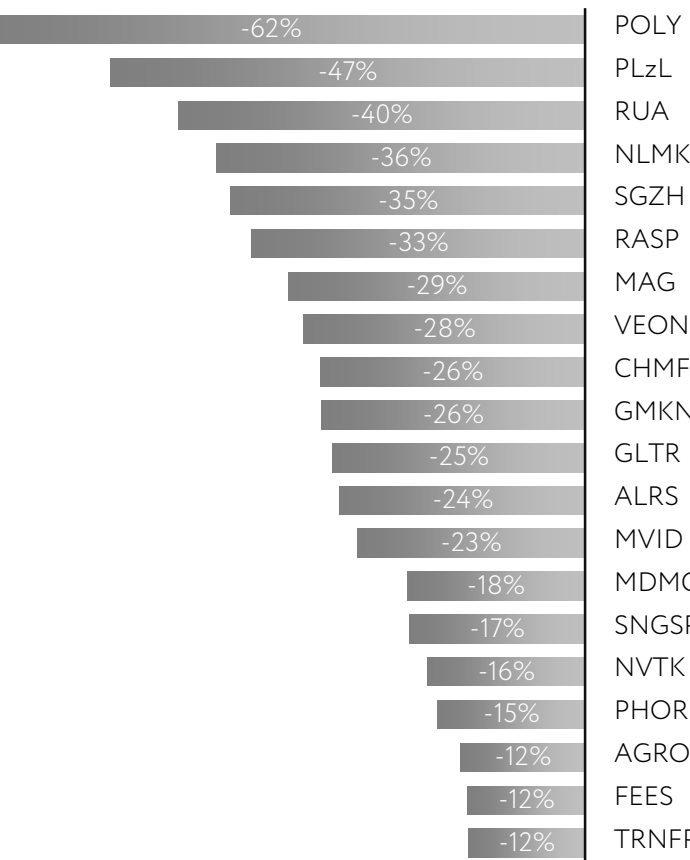
Топ-20 худших акций с начала года, %



Топ-20 лучших акций, %, с момента возобновления торгов на МосБирже 29 марта 2022 г.



Топ-20 худших акций, %, с момента возобновления торгов на МосБирже 29 марта 2022 г.



*Динамика цен определена на дату 18.11.2022
Источник: МосБиржа, расчеты АТОНа

Оценка мультипликаторов российских компаний

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			22П	23П	22П	23П
Нефть и газ						
Газпром	GAZP RX	3,970	1.9	1.9	1.6	1.7
НОВАТЭК	NVTK RX	3,250	6.8	6.8	6.2	6.1
Роснефть	ROSN RX	3,529	2.5	2.6	3.3	3.6
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	3,201	1.7	1.8	2.5	2.7
Газпром нефть	SIBN RX	2,176	2.4	2.6	2.9	3.2
Татнефть	TATN RX	802	2.0	2.1	2.8	3.1
Металлы и добыча						
Норникель	GMKN RX	2,259	4.6	4.5	5.9	5.8
РУСАЛ	RUAL RX	585	2.1	1.7	8.3	6.3
ММК	MAGN RX	348	1.7	2.3	2.6	3.9
Северсталь	CHMF RX	662	3.1	3.6	4.1	5.2
НЛМК	NLMK RX	638	2.7	3.0	3.2	3.7
АЛРОСА	ALRS RX	486	4.9	4.2	7.2	6.0
Полюс Золото	PLZL RX	900	6.1	4.8	8.1	6.1
Полиметалл	POLY RX	154	4.6	3.4	3.9	2.7
Фосагро	PHOR RX	823	3.5	3.9	4.7	5.5
Банки и финансы*						
Сбер	SBER RX	3,267	0.5	0.5	13.8	3.4
МосБиржа	MOEX RX	197	2.3	2.1	6.4	5.8
ВТБ	VTBR RX	226	0.1	0.2	отр.	0.9
TCS Group	TCSG RX	555	2.6	2.2	14.6	9.0
QIWI	QIWI RX	27	0.4	0.3	2.0	1.7
МКБ	CBOM RX	190	0.9	0.8	отр.	10.6
Транспорт						
Globaltrans	GLTR RX	44	1.2	1.4	2.2	2.6
ДВМП	FESH RX	118	1.8	1.7	3.9	3.6
Аэрофлот	AFLT RX	99	10.0	7.8	н.д.	н.д.

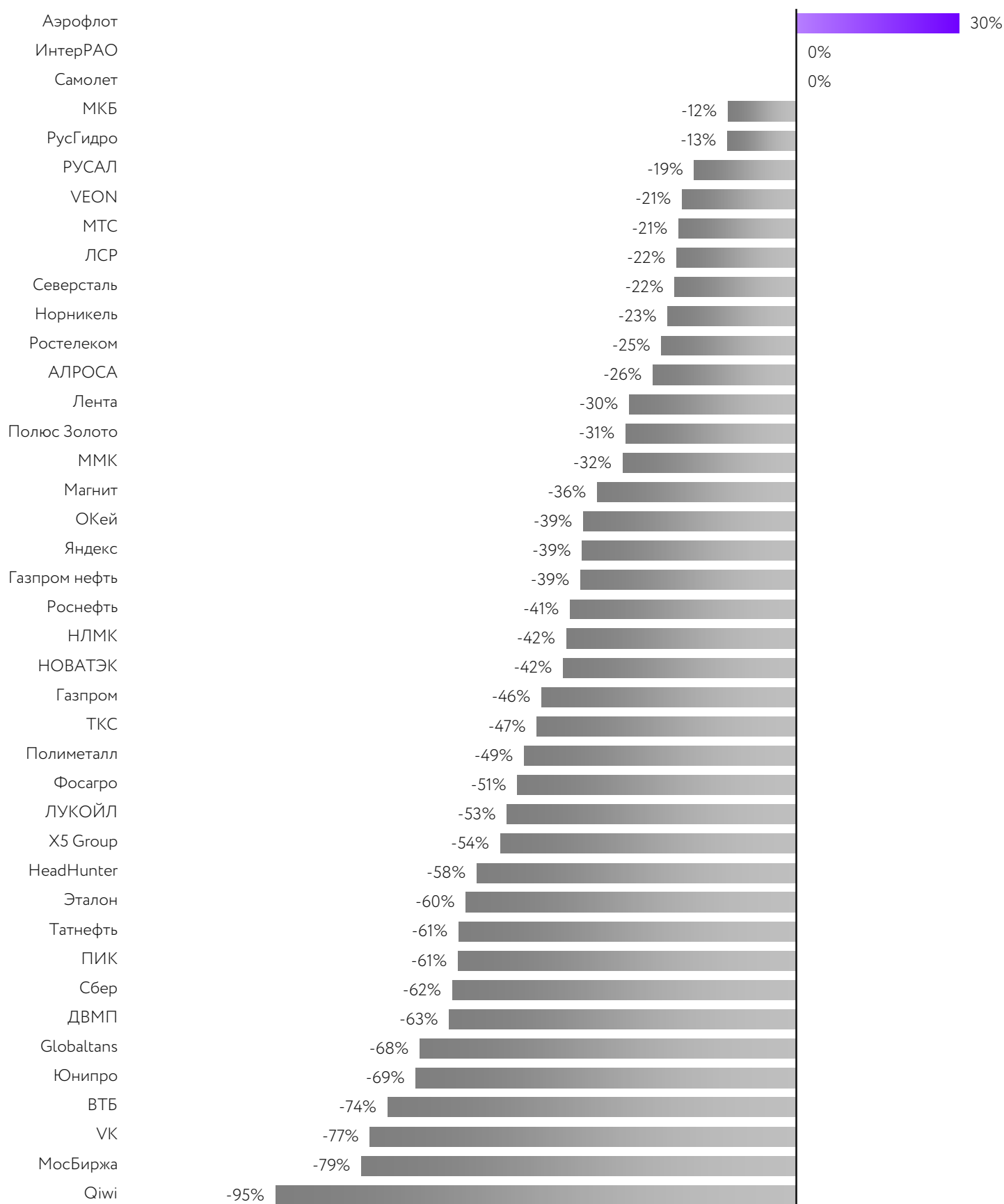
Для банков вместо мультипликатора EV/EBITDA используется P/BV
Источник: данные компаний, МосБиржа, оценки АТОНа

Оценка стоимости акций по мультипликаторам

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			22П	23П	22П	23П
Недвижимость						
ПИК	PIKK RX	412	4.1	3.5	7.0	6.9
Эталон	ETLN RX	15	1.5	1.4	5.0	3.7
ЛСР	LSRG RX	49	3.0	3.1	3.0	3.0
Самолет	SMLT RX	153	5.6	4.0	12.8	8.5
Электроэнергетика						
Юнипро	UPRO RX	88	1.9	1.9	3.1	2.9
РусГидро	HYDR RX	336	3.7	3.5	6.7	6.7
ИнтерРАО	IRAO RX	76	отр.	отр.	1.0	1.0
Потребительский сектор						
X5 Group	FIVE RX	421	3.0	2.7	7.5	6.3
Магнит	MGNT RX	499	4.1	3.6	7.4	6.9
Лента	LENT RX	84	4.5	3.7	13.6	7.6
О'Кей	OKEY RX	7	3.9	3.4	11.6	23.9
IT и телекомы						
Яндекс	YNDX RX	750	13.0	11.2	87.1	70.5
VK	VKCO RX	113	3.8	2.8	20.2	9.2
Ozon	OZON RX	316	отр.	31.7	отр.	отр.
HeadHunter	HHRU RX	69	8.3	7.5	12.5	10.8
MTC	MTSS RX	458	3.9	3.5	12.4	8.0
Ростелеком	RTKM RX	187	3.4	3.1	отр.	отр.
VEON	VEON US*	0.7	2.6	2.9	2.8	отр.

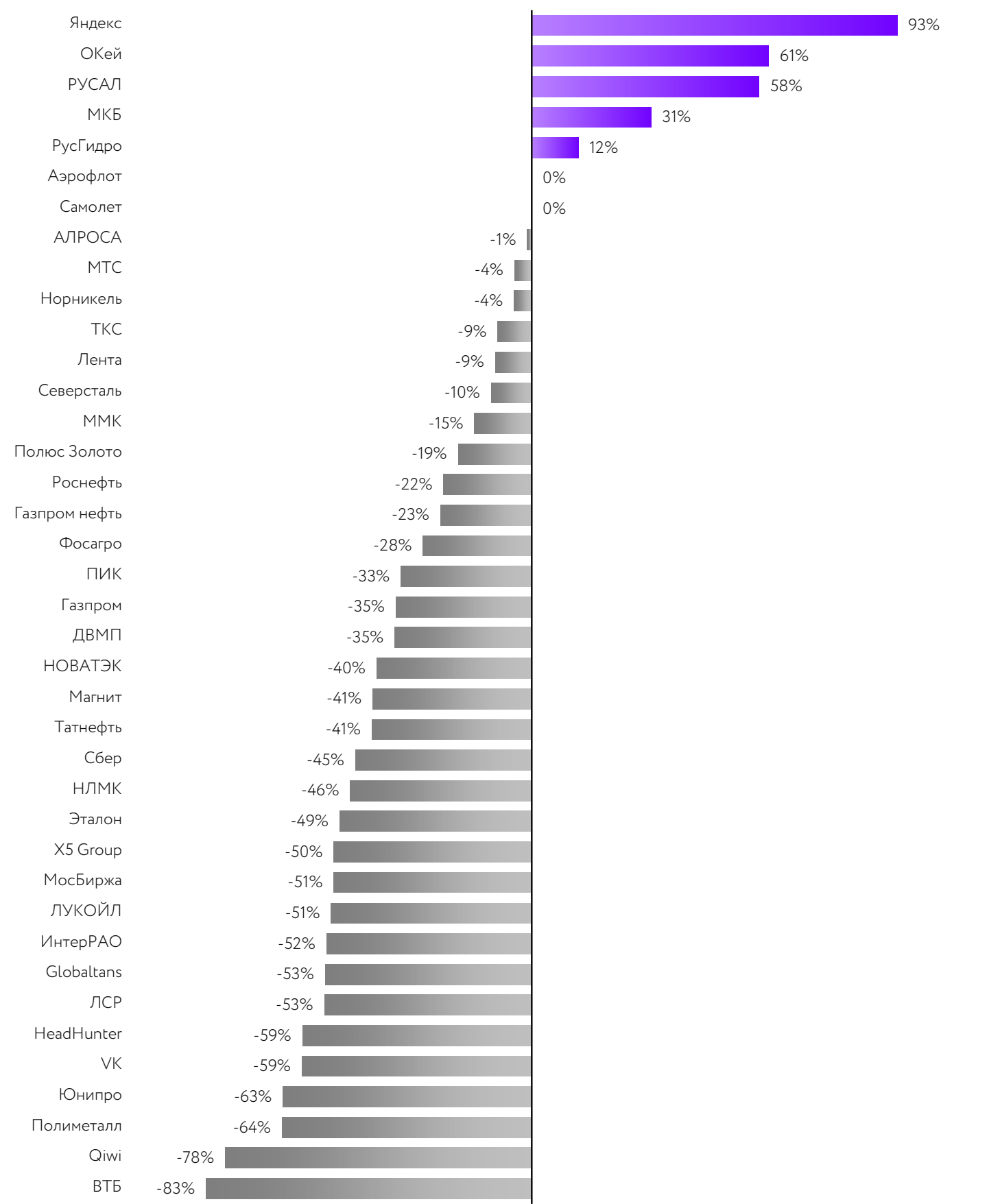
* в млрд долл.
США

Текущий дисконт оценки компаний по расчетному мультипликатору 2023П EV/EBITDA к его медиане за 5 лет (2017-2021), %*



*Для акций банков используется мультипликатор P/BV
 Источник: МосБиржа, данные компаний, расчеты АТОНа

Текущий дисконт оценки компаний по расчетному мультипликатору 2023П Р/Е к его медиане за 5 лет (2017-2021), %



Источник: МосБиржа, данные компаний, расчеты АТОНа

Взгляд на макро

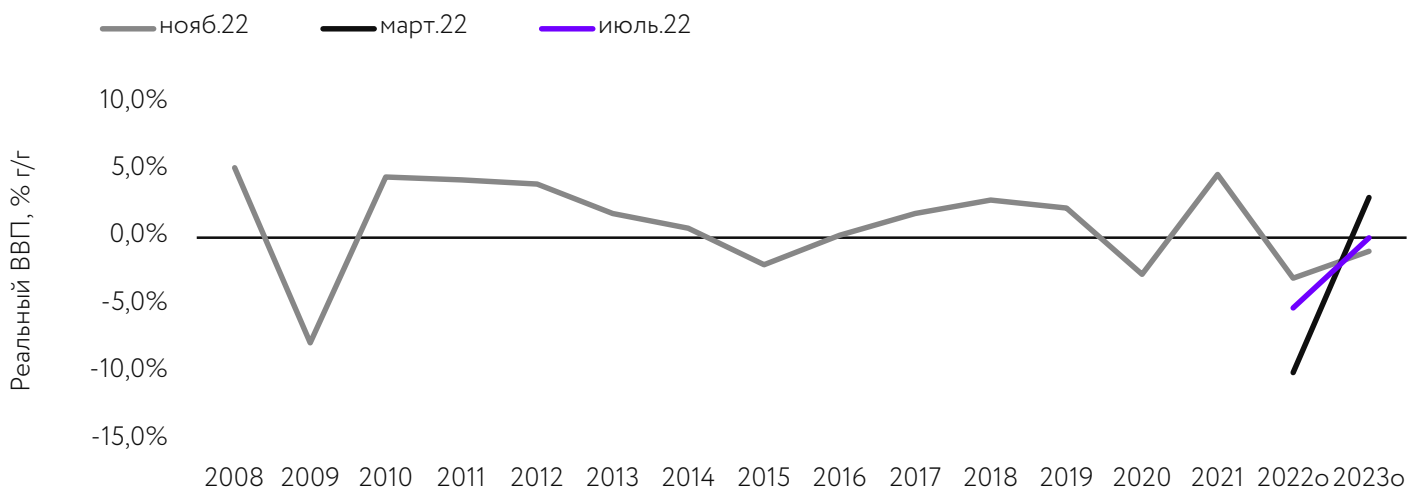
Национальная экономика в 2022 г. вступила в период структурной трансформации, причем в весьма непростых условиях. Достаточно сложно сказать, сколько времени потребует перестройка и какую форму приобретет экономика по ее завершении, однако на данный момент наиболее острыми проблемами видятся импортозамещение и подавленный спрос. Если в начале весны большинство наблюдателей полагали, что глубокий спад в 2022 г. сменится быстрым отскоком (по аналогии с кризисом, вызванным пандемией), то уже к середине года стало понятно, что рецессия может продолжиться и в 2023 г. Осенью эта точка зрения стала консенсусной, и, по всей видимости, снижение ВВП в будущем году составит не менее 1%. Стоит напомнить, что последний раз российская экономика демонстрировала отрицательный рост в течение двух лет подряд в середине 90-х.

Государственные финансы в 2022 г. также претерпели радикальные изменения. С одной стороны, в условиях «заморозки» международных резервов ЦБ РФ стала невозможной реализация бюджетного правила.

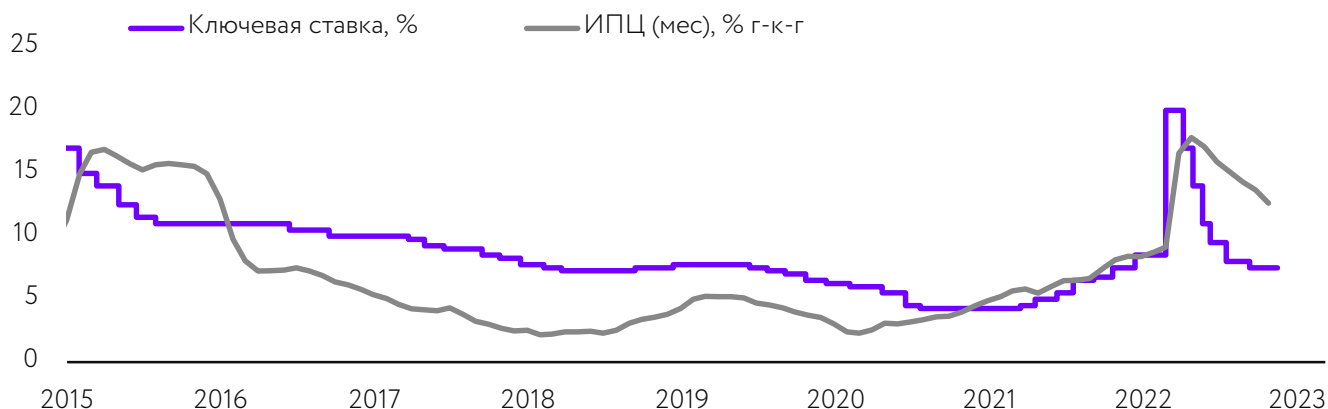
Одновременно с этим на фоне экономического спада и роста расходов государства стал увеличиваться дефицит, который в 2023 г. составит, по официальному прогнозу, 2,3% ВВП.

В сложившихся обстоятельствах ЦБ РФ отошел от политики инфляционного таргетирования и опустил ключевую ставку значительно ниже текущего уровня инфляции. Данная тактика направлена на поддержку процессов восстановления экономического потенциала. Тем не менее в обозримом будущем контроль за инфляцией, вероятно, вновь станет приоритетом для регулятора. При благоприятном стечении обстоятельств это может произойти даже до конца 2023 г., однако более вероятно, что возвращение к инфляционному таргетированию может быть отложено до 2024 г. Инфляция в 2023 г., скорее всего, будет снижаться как за счет эффекта высокой базы, так и по причине слабого спроса, стимулирование которого является важной задачей. По итогам будущего года она может составить 6-7%.

Рецессия в экономике РФ, вероятно, продлится в 2023 г.



Ключевая ставка в реальном выражении остается отрицательной



Источник: ЦБ РФ, Росстат, оценки АТОНа

Валютный курс: новые реалии

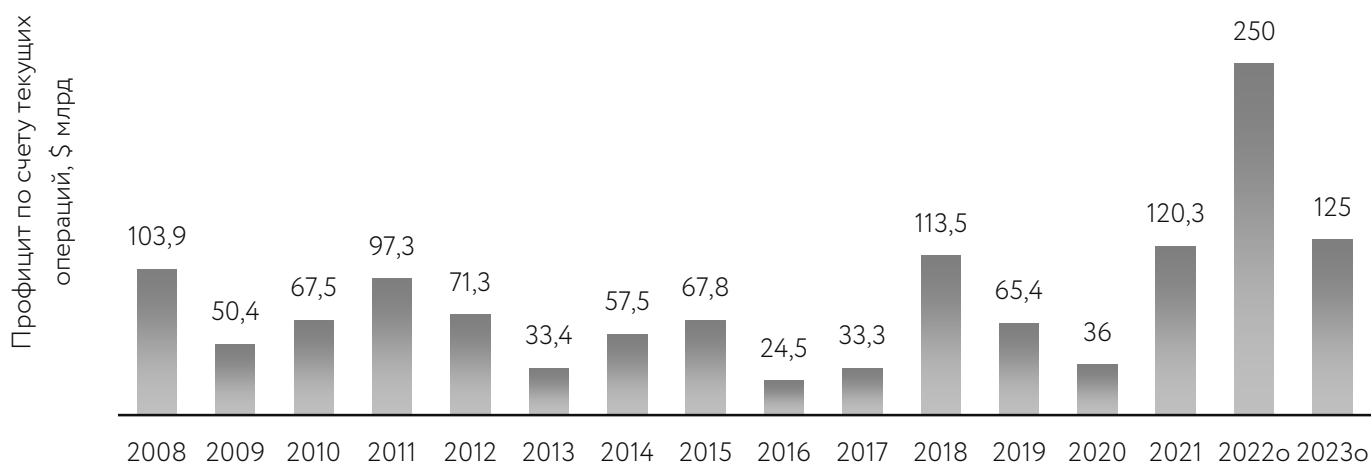
В 2022 г. на валютном рынке РФ произошли кардинальные изменения, причиной которых стало введение самых различных санкций и иных ограничений со стороны зарубежных стран. С одной стороны, наблюдается резкое сокращение импорта. В совокупности со значительным ростом цен на энергоносители это привело к росту профицита по счету текущих операций, который по итогам 2022 г. станет рекордно высоким и может приблизиться к отметке \$250 млрд.

С другой стороны, на фоне многочисленных ограничений для банков, корпораций и частных лиц традиционные валюты (доллар США, евро и т.д.) стали в плане владения дорогим и даже «токсичным» активом – риск «заморозки» этих средств слишком высок. В результате большинство экономических агентов стали последовательно сокращать позиции в этих активах. При этом остро встала проблема поиска альтернативных вариантов вложений. Наиболее популярным вариантом стал китайский юань, но назвать его полноценной заменой традиционным валютам нельзя. В результате после значительного ослабления

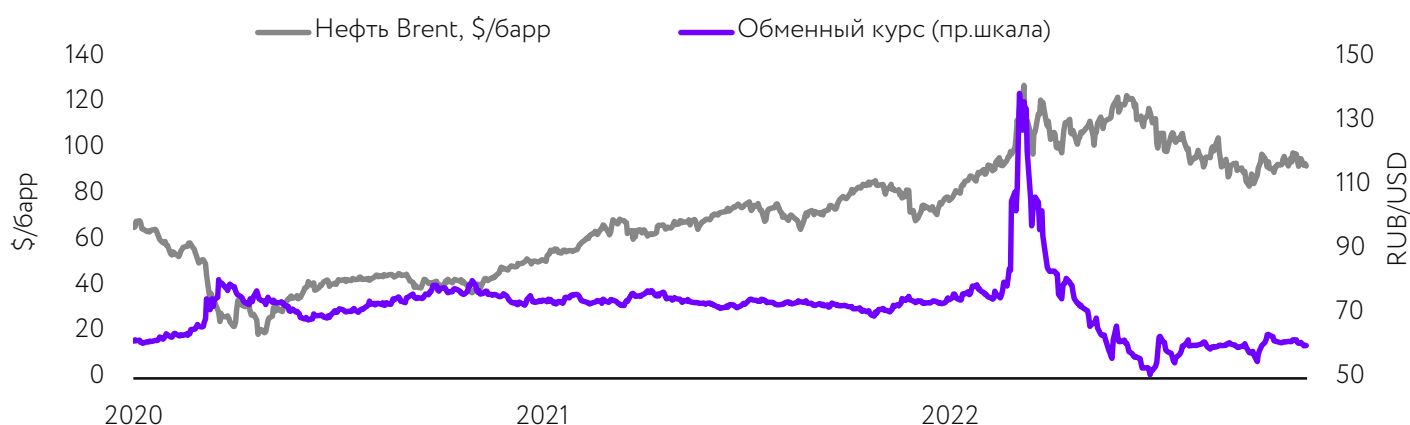
обменного курса в феврале-марте рубль перешел к укреплению и в среднем за январь-ноябрь его стоимость составила 68,73 руб. за доллар США.

На наш взгляд, действие упомянутых факторов в 2023 г. начнет ослабевать. Объем энергетического экспорта будет сокращаться, в том числе из-за введения эмбарго на поставки российской нефти, которое вступает в силу с 5 декабря 2022 г. При этом импорт постепенно восстанавливается, хотя и не слишком быстро. В результате профицит по счету текущих операций будет снижаться. Процесс перемещения ресурсов из традиционных валют в альтернативные инструменты, очевидно, конечен и, вероятно, завершится к середине будущего года. Заметную роль в этом процессе может сыграть выпуск замещающих облигаций, куда эти ресурсы могут быть перенаправлены. На наш взгляд, это может способствовать возвращению стоимости рубля к фундаментально более обоснованным уровням. Вполне вероятно, что по итогам 2023 г. средний обменный курс может превысить 70 руб./доллар США.

Профицит по счету текущих операций в 2022 г. будет рекордным



Динамика обменного курса слабо коррелирует с ценами на нефть



Источник: ЦБ РФ, Cbonds

ОФЗ: большие объемы и «честное» ценообразование

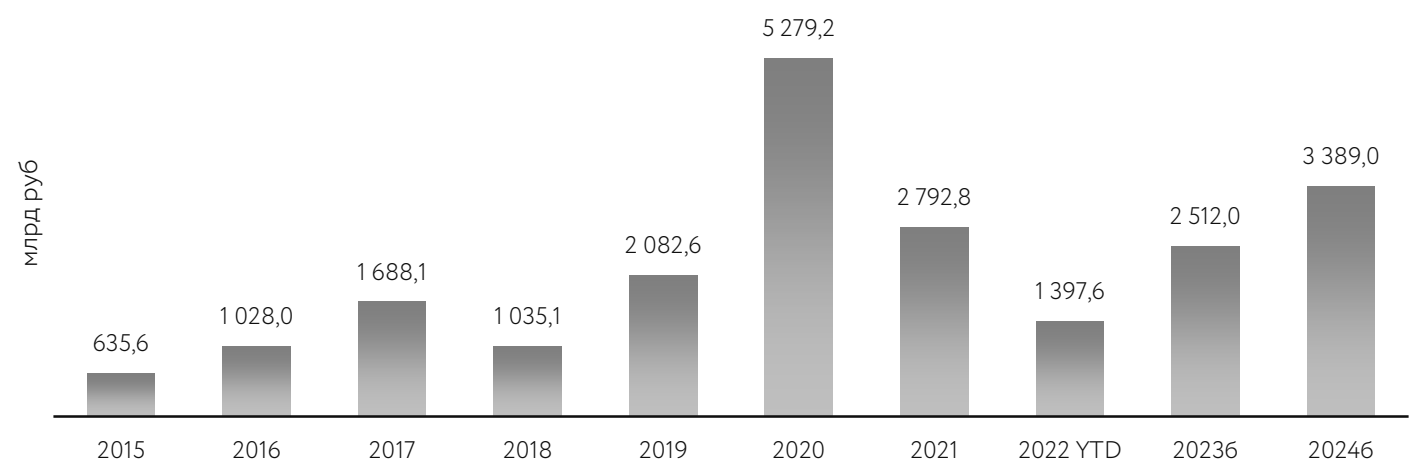
Структура инвесторов на рынке ОФЗ в 2022 г. заметно изменилась. Введение антироссийских санкций и последовавшая вслед за этим «заморозка» позиций иностранных инвесторов в рублевых госбумагах по сути исключили возможность их присутствия в этом сегменте в обозримом будущем. В результате роль отечественных коммерческих банков на рынке значительно возросла. Специфика ситуации заключается в том, что такие банки преимущественно предъявляют спрос на «флоатеры» – инструменты с плавающей процентной ставкой (что позволяет им хеджировать соответствующий риск), а также на бумаги с фиксированным доходом и относительно небольшой дюрацией (что отражает структуру их пассивов).

В то же время российский бюджет в уходящем году перешел в состояние полноценного дефицита (во многом из-за заметного роста расходов), а, следовательно, перед правительством встала проблема изыскания источников его финансирования. В сложившихся условиях наиболее реальными вариантами выглядят использование средств ФНБ и

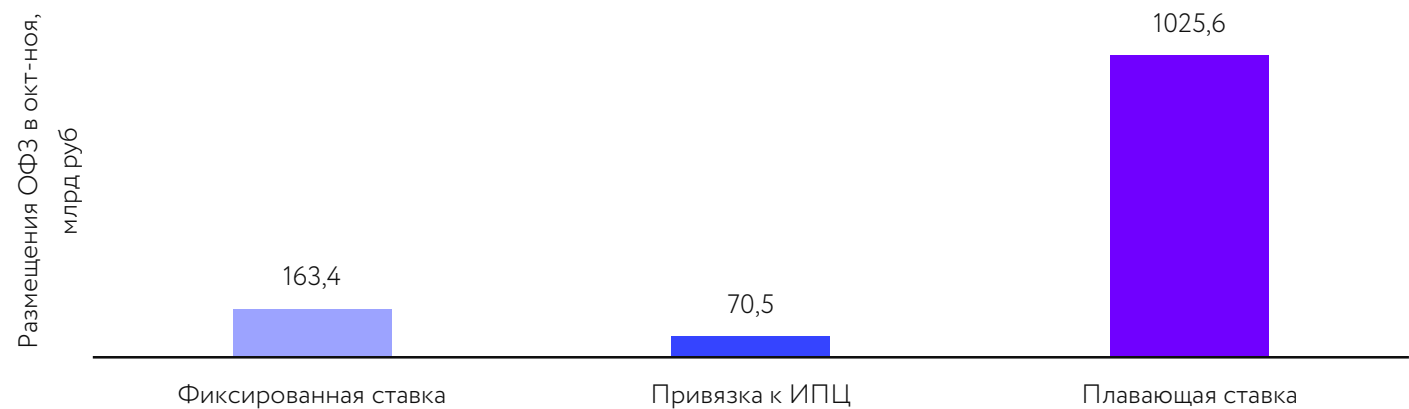
заимствования. Судя по тому, что Минфин резко активизировал эмиссионную активность в октябре-ноябре (сумев привлечь на рынке около 1.0 трлн руб.), вероятно, именно второе решение рассматривается как основное. Возможно, этот выбор был обусловлен тем, что использование ФНБ воспринимается как проинфляционный фактор.

В 2023 г. Минфин планирует выпустить ОФЗ на общую сумму 2.5 трлн руб., при этом реализация данного плана, скорее всего, будет носить приоритетный характер. В этих условиях инвесторы могут рассчитывать на «честное» ценообразование в первичном сегменте. Мы полагаем, что стоимость заимствований для «длинных» бумаг с фиксированной ставкой будет формироваться в диапазоне 200-250 бп выше ключевой ставки. Одновременно с этим можно ожидать, что спрос со стороны коммерческих банков на операции рефинансирования посредством операций РЕПО с ЦБ РФ будет оставаться высоким, а общий объем подобных кредитов в среднем за год будет составлять 1-2 трлн руб.

В 2023 г. Минфину придется много занимать



Минфин активно размещал «флоатеры» в конце года



Источник: Минфин

Идеи в облигациях российских эмитентов

	ISIN	Выпуск	Отрасль	Купон, %	Цена	Доходность, %	Спред, пунктов	Дюрация, лет	Объем, млрд руб.	Погашение	Пут опция	Кредитный рейтинг (Эксперт РА, АКРА)
риск	RU000A102H91	Автодор, БО-003P-01	Строительство	6,75	92,8	10,0	184	2,5	14,0	09.12.2025	-	ruAA+ / AA(RU)
	RU000A103QK3	Мэйл.Ру Финанс, 001P-01	IT	7,90	93,7	10,2	167	3,3	15,0	15.09.2026	-	- / AA+(RU)
	RU000A100N12	АФК Система, 001P-11	Холдинговая компания	9,40	99,3	10,8	342	0,7	10,0	16.07.2029	27.07.2023	ruAA- / -
	RU000A101012	АФК Система, 001P-12		7,85	95,8	10,5	275	1,8	10,0	23.10.2029	01.11.2024	ruAA- / -
	RU000A102SX4	АФК Система, 001P-19		7,35	94,5	10,5	258	2,1	12,5	17.02.2031	27.02.2025	ruAA- / -
	RU000A0JWZY6	АФК Система, 001P-05		6,85	96,7	10,0	252	1,2	10,0	13.11.2026	21.02.2024	ruAA- / -
	RU000A101Z66	Балтийский лизинг, БО-П03	Лизинг	7,15	97,2	10,8	339	0,9	5,0	26.07.2024	-	ruA+ / -
	RU000A103M10	Балтийский лизинг, БО-П04		8,40	97,8	10,9	346	1,1	5,0	26.08.2024	-	ruA+ / -
	RU000A102GY7	Хэдхантер, 001P-01R	IT	6,45	97,3	9,4	199	1,0	4,0	11.12.2023	-	ruAA / -
	RU000A102986	СУЭК-Финанс, 001P--06R	Добыча угля	6,70	96,4	9,6	191	1,4	14,0	10.10.2030	23.04.2024	ruAA- / -
	RU000A0JWCM0	ТМК, БО-05	Промышленность	9,75	98,4	11,0	327	1,7	5,0	01.04.2026	08.10.2024	ruA / -
	RU000A0JXSf8	ТМК, БО-07		7,60	97,9	12,3	503	0,5	10,0	21.05.2027	01.06.2023	ruA / -
	RU000A102GU5	Белуга Групп, БО-П04	Пищевая промышленность	7,40	93,8	10,3	230	2,4	5,0	05.12.2025	-	ruA+ / -
	RU000A1043Z7	Биннофарм Групп, 001P-01	Фармацевтика	9,90	100,2	10,0	262	1,0	3,0	05.11.2036	27.11.2023	ruA / -
	RU000A104A39	Инк-Капитал, 001P-01	Нефть & газ	10,25	98,7	10,9	244	3,3	5,0	11.12.2026	-	ruA+ / -
	RU000A100W60	ЛК Европлан, БО-03	Лизинг	10,00	99,3	10,7	296	1,7	5,0	20.09.2029	01.10.2024	- / A+(RU)
	RU000A103KJ8	ЛК Европлан, 001P-03		8,55	95,1	11,3	346	2,0	7,0	08.08.2031	19.02.2025	- / A+(RU)
	RU000A103117	МВ Финанс, 001P-01	Ритейл бытовой техники и электроники	7,30	98,2	12,0	472	0,4	10,0	18.04.2024	25.04.2023	- / A+(RU)
	RU000A103HT3	МВ Финанс, 001P-02	Продуктовый ритейл	8,10	94,9	11,9	421	1,6	9,0	07.08.2024	-	- / A+(RU)
	RU000A1014B9	ОКЕЙ, 001P-03		7,85	96,6	11,6	411	1,1	5,0	26.11.2024	-	ruA- / -
	RU000A105FM7	Окей Финанс, 001P-01		11,50	100,0	12,0	369	2,9	8,5	01.11.2032	14.05.2026	ruA- / -
	RU000A103C46	ПИК-Корпорация, 001P-04	Девелопмент	8,20	99,2	9,9	259	0,6	10,0	30.06.2023	-	ruA+ / -
	RU000A1016Z3	ПИК-Корпорация, 001P-02		8,25	97,6	10,6	308	1,2	7,0	11.12.2024	-	ruA+ / -
	RU000A103C53	РЕСО-Лизинг, БО-П-07	Лизинг	8,55	96,1	11,3	350	1,8	5,0	11.10.2024	-	ruA+ / -
	RU000A102K39	РЕСО-Лизинг, БО-04		6,85	101,0	10,3	290	0,9	3,0	30.10.2025	07.11.2023	ruA+ / -
	RU000A103SV6	Росгеология, 01	Геологоразведочные работы	9,00	96,6	11,4	364	1,7	6,0	26.09.2024	-	- / A(RU)
	RU000A104YT6	Группа компаний Самолет, БО-П12	Девелопмент	13,25	101,5	13,2	517	2,3	15,0	11.07.2025	-	ruA- / A-(RU)
	RU000A103L03	Группа компаний Самолет, БО-П10		9,15	96,6	11,8	413	1,6	15,0	21.08.2024	-	- / A-(RU)
	RU000A102RX6	Группа компаний Самолет, БО-П09		9,05	95,8	13,2	571	1,2	10,4	15.02.2024	-	- / A-(RU)
	RU000A105FS4	Селектел, 001P-02R		11,50	101,9	11,0	285	2,6	3,0	11.11.2025	-	ruA / -
	RU000A102SG9	Селектел, 001P-01R	IT	8,50	97,5	10,9	342	1,2	3,0	22.02.2024	-	- / A(RU)
	RU000A105CS1	Селигдар, 001P-01	Драгоценные металлы	10,80	100,0	11,1	295	2,6	10,0	29.10.2025	-	ruA+ / -
	RU000A1041B2	Сегежа Групп, 002P-01R	Лесная промышленность	9,85	99,9	10,2	236	1,9	10,0	29.10.2036	18.11.2024	ruA+ / -
	RU000A104UA4	Сегежа Групп, 002P-04R		11,00	101,5	9,8	233	1,0	8,2	11.05.2037	30.11.2023	ruA+ / -
	RU000A1030X9	Сэтл Групп, 001P-03	Девелопмент	8,50	97,3	11,0	344	1,3	7,5	17.04.2024	-	- / A(RU)
	RU000A1053A9	Сэтл Групп, 002P-01		12,15	103,5	11,1	303	2,4	10,0	13.08.2025	-	- / A(RU)
	RU000A103133	ХК Новотранс, 001P-02	Оператор полувагонов	9,15	95,7	11,6	359	2,3	5,0	16.04.2026	-	ruA+ / -
	RU000A102SK1	Боржоми Финанс, 001P-01	Пищевая промышленность	7,60	87,2	20,4	1285	1,2	7,0	20.02.2026	28.02.2024	- / A-(RU)
	RU000A104WS2	ВУШ, 001P-01	Услуги	13,50	103,8	12,3	435	2,2	3,5	25.06.2025	-	- / A-(RU)
	RU000A1048A9	Брусника, 002P-01	Девелопмент	11,85	98,7	13,2	534	1,9	5,3	10.06.2025	-	- / A-(RU)
	RU000A102Y58	Брусника, 001P-02		9,60	96,5	13,0	544	1,3	6,0	01.04.2024	-	- / A-(RU)
	RU000A104735	ГК Пионер, 001P-06	Девелопмент	11,75	88,2	18,6	1057	2,2	3,0	04.12.2025	-	ruA- / -
	RU000A102KG6	ГК Пионер, 001P-05		9,75	88,6	20,3	1271	1,3	5,0	17.12.2024	-	ruA- / -
	RU000A102TR4	Ритейл Бел Финанс, 001P-01	Продуктовый ритейл	10,35	92,0	15,0	729	1,6	5,0	28.05.2025	-	ruBBB / -
	RU000A101QF7	Ритейл Бел Финанс, 001P-02		9,45	91,0	14,6	635	2,8	3,5	03.05.2026	06.03.2025	ruBBB / -
	RU000A102LW1	АБЗ-1, 001P-01	Строительный подряд	12,00	98,1	16,3	895	0,6	3,0	25.12.2023	-	ruBBB / -
	RU000A103JR3	Джи-групп, 002P-01	Девелопмент	10,60	96,2	15,6	818	1,0	3,0	12.08.2024	-	ruBBB+ / BBB+(RU)
	RU000A102Y66	Легенда, 001P-04	Девелопмент	9,95	81,4	24,4	1665	1,7	4,0	08.04.2025	-	ruBBB- / -
	RU000A103WB0	Славянск ЭКО, 001P-01	Переработка нефти	11,00	92,9	16,2	850	1,7	3,0	13.10.2026	18.10.2024	- / BBB (RU)
	RU000A103Q08	Тами и КО, БО-01	Ритейл одежды	10,50	93,0	17,0	938	1,3	1,8	25.03.2025	-	ruBBB+ / BBB+(RU)

Источник: Cbonds

Идеи в замещающих облигациях российских эмитентов

риск	ISIN	Выпуск	Купон, % Цена		Доходность, %	Спред, пунктов	Дюрация, лет	Валюта	Объем, млн	Погашение	Колл-опц.	Кредитный рейтинг (Эксперт РА, АКРА)
	RU000A105A95	Газпром Капитал, ЗО34-1-Д	8,63	102,2	8,5	465	7,4	USD	540	28.04.2034	-	- / -
	RU000A105C51	Газпром Капитал, ЗО24-1-Е	2,25	91,7	8,0	598	1,9	EUR	269	22.11.2024	-	- / -
	RU000A105BY1	Газпром Капитал, ЗО28-1-Е	1,85	72,9	7,7	572	5,7	EUR	264	17.11.2028	-	- / -
	RU000A105A04	Металлоинвест, О28	3,38	85,0	6,6	255	5,3	USD	286	22.10.2028	-	- / AAA(RU)
	RU000A105A87	Совкомфлот, ЗО-2028	3,85	82,4	8,0	404	4,8	USD	318	26.04.2028	-	ruAAA / -
	RU000A105146	ПИК-Корпорация, 001Р-05	5,63	90,5	8,6	442	3,6	USD	395	19.11.2026	-	ruA+ / -

Источник: Cbonds

Дивиденды постепенно возвращаются

Покупка дивидендных акций – одна из лучших долгосрочных инвестиционных стратегий. Она позволяет инвесторам получать дивиденды, реинвестировать их, а также получать прибыль при росте стоимости самих акций. Кроме того, дивидендные акции обычно менее волатильны, чем быстрорастущие имена, которые дивиденды, как правило, не платят, а инвестируют свободные средства в развитие и рост.

Многие годы российские акции предлагали одни из самых высоких уровней дивидендной доходности среди крупных развивающихся и развитых рынков, и последние годы доходности лишь росли на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры на различных сырьевых рынках. Важность дивидендов для инвесторов сложно переоценить. К примеру, средняя годовая доходность индекса Московской биржи полной доходности за последние десять лет (2012-2021) составила около 18%. Она рассчитывается в рублях и учитывает дивиденды, выплачиваемые компаниями и реинвестированные за этот период. Без учета дивидендов средняя годовая доходность индекса составляет 12%, что означает, что дивиденды добавляют в среднем 6% к доходности акций.

Средняя дивидендная доходность индекса Мосбиржи должна составить 13.6% в 2022 году и 11.8% в 2023. С начала года индекс предлагает доходность в размере 9.7%.

В начале 2022 года многие российские компании отказывались от выплаты дивидендов на фоне макроэкономической неопределенности, и их возобновление стало мощным катализатором роста стоимости акций. На данный момент российский рынок уже абсорбировал рекордные дивиденды Газпрома за 1П22 в размере 51.03 рубля на акцию, при этом, по разным оценкам, около половины или более дивидендов компании было реинвестировано в фондовый рынок.

В то же время дивидендный поток продолжится до конца года. Рекомендации дивидендов за 9М22 со стороны Татнефти, Газпром нефти и Роснефти добавили оптимизма на рынок. В отсутствие новых стрессовых событий это должно способствовать росту российских акций.

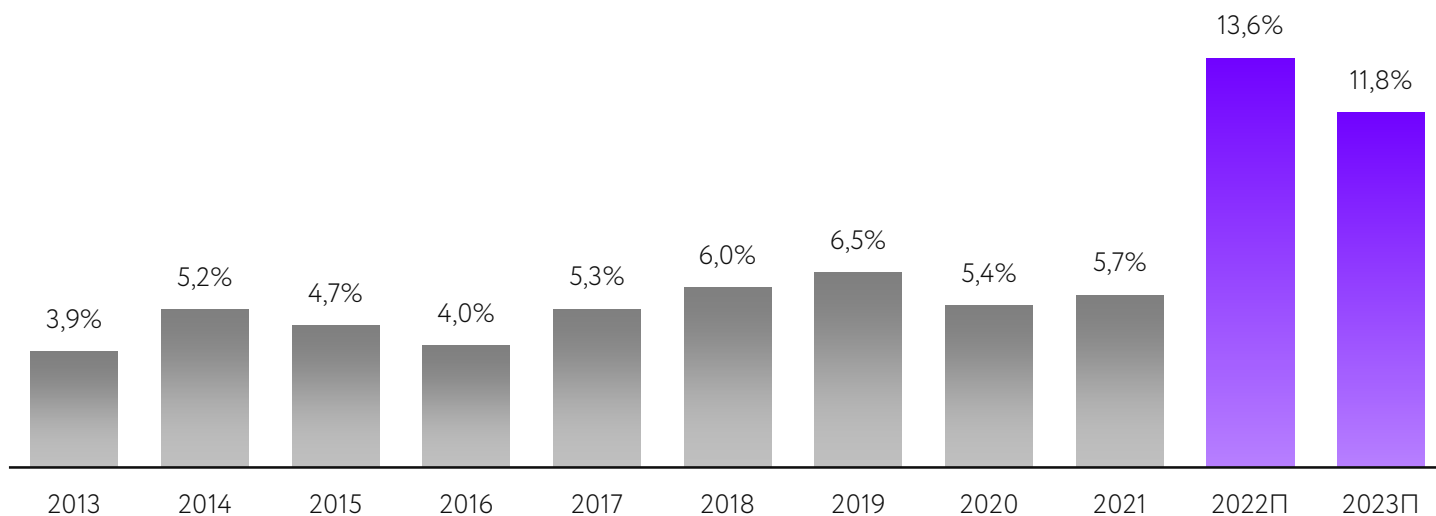
Динамика индекса Мосбиржи и его полная доходность с учетом дивидендов,
% изменение с ноября 2012



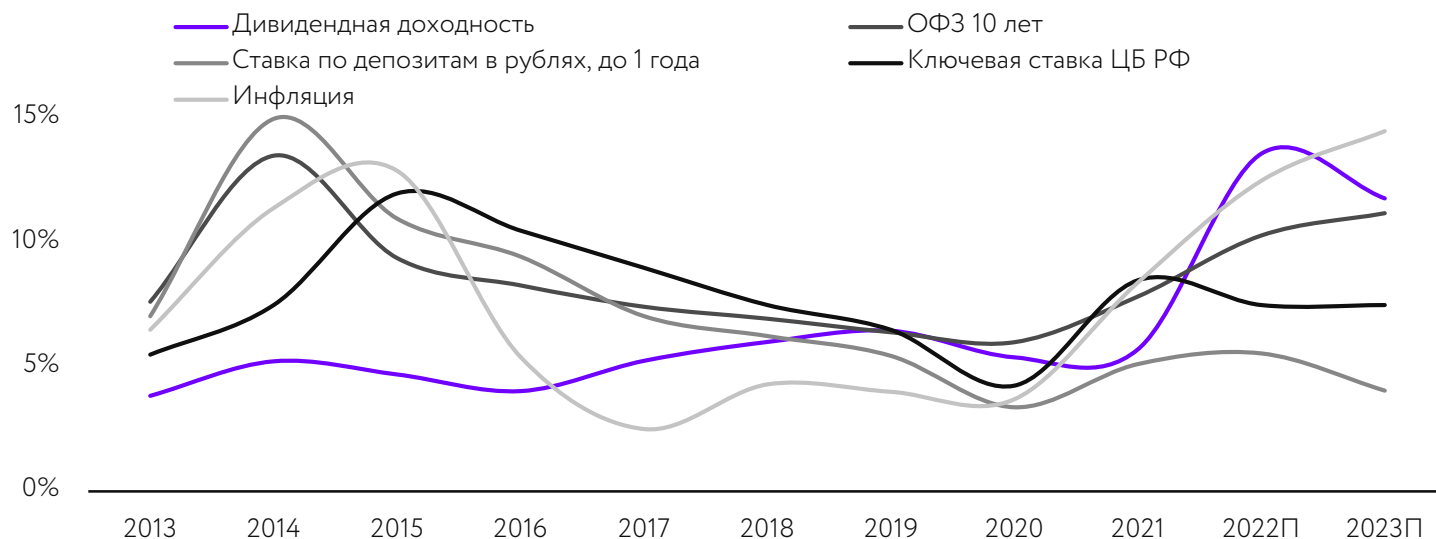
Динамика индекса РТС и его полная доходность с учетом дивидендов,
% изменение с ноября 2012



Динамика дивидендной доходности индекса Мосбиржи по годам,
%



Динамика процентных ставок и дивидендной доходности российских акций,
%



Источник: консенсус-оценки, Мосбиржа, оценки АТОНа

Нефтегазовый сектор – новый лидер по дивидендам

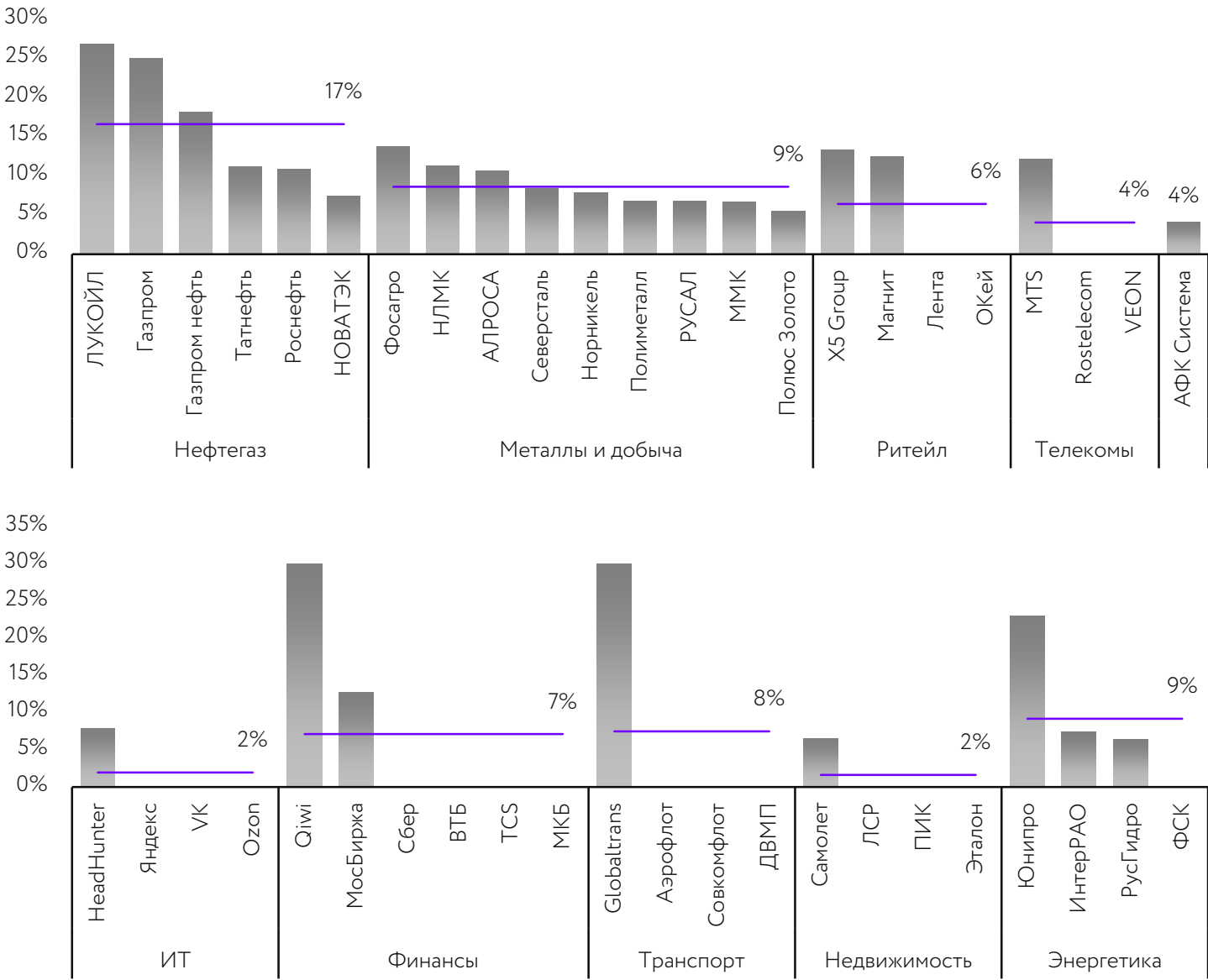
Наиболее «дивидендным» сектором является нефтегазовый, где ряд бумаг, таких как Газпром, ЛУКОЙЛ и Газпром нефть предлагают доходность около или выше 20%. Средняя доходность по сектору на ближайшие 12 месяцев составляет 17%.

Ранее лидер по доходности – металлургический сектор временно ушел на второй план (доходность 9%). Производители стали взяли паузу и приостановили выплату финальных дивидендов за 2021 год и промежуточных за 2022, но даже после возобновления выплат мы ждем снижения доходности из-за падения

цен на сталь и экспортных трудностей. Также, Норникель скорее всего снизит дивидендные выплаты после окончания действия акционерного соглашения, которое истекает в конце 2022 года.

На рынке есть бумаги с высокой дивидендной доходностью и в других секторах, например, X5 Group (13%) или МТС (12%), однако средняя доходность секторов Ритейл и Телекомы – невысокая, 6% и 4% соответственно.

Средняя дивидендная доходность по секторам в ближайшие 12 месяцев, включая эмитентов с вероятностью возобновления выплат



Источник: данные компаний, Мосбиржа, оценки АТОНа

Топ-10 дивидендных акций

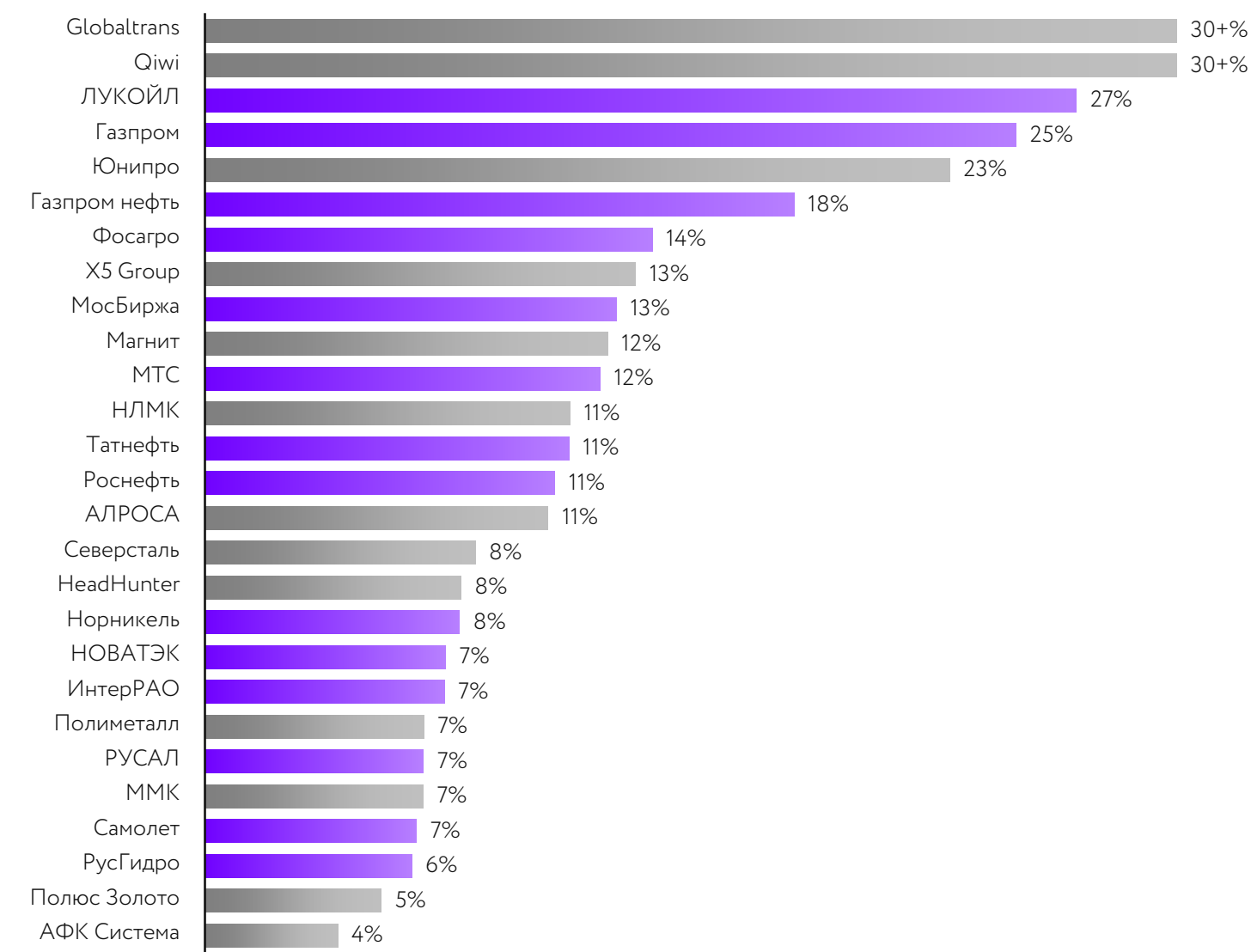
Для тех инвесторов, которые заинтересованы в получении высокой дивидендной доходности, мы предлагаем 10 бумаг с наибольшими прогнозными дивидендами на ближайшие 12 месяцев. Средняя ожидаемая дивидендная доходность этих бумаг на сегодняшний момент составляет выше 11%. Мы ожидаем, что в следующем году компании, сохранившие выплаты в 2022, продолжат платить дивиденды. Помимо размера дивидендов мы учитывали вероятность их выплат, т.к. ряд компаний приостановили выплаты ввиду неопределенности и санкционного давления.

В наш Топ-10 акций по дивидендной доходности вошли: ЛУКОЙЛ (27%), Газпром (25%), Газпром нефть (18%), Фосагро (14%), Мосбиржа (13%) , а также эмитенты,

которые могут возобновить дивидендные выплаты, а именно Globaltrans (30+%), Qiwi (30+%), Юнипро (23%), X5 Group (13%) и Магнит (12%).

Риски. Большинство российских компаний имеют прозрачную дивидендную политику, которая позволяет прогнозировать размер дивидендов на много лет вперед. Однако вероятно, что ряд компаний пересмотрит эту политику на более консервативную ввиду изменения рыночных условий. Также значительные риски представляет существенное падение цен на сырье, которое может привести к снижению прибыли и дивидендов сырьевых компаний.

Рейтинг акций по дивидендной доходности в ближайшие 12 месяцев, включая эмитентов с вероятностью возобновления выплат*



*Серым цветом выделены компании, где вероятность выплаты дивидендов пока не ясна. В частности, ряд компаний готовы платить дивиденды, но не могут осуществлять выплаты из-за блокировки транзакций в Euroclear/НРД. В данном случае указанные дивидендные доходности являются расчетными. Фиолетовым цветом обозначены компании, где дивиденды уже объявлены или вероятность их выплаты в будущем достаточно высока.
Источник: данные компаний, Мосбиржа, оценки АТОНа

Сохраняющаяся неопределенность возобновления дивидендов

Ряд компаний приостановили выплату дивидендов из-за неопределенности на рынках, а также санкционного давления на компании и ключевых акционеров. Учитывая низкую долговую нагрузку компаний, а также заинтересованность государства в возобновлении выплат (в случае с АПРОСА) мы ожидаем возобновления выплат некоторыми эмитентами, ранее отказавшимися от распределения прибыли, в том числе

на фоне возможного разрешения проблем с выплатами компаниями с депозитарными программами и высокой долей иностранного участия в капитале. На рынке уже были примеры, когда компании решали выплатить пропущенные финальные дивиденды за 2021 год (ЛУКОЙЛ, Фосагро), поэтому такой сценарий не исключен и для ряда других эмитентов.

Компания	Пропущ. период	Вероятность возобновления
Сталь		
ММК	финальный 2021	Низкая долговая нагрузка компании позволяет надеяться на возобновление дивидендов. Компания взяла паузу из-за неопределенности с макро и санкциями.
Северсталь	финальный 2021	Низкая долговая нагрузка компании позволяет надеяться на возобновление дивидендов. Компания взяла паузу из-за неопределенности с макро и санкциями.
НЛМК	финальный 2021	Низкая долговая нагрузка компании позволяет надеяться на возобновление дивидендов. Компания взяла паузу из-за неопределенности с макро и санкциями.
Золото и алмазы		
АПРОСА	финальный 2021	Более 66% принадлежит правительству, и дивиденды, в том числе, являются важной составляющей бюджета Якутии.
Полюс	финальный 2021	Операционная деятельность компании не пострадала, что позволяет надеяться на возобновление дивидендов.
Полиметалл	финальный 2021	На решение трудностей распределения дивидендов между акционерами в разных юрисдикциях может потребоваться время.
Финансы		
Qiwі	финальный 2021	Компания выражает готовность возобновить выплату дивидендов, но не может это делать технически, как иностранная компания, зарегистрированная на Кипре.
Транспорт		
Globaltrans	финальный 2021	Компания выражает готовность выплачивать дивиденды, но не может это делать технически, как иностранная компания, зарегистрированная на Кипре.
Электроэнергетика		
Юнипро	финальный 2021	Контролирующий акционер – немецкий Uniper не получит дивиденды в случае их выплаты, поэтому решения о выплате дивидендов пока не принимаются. В случае продажи компании российским инвесторам дивидендные выплаты могут быть возобновлены.
Потребительский сектор		
Магнит	финальный 2021	Большой запас ликвидности и сильные финансовые показатели подразумевают возможность возвращения к выплатам
X5 Group	финальный 2021	Сильные финансовые показатели позволяют компании платить дивиденды, однако иностранная регистрация выступает препятствием
Телекомы и IT		
АФК Система	финальный 2021	Холдинг может вернуться к выплатам в случае улучшения экономической ситуации
HeadHunter	финальный 2021	Выплатам мешает корпоративная структура и иностранная регистрация, компания обозначила решение этой проблемы в качестве приоритетной задачи

Глобальные рынки

В ближайшие годы фокус на Commodities, EM, Value и Small caps

Ожидаемая доходность фондовых индексов на горизонте 12 месяцев*

+14%

S&P 500

+28%

Russell 2000

+70%

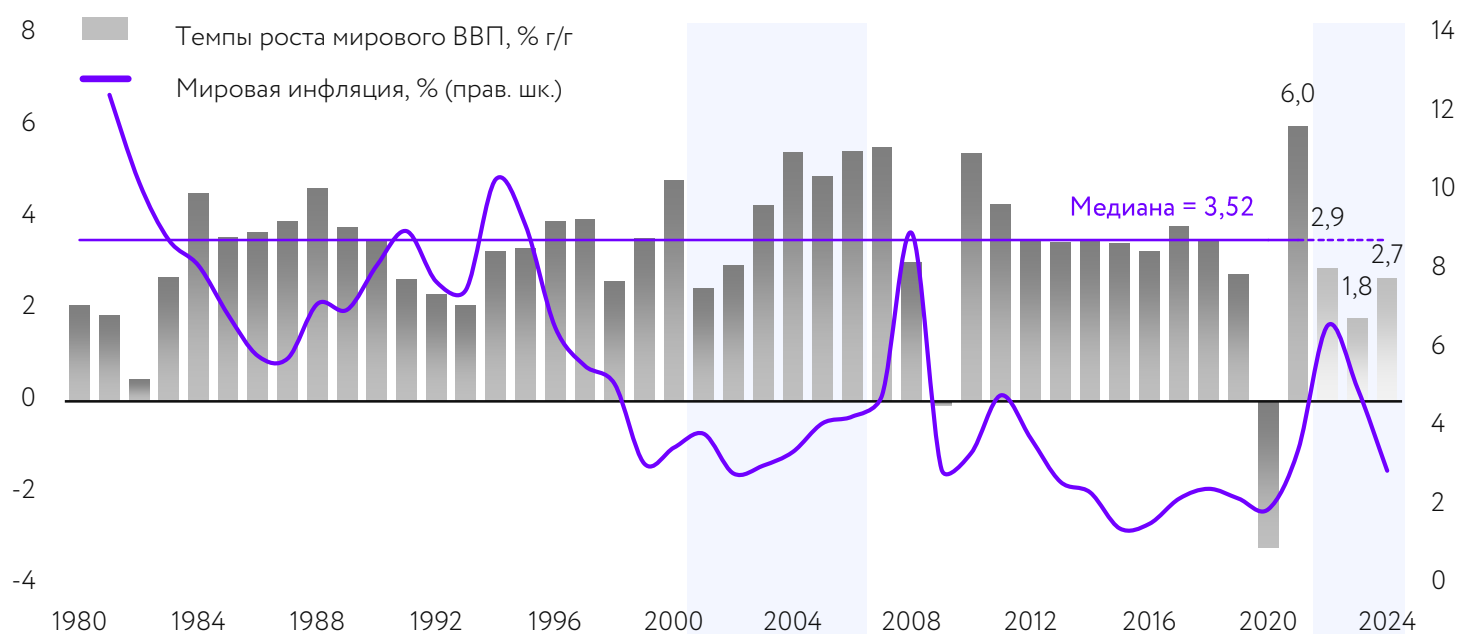
MSCI China

Мировую экономику в 2023-2024 гг. ожидают непростые времена. Прогнозируется, что рост будет заметно ниже тренда. Среди прочего это будет означать более низкие форвардные P/E для рынков акций.

Похожая динамика наблюдалась в начале-середине 2000-х. Это были годы сырья, развивающихся рынков, акций стоимости и компаний малой капитализации. Среди акций выделялись такие сектора, как

нефтегазовый, сырьевой и банковский.

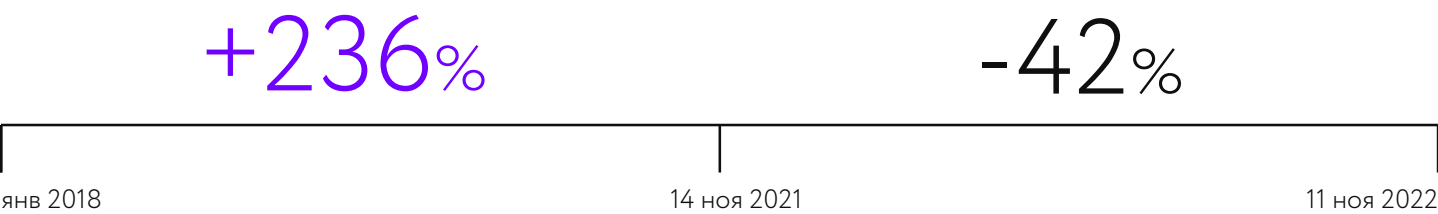
Есть основания ожидать схожую абсолютную и относительную динамику в ближайшие годы, хотя нельзя забывать о том, что каждый следующий цикл непохож на предыдущий.



*Консенсус аналитиков на 11.11.2022, полная доходность, включая дивиденды
Источник: IMF, Bloomberg.com, данные компаний, оценки АТОНа

Глобальные рынки

Доходность индекса крупнейших технологических компаний NYSE FANG+

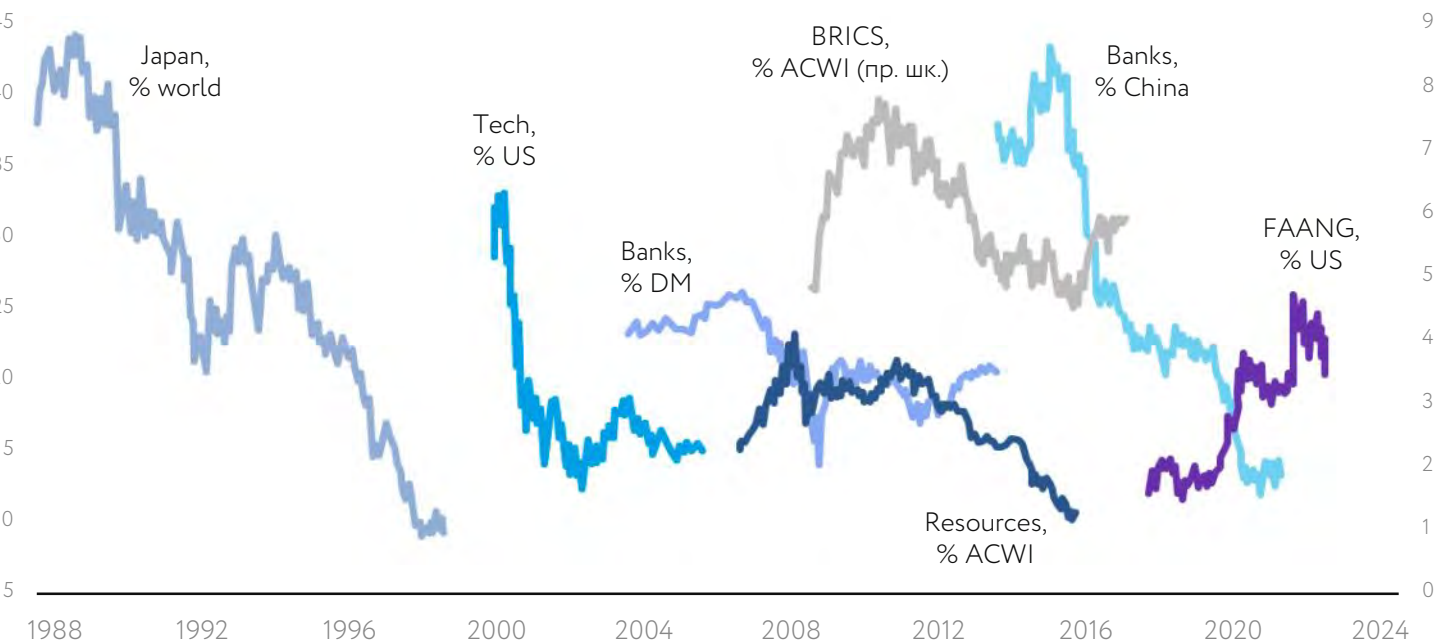


«Деревья не растут до небес». Эта известная идиома напоминает инвесторам о том, что рост не может быть вечным.

История показывает, что смена «больших трендов» – инвестиционных тем и направлений – занимает годы. В этот период сектора, которые некогда были чемпионами, сильно переоцениваются вниз.

По мнению Bank of America, сейчас подобное происходит с технологическим сектором – как в целом, так и с его крупнейшими представителями (FAANG – Facebook, Amazon, Apple, Netflix и Google). По мнению банка, это только начало процесса – как и раньше, он может занять годы.

История самых больших переоценок вниз главных инвестиционных тем с 1990 года



Источник: IMF, Bloomberg.com, данные компаний, оценки АТОНа

Доходность активов в 2000-е

Во время предыдущего «суперцикла» в commodities середины 2000-х на фоне схожей инфляции лучше всего себя показали:

- сырьевые товары
- акции развивающихся рынков
- акции развитых рынков вне США
- рынок недвижимости
- высокодоходные облигации (High Yield)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Commodities	UST	Commodities	MSCI EM	REITS	MSCI EM	REITS	MSCI EM	UST	MSCI EM	Gold
58,2%	6,7%	39,5%	56,3%	32%	34,5%	37,5%	39,8%	14%	79%	29,2%
UST	Global IG	Gold	MSCI EAFE	Commodities	Commodities	MSCI EM	Commodities	Gold	Global HY	MSCI EM
13,4%	4,6%	25,6%	39,2%	28,7%	33,7%	32,6%	33%	4,3%	62%	19,2%
REITS	Cash	Global IG	REITS	MSCI EM	Gold	MSCI EAFE	Gold	Cash	MSCI EAFE	REITS
8,5%	4,4%	14,9%	33,5%	26%	17,8%	26,9%	31,9%	2,1%	32,5%	15,9%
Cash	Global HY	UST	Commodities	MSCI EAFE	MSCI EAFE	Gold	MSCI EAFE	Global IG	REITS	S&P 500
6,2%	3,1%	11,6%	30,1%	20,7%	14%	23,2%	11,6%	-8,3%	31,7%	15,1%
Global IG	Gold	Cash	Global HY	Global HY	REITS	S&P 500	UST	Global HY	S&P 500	Global HY
3,1%	-0,7%	1,8%	30,7%	12,4%	10,7%	15,8%	9,1%	-27,9%	26,5%	13,9%
Gold	MSCI EM	Global HY	S&P 500	S&P 500	S&P 500	Global HY	Global IG	S&P 500	Commodities	Commodities
-5,4%	-2,4%	-1,1%	28,7%	10,9%	4,9%	13,5%	7,3%	-37%	26,1%	13,3%
Global HY	REITS	REITS	Gold	Global IG	Cash	Global IG	S&P 500	Commodities	Gold	MSCI EAFE
-5,8%	-7,8%	-2,4%	19,9%	9,4%	3,1%	7,2%	5,5%	-42,6%	25%	8,2%
S&P 500	S&P 500	MSCI EM	Global IG	Gold	UST	Cash	Cash	MSCI EAFE	Global IG	UST
-9,1%	-11,9%	-6%	14,5%	4,6%	2,8%	4,9%	5%	-43,1%	19,2%	6%
MSCI EAFE	MSCI EAFE	MSCI EAFE	UST	UST	Global HY	UST	Global HY	REITS	Cash	Global IG
-14%	-21,2%	-15,7%	2,3%	3,5%	1,5%	3,1%	3%	-50,2%	0,2%	5,9%
MSCI EM	Commodities	S&P 500	Cash	Cash	Global IG	Сырьевые рынки	REITS	MSCI EM	UST	Cash
-30,6%	-21,4%	-22,1%	1,1%	1,3%	-3%	-0,2%	-10%	-53,2%	-3,7%	0,1%

MSCI EAFE – индекс развитых рынков вне Северной Америки
MSCI EM – индекс развивающихся рынков
Источник: IMF, Bloomberg.com, данные компаний, оценки АТОНа



Нефтегазовый сектор

Фокус-лист АТОНа в российском нефтегазовом секторе

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	Инвестиционное заключение
Газ			
НОВАТЭК	NVTK RX	3 250	Из производителей газа мы предпочитаем НОВАТЭК, который не столь чувствителен к снижению потребления российского газа в Европе, как Газпром. Главный вопрос в инвестиционном кейсе НОВАТЭКа – насколько успешно компания сможет реализовывать проекты развития Ямал СПГ в текущих санкционных условиях. Последние комментарии правления компании на этот счет достаточно позитивные – первая производственная линия должна быть введена в эксплуатацию в декабре 2023 года, что должно стать дополнительным драйвером роста для бумаги. НОВАТЭК торгуется по мультипликатору EV/EBITDA 2023П 6.8х, что предполагает 42% дисконт к 5-летней средней.
Нефть			
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	3 201	Основная интрига в бумагах ЛУКОЙЛа разрешилась – компания объявила финальные дивиденды за 2021 год в размере 537 руб. на акцию и промежуточные за 2022 год в размере 256 руб. на акцию. Суммарный дивиденд составит 793 рубля на акцию (доходность около 17%). Это несколько ниже, чем ожидали некоторые участники рынка (около 1 000 руб.), но мы в целом согласны с позицией компании не платить дивиденды за счет долга. ЛУКОЙЛ – наш фаворит среди производителей нефти благодаря понятной стратегии и стабильным дивидендам. Нам еще предстоит увидеть, как санкционное давление скажется на российском нефтегазовом секторе, но финансовые результаты за 2022 год обещают быть сильными, что должно стать положительным драйвером для бумаг компании весной 2023 г. ЛУКОЙЛ торгуется по мультипликатору EV/EBITDA 1.8х, что предполагает 53% дисконт к 5-летней средней.

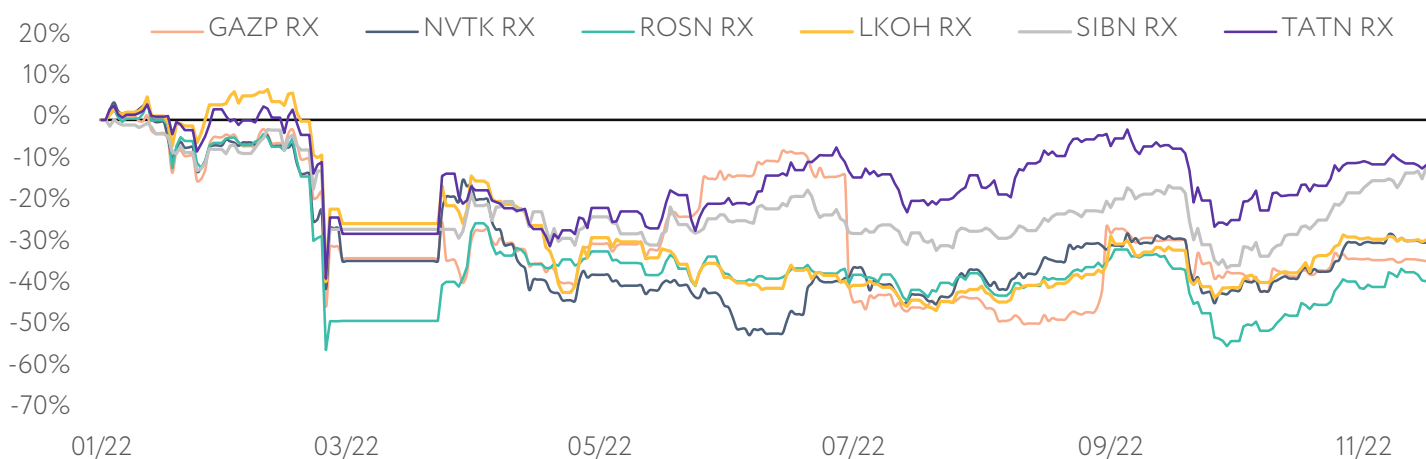
Инвестиционное резюме компаний российского нефтегазового сектора

Газпром. Рекомендация совета директоров и дальнейшая выплата Газпромом промежуточных дивидендов в размере 51.03 руб. на акцию (с доходностью 24%) стали сильным позитивным фактором в инвестиционном кейсе и привели к ралли в акциях компании. Новые налоги, предложенные правительством, для Газпрома окажутся более легким бременем, чем повышение НДС на \$20 млрд, которые в 2022 Газпрому пришлось уплатить единолично, но все же речь идет о серьезных суммах – около 800 млрд руб. (\$14 млрд) планируется получить с производителей газа и 400 млрд руб. (\$7 млрд) с производителей нефти, что окажет давление на доходы компании. Среди производителей газа мы предпочитаем НОВАТЭК, учитывая риски для Газпрома от резкого снижения поставок в Европу – рост спотовых цен не сможет компенсировать снижение объемов продаж (поставки в Турцию и Китай привязаны к ценам на нефть). Газпром

торгуется на уровне 1.9x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает дисконт в 46% против 5-летнего среднего.

Роснефть. Роснефть представляет собой уникальное сочетание потенциала роста и привлекательной дивидендной доходности. Проект Восток Ойл может привести к росту объемов добычи Роснефти в этом десятилетии и должен был стать надежным драйвером акций компании в предстоящем году, однако пока неясно, не изменится ли эта парадигма из-за геополитической обстановки. Мы занимаем в целом осторожную позицию по российскому нефтегазовому сектору, поскольку, согласно нашему базовому сценарию, его прибыль в 2023 году будет снижаться. Роснефть торгуется на уровне 2.6x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает дисконт в 41% против 5-летнего среднего.

Динамика сопоставимых продаж основных форматов публичных компаний (1П22)



Газпром нефть. Качественная, растущая компания, которая имеет ограниченную ликвидность и free-float, но исторически предлагала хорошую дивидендную доходность. Инвестиционный кейс Газпром нефти опирается на интересные перспективы роста с увеличением газовой составляющей в добыче благодаря запуску новых проектов, и мы будем ожидать дальнейших комментариев компании по перспективам роста добычи в 2022-2031. Газпром нефть – дочка Газпрома, а значит, на нее во многом распространяются те же риски, что и на материнскую компанию. Газпром нефть торгуется на уровне 2.6x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает дисконт в 39% против 5-летнего среднего.

Татнефть. Средний по объемам добычи производитель нефти с ключевыми активами и месторождениями в

Татарстане. Инвестиционный кейс компании включает ожидаемый рост добычи нефти (до 40.5 млн т в год к 2030 г., +46% против уровня 2021), а также дивидендные выплаты (целевой уровень составляет не менее 50% от чистой прибыли по МСФО или РСБУ, в зависимости от того, какое значение больше). Компания по праву является одним из лидеров в сегменте переработки – ее НПЗ ТАНЕКО с 15-летней историей является одним из самых современных перерабатывающих предприятий. Как и для остальных компаний сектора, основным драйвером стоимости акций Татнефти является динамика цен на нефть, а ключевыми рисками – санкционные ограничения. Татнефть торгуется на уровне 2.1x по мультипликатору EV/EBITDA 2023П, что предполагает дисконт в 61% против 5-летнего среднего.

Источник: МосБиржа, оценки АТОНа

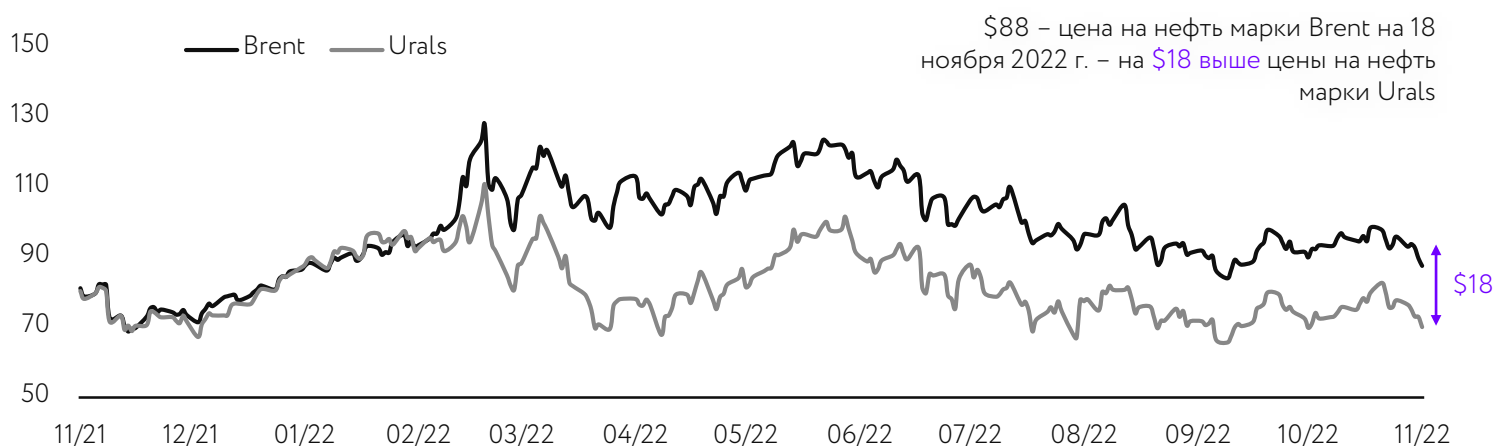
Цены на нефть показывают признаки охлаждения

Цены на нефть марки Brent сейчас находятся примерно на 30% ниже своего июньского пика, хотя в последние несколько недель они в основном держатся в районе \$85-90/барр. В целом нефть продолжает дешеветь – настроения инвесторов сейчас определяют опасения по поводу перспектив спроса со стороны Китая на фоне антиковидных ограничений.

Что касается российской нефти, дисконт Urals к Brent в

последние месяцы сохраняется в диапазоне \$18-22/барр., в то время как весенний скачок дисконта до \$30-35/барр. в моменте позволил нарастить поставки на рынки Индии и Китая, на которые пришлось около 45% российского экспорта нефти в мае. По прогнозу ЦБ РФ, цена на Urals к 2025 вернется к долгосрочному равновесному уровню в \$55/барр. против текущих значений около \$75/барр.

Спотовые цены на нефть марки Brent и Urals, \$/барр.



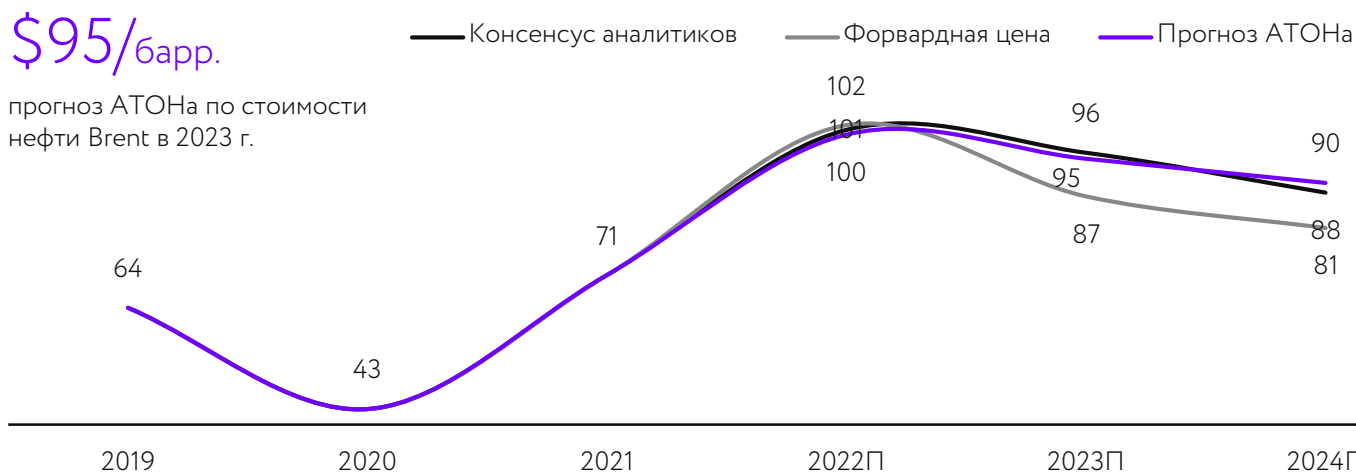
Фактор спроса. Значительная неопределенность в отношении мировой экономики и опасения начала глобальной рецессии усиливают риски снижения роста мирового спроса на нефть.

Фактор предложения. Недавно согласованное членами ОПЕК+ снижение поставок на 2 млн барр. в день должно способствовать снижению добычи до уровней, которые сбалансируют рынки, даже если сокращение не будет реализовано в полной мере.

Риски перебоев поставок на фоне вводимых ограничений могут оказать дополнительную поддержку стоимости нефти.

В настоящий момент мы считаем фундаментально обоснованной цену около \$95/барр. в 2023 – чуть ниже консенсуса аналитиков \$96.3/барр. и немного выше прогноза Минэнерго США в \$94.6/барр.

Прогноз и форвардная цена на нефть марки Brent, \$/барр.



Источник: ОПЕК, МЭА, оценки АТОНа

Ограничение добычи поддержит баланс на мировых нефтяных рынках

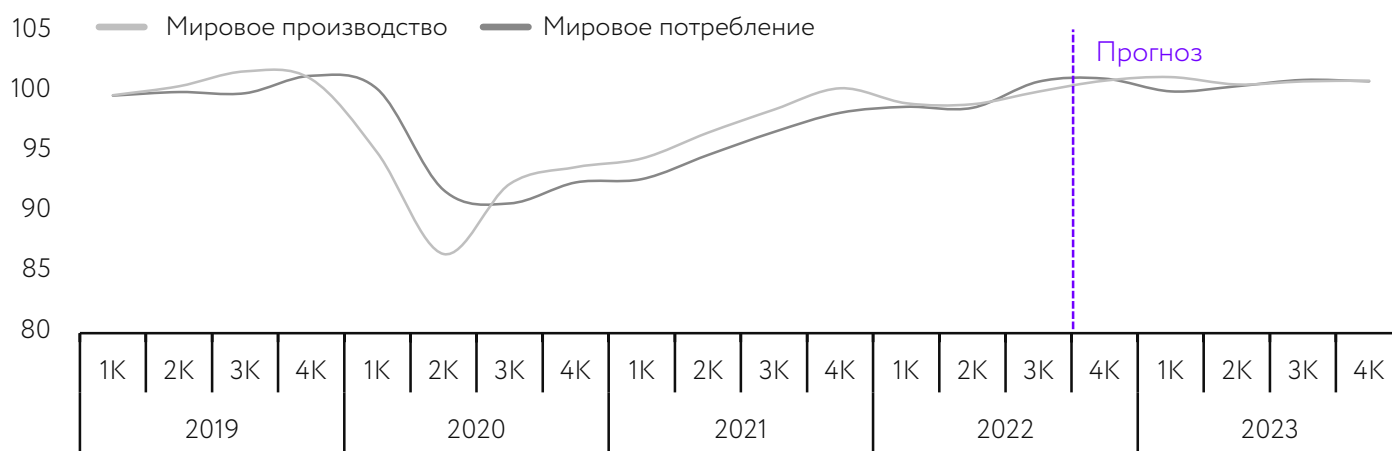
В последних месячных отчетах МЭА и ОПЕК немного понизили свои прогнозы по мировому спросу на нефть в 2023, ожидая восстановления всего на 1.6-2.2 млн барр. в сутки в следующем году на фоне растущих рисков замедления экономик США и Европы и рисков глобальной рецессии.

Рост предложения в 2023 г., по данным МЭА, может составить всего 0.7 млн барр. в сутки на фоне решения

ОПЕК+ снизить квоту на добычу нефти на 2 млн барр./сутки, а также вступления в силу эмбарго ЕС на российскую нефть.

Мы ожидаем, что рынок в целом останется сбалансированным с возможностью умеренного профицита в 4К22 и 1К23.

Мировой баланс производства и потребления жидких видов топлива, млн барр./сут.



Запасы нефти в странах ОЭСР восстанавливаются

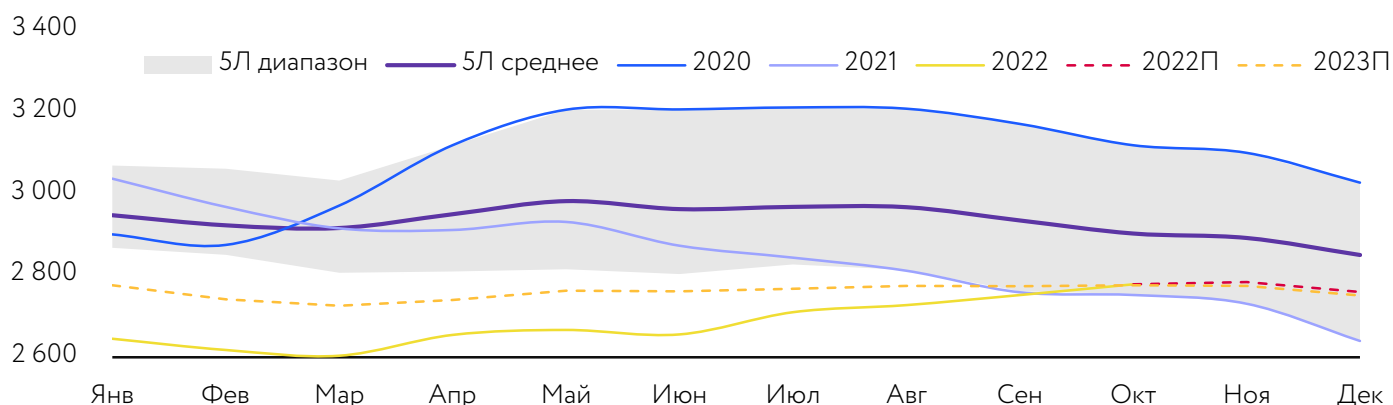
В октябре 2022 коммерческие запасы нефти стран ОЭСР выросли на 26 млн барр. по сравнению с сентябрем и составили 2 779 млн барр., что всего на 4% ниже их среднего значения за 5 лет и превышает уровень октября 2021. В сравнении со средним уровнем 2015-2019 гг., т.е. без учета эффекта аномально высоких запасов 2020 г., запасы в октябре были ниже более чем на 150 млн барр. (или на 5%).

ОПЕК ожидает, что спрос на нефть в странах Северной и

Южной Америки – членах ОЭСР покажет уверенный рост, а в США – превысит уровень 2019, в основном за счет восстановления спроса на топливо в транспортном секторе и роста спроса на легкие дистилляты. При этом в европейских и азиатских странах ОЭСР объем потребления не превысит уровня 2019 г.

По данным ОПЕК, рост мировых запасов нефти в 2022 г. демонстрирует переход от дефицита к профициту на рынке в 3К22.

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



Источник: ОПЕК, МЭА, оценки АТОНа

Производство отстает от целевых уровней ОПЕК+

В октябре производство нефти (без газового конденсата) в России составило 9.7 млн барр. в сутки, снизившись на 20 тыс. барр. в сутки м/м, в основном за счет снижения м/м объемов, приходящихся на Роснефть и ЛУКОЙЛ. Таким образом, Россия добывает примерно на 1.3 млн барр./сут. меньше уровня, разрешенного квотами.

В октябре члены ОПЕК+ приняли решение снизить добычу нефти для стран-участников ОПЕК и стран-партнеров, не входящих в ОПЕК, на 2 млн барр. в сутки относительно уровня августа, начиная с ноября 2022 года. При этом для России квоты будут сокращены на 0.5 млн барр./сут. до 10.5 млн барр. в сутки, что, впрочем не имеет особого значения, поскольку уровень добычи в стране в октябре не дотягивал до соответствующей квоты.

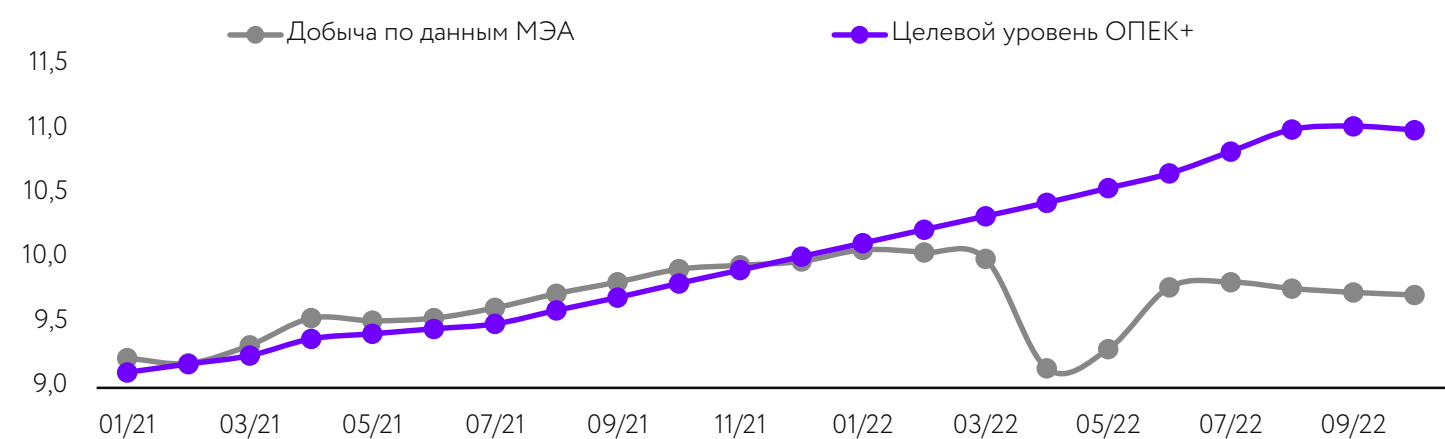
С 5 декабря 2022 г. вступает в силу эмбарго на поставки российской нефти в страны Европы. Также страны ЕС и

G7 планируют ввести потолок цен на российскую нефть, однако Россия неоднократно заявляла, что поставки нефти в страны, поддерживающие данное ограничение, осуществляться не будут. Тем не менее, по прогнозам ОПЕК, добыча нефти в России в 2023 г. превысит 10 млн барр. в сутки, что примерно соответствует средним значениям за последние 15 лет.

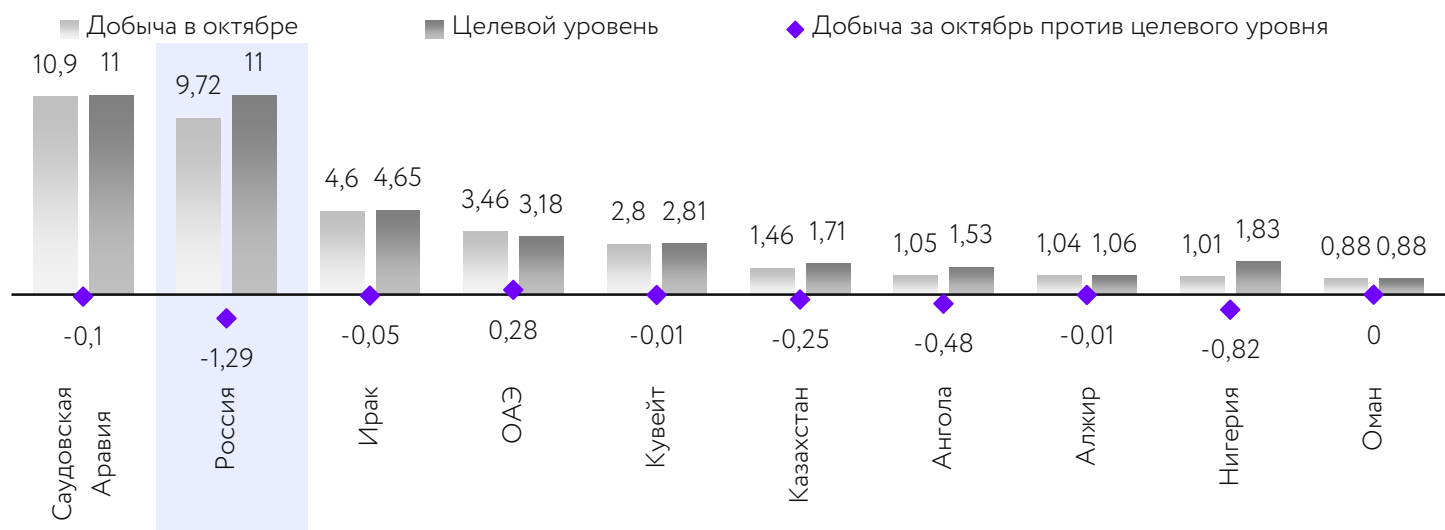
По словам вице-премьера РФ Александра Новака, добыча нефти в России в 2022 прогнозируется на уровне 530 млн т, в 2023 – 490 млн т.

В более долгосрочной перспективе добыча нефти и газового конденсата в России прогнозируется на уровне 10.1 млн барр. в сутки к 2027 и 10.5 млн барр. в сутки к 2030 (против 10.8 в 2021), при этом восстановление добычи ожидается за счет роста внутренних инвестиций, в том числе в проект Восток Ойл Роснефти (ожидаемый объем нефти до 115 млн т в 2033 г.).

Добыча нефти (без газового конденсата) в России, млн барр. в сутки



Добыча ОПЕК+ в октябре по сравнению с целевым уровнем, млн барр. в сутки



Источник: ОПЕК, МЭА, оценки АТОНа

Цены на газ в Европе вернулись к росту из-за опасений зимних холодов и перебоев в поставках

Котировки цен на газ в Европе (хаб ТТФ) упали с рекордных значений в августе 2022 (цена достигала \$3 550/тыс. куб. м) на фоне более теплой, чем обычно, погоды в Европе, отсрочки начала отопительного сезона, а также высокой заполненности ПХГ, при этом цены по-прежнему почти вдвое превышают средний показатель за 3 года.

В ноябре, однако, цены вернулись к росту – котировки ТТФ с начала месяца выросли на 62%, что связано с прогнозами похолодания в Европе, приостановкой добычи на месторождении Aasgard в Норвегии на фоне технологических проблем, а также опасениями по поводу перебоев в поставках СПГ из США вследствие июньской аварии на заводе Freeport LNG и затянувшихся ремонтных работ (около 70% экспорта завода приходилось на ЕС и Великобританию). Недавно были объявлены сроки возобновления производства

завода, что немного охладило цены (примерно на 4%).

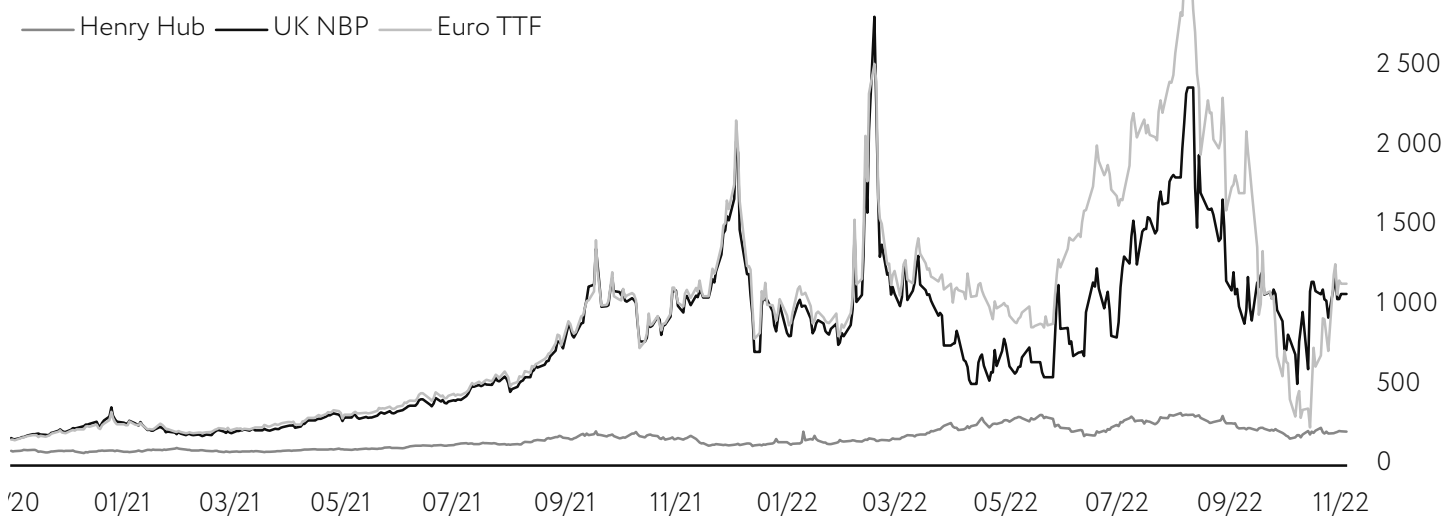
Поскольку некоторые страны Европейского союза требуют ограничения цен на природный газ, Еврокомиссия рассматривает варианты введения ценового коридора, который будет применяться к оптовой цене на газ на европейских биржах (фьючерсы ТТФ с поставкой на следующий месяц), чтобы помочь сдержать разрастающийся энергетический кризис и возможный скачок цен зимой.

В текущей ситуации газовый рынок является очень волатильным и трудно прогнозируемым, однако мы не ожидаем снижения равновесных цен ТТФ/NBP в среднесрочной перспективе ниже \$1 000/тыс. куб. м, что в целом совпадает с рыночными прогнозами.

Спотовые цены на газ,
\$/тыс. куб. м

\$1 142

цена на газ в Европе (ТТФ) на 18 ноября 2022 – на 78% выше 3-летнего среднего



Высокий уровень заполненности ПХГ не гарантирует успешное прохождение последующих зим

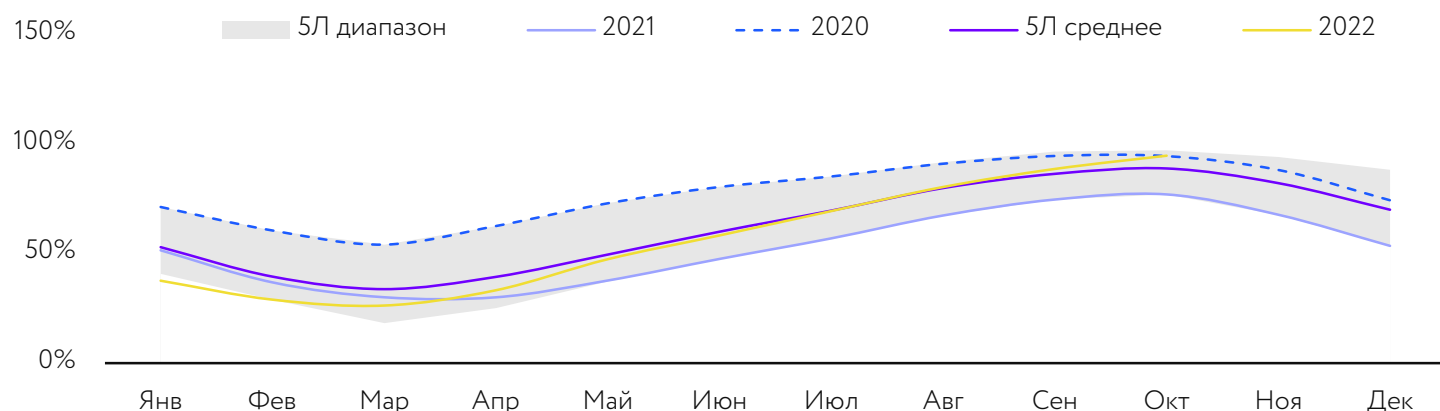
Заполненность газовых хранилищ Европы на конец октября составила 95% против 77% на тот же момент времени в прошлом году и среднего 5-летнего уровня 89%. Хранилища крупных европейских стран заполнены почти на 100% (Германии – на 99.5%, Франции – на 99.9%, Италии – на 95.5%) в том числе благодаря теплой погоде и снижению потребления электроэнергии.

В то же время отбор газа некоторыми европейскими странами уже начался, и, по данным GIE, отбор газа из

подземных хранилищ уже превысил закачку по состоянию на середину ноября.

Этой зимой нагрузка на хранилища Европы ожидается выше, чем в предыдущие годы, на фоне изменений в логистике и структуре источников газоснабжения, в то время как летом 2023 МЭА ожидает в Европе дефицита газа в размере 30 млрд куб. м в условиях прекращения поставок из России и роста спроса в Китае.

Заполненность газовых хранилищ в Европе,
%



Рекордный импорт СПГ частично компенсировал дефицит российского трубопроводного газа

Российский трубопроводный экспорт в ЕС в 3К22 упал на 70% г/г до менее 10 млрд куб. м – это самый низкий уровень как минимум за два десятилетия.

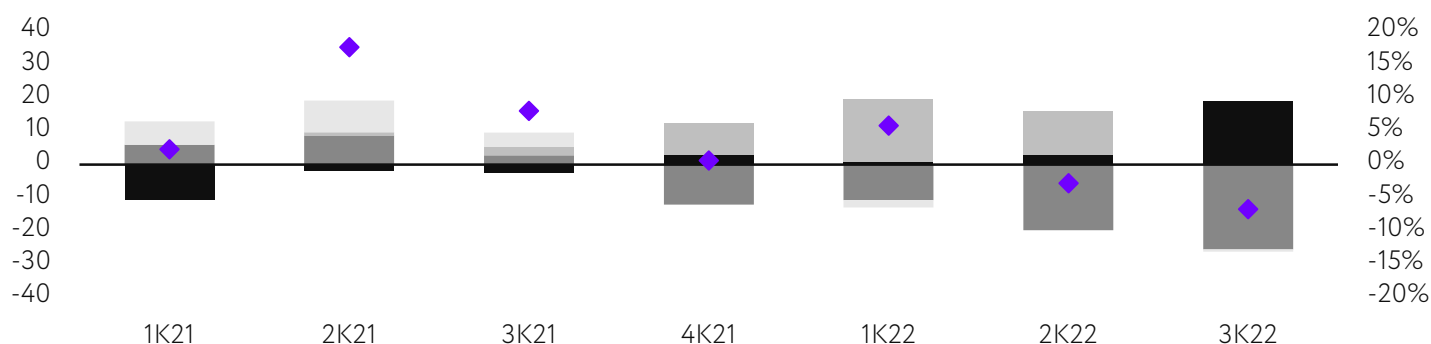
В 3К22 Европа практически компенсировала снижение трубопроводных поставок российского газа за счет СПГ из Азии и США (импорт СПГ за 8М22 превысил 110 млрд куб. м, увеличившись почти на 65% г/г).

В то же время Китай уже заявил о прекращении поставок СПГ в Европу для обеспечения зимнего отопительного сезона.

За 9М22 экспорт российского СПГ в ЕС увеличился на 50% до 15 млрд куб. м, при этом доля от общего импорта СПГ составила около 17% против 20% в 2021.

Годовое изменение квартального импорта природного газа в Европу,
млрд куб. м

■ Прочие трубопроводные потоки ■ Норвегия – трубопроводные потоки ■ Россия – трубопроводные потоки
■ СПГ ■ Годовое изменение общего объема импорта газа и трубопроводных поставок из Норвегии (прав.)

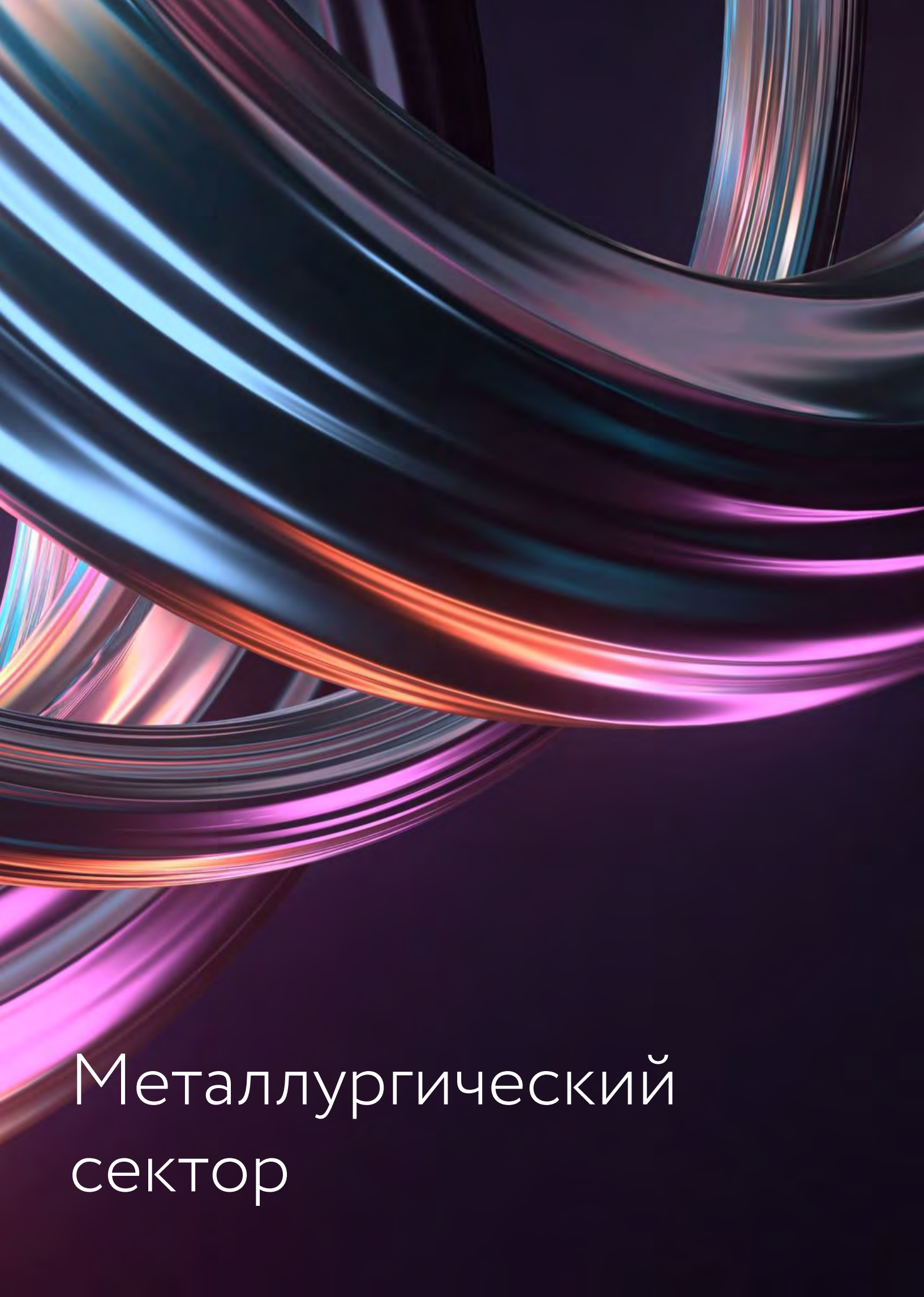


Источник: GIE, МЭА, Еврокомиссия, оценки АТОНа

Сравнительные мультипликаторы: российские нефтегазовые компании и международные аналоги

Компания	Страна	Кап-я \$ млн	EV/EBITDA		P/E		EV/выручка		Див. дох-ть
			2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П	12М
Российские НГ-компании									
Производители газа									
Газпром	Россия	66 069	1.9	1.9	1.6	1.7	0.6	0.6	25%
НОВАТЭК	Россия	53 551	6.8	6.8	6.2	6.1	2.6	2.4	7%
Производители нефти									
Роснефть	Россия	58 847	2.5	2.6	3.3	3.6	0.8	0.9	11%
ЛУКОЙЛ	Россия	53 510	1.7	1.8	2.5	2.7	0.3	0.3	27%
Татнефть	Россия	13 988	2.0	2.1	2.8	3.1	0.6	0.6	11%
Газпром нефть	Россия	36 405	2.4	2.6	2.9	3.2	0.8	0.9	18%
Средневзвеш. значение			3.0	3.1	3.2	3.4	1.0	1.0	17%
Медиана			2.2	2.4	2.9	3.2	0.7	0.8	15%
EM									
PetroChina	Китай	126 272	2.9	3.0	6.4	7.4	0.4	0.4	10%
Sinopec	Китай	71 425	3.5	3.4	7.1	7.2	0.2	0.2	11%
CNOOC	Китай	65 128	1.5	1.6	3.5	3.7	0.9	1.0	12%
ONGC	Индия	21 653	3.5	3.3	3.8	3.6	0.6	0.4	10%
Reliance Industries	Индия	216 873	17.5	14.4	27.2	23.7	2.8	2.4	0%
Petrobras	Бразил.	64 835	1.8	2.2	2.1	2.9	1.0	1.1	28%
Sasol	ЮАР	11 172	3.9	3.5	6.0	4.7	1.1	0.9	9%
Средневзвеш. значение			8.2	7.1	13.4	12.4	1.4	1.3	9%
Медиана			3.5	3.3	6.0	4.7	0.9	0.9	10%
DM									
Exxon Mobil	США	467 879	4.7	5.5	8.1	10.4	1.2	1.2	3%
Chevron	США	356 254	5.4	5.8	9.6	11.2	1.5	1.6	3%
ConocoPhillips	США	157 927	4.4	4.8	8.6	10.1	2.1	2.4	2%
Occidental Petroleum	США	64 642	4.2	4.9	6.2	8.7	2.5	2.9	1%
Imperial Oil	Канада	34 658	4.4	4.9	6.7	8.4	0.8	0.8	2%
Suncor Energy	Канада	48 214	3.4	3.7	5.4	6.5	1.3	1.4	4%
Canadian Nat Resources	Канада	66 568	4.3	4.7	6.5	7.7	2.4	2.7	4%
BP	Великобр.	107 345	2.5	3.0	3.8	5.6	0.7	0.7	4%
Total	Франция	159 222	2.6	3.0	4.4	5.4	0.6	0.6	5%
Eni	Италия	53 198	2.2	2.5	4.0	5.3	0.5	0.6	6%
Equinor	Норвегия	117 808	1.2	1.4	5.3	6.1	0.7	0.7	6%
Repsol	Испания	20 887	2.1	2.6	3.5	4.8	0.4	0.4	5%
OMV	Австрия	16 849	2.0	2.5	3.6	4.4	0.6	0.7	6%
Средневзвеш. значение			4.0	4.5	7.2	8.8	1.3	1.4	4%
Медиана			3.4	3.7	5.4	6.5	0.8	0.8	4%
Сланцевые компании, DM									
EOG Resources	США	83 791	5.6	5.4	9.9	9.3	3.3	3.3	4%
Pioneer Nat Resources	США	60 438	5.0	5.7	7.5	9.1	3.8	3.7	3%
Devon Energy	США	44 321	5.0	4.8	7.6	7.3	2.5	2.6	2%
Continental Resources	США	26 561	4.1	4.2	6.2	6.5	3.3	3.4	2%
Diamondback Energy	США	26 398	4.4	4.4	6.0	6.1	3.4	3.5	3%
Средневзвеш. значение			5.0	5.1	8.0	8.2	3.3	3.3	3%
Медиана			5.0	4.8	7.5	7.3	3.3	3.4	3%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОНа



Металлургический сектор

Инвестиционное резюме компаний российского горно-металлургического сектора

НЛМК: компания не попала под прямые санкции, что дает ей большую гибкость в операционной и финансовой деятельности. Ограничения на импорт российских слэбов в Европу должны вступить в силу только с сентября 2024 года – за это время компания должна успеть переориентироваться на новые рынки и скорректировать свою бизнес-модель. Поэтому инвестиционный кейс НЛМК нам видится как наиболее стабильный и понятный среди производителей стали. При условии сохранения текущей макроэкономической конъюнктуры мы считаем акции НЛМК предпочтительными для инвесторов в стальной сектор.

ММК: Основные отличия ММК от других российских публичных производителей стали заключаются в низкой вертикальной интеграции в сырье, а также ориентации на внутренний рынок. В текущих макроэкономических условиях такая специфика, на наш взгляд, является минусом для инвестиционного кейса компании из-за возросшей стоимости транспортировки материалов, а также перебоев с покупками сырья у иностранных поставщиков (из-за отказа ERG поставлять железорудное сырье ММК пришлось наращивать покупки у Металлоинвеста). Операционные результаты за 3К22 свидетельствуют о росте продаж на 17% г/г, результаты за 9М22 выглядят слабыми: -11% г/г по продажам и -12% г/г по производству.

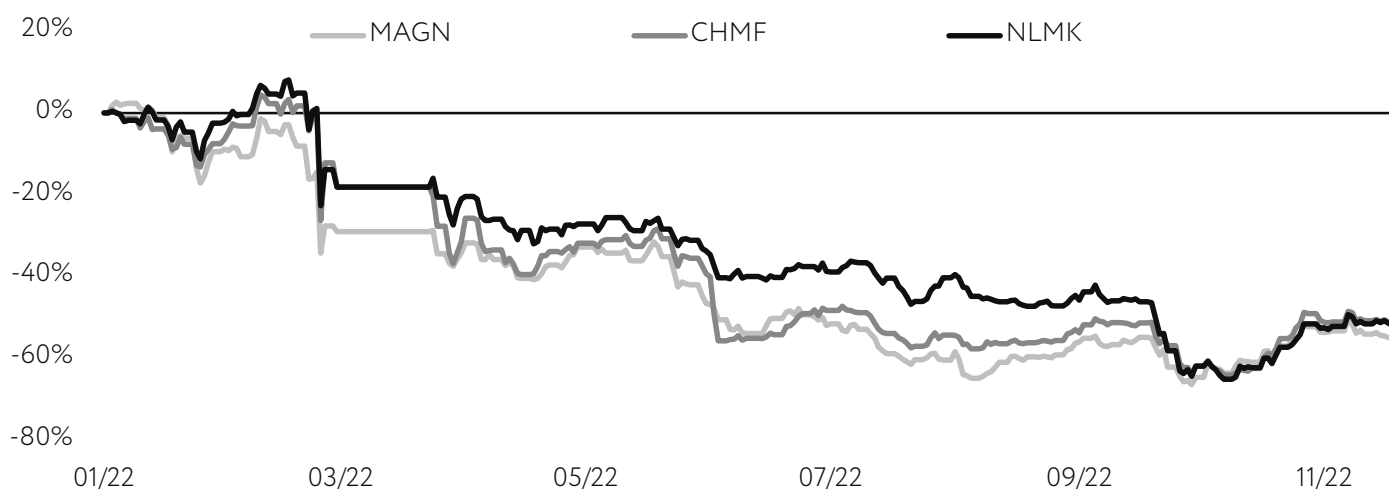
Северсталь: Северсталь тоже ориентирована на внутренний рынок, на который приходится 60% объемов продаж. Операционные результаты за 9М22 оказались несколько лучше наших ожиданий, показав рост продаж на 2% г/г при снижении выпуска стали на 8%. Несмотря на это, нам кажется, что снижение цен реализации и

рост транспортных расходов нивелируют положительный эффект от неплохих показателей продаж. Нам всегда нравилась Северсталь с ее гибким подходом к операционной и стратегической деятельности, но текущая макроэкономическая ситуация заставляет нас быть осторожными в оценке сектора.

АЛРОСА: Судя по продажам De Beers, рынок алмазов находится в неплохой форме – в 9-м цикле компания смогла реализовать продукции на \$450 млн, что превышает показатель прошлого года (\$438 млн). АЛРОСА приостановила публикацию операционных и финансовых результатов, что затрудняет фундаментальный анализ компании. В целом, нам кажется, что сегмент предметов роскоши, куда входят бриллианты, один из наиболее чувствительных к замедлению мировой экономики, поскольку в данной фазе цикла потребитель предпочитает накопления тратам на товары класса люкс.

Норникель: Норникель – одна из наиболее качественных историй на российском рынке, привлекающая инвесторов высокой долей в мировом объеме производства палладия (40%) и высококачественного никеля (20%). Этот факт, однако, не дает никаких гарантий, поскольку производственные планы Норникеля на 2023 г. пока еще остаются под вопросом, а кроме того, компания столкнулась с трудностями в доставке концентрата на свой перерабатывающий завод в Финляндии. Норникель торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 4.5x, что выглядит для нас достаточно высоким уровнем – дисконт к 5-летнему среднему сопоставим с иностранными аналогами, несмотря на страновые риски.

Динамика стоимости сталелитейных компаний с начала года, %



Источник: МосБиржа, оценки АТОНа

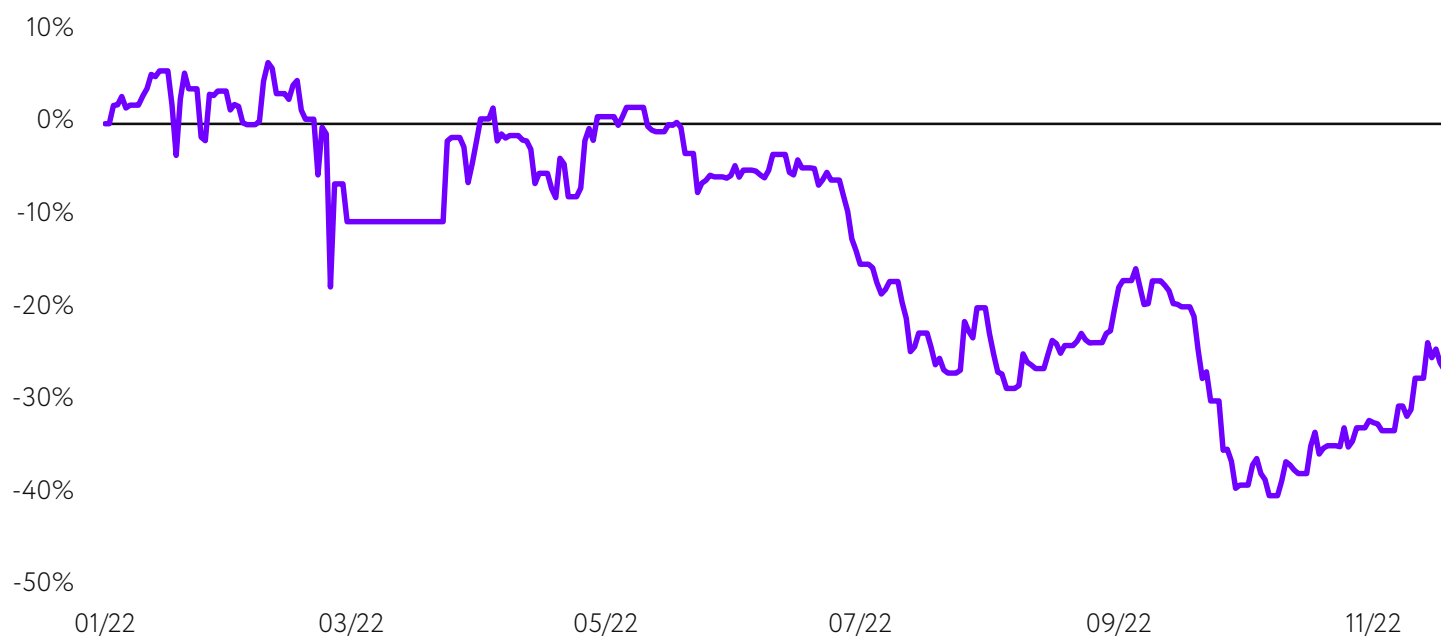
РУСАЛ: нам нравится инвестиционный кейс РУСАЛа, несмотря на временное давление, которое оказывают на финансовые результаты компании укрепление рубля и снижение цен на алюминий. Цены на энергоносители остаются высокими, несмотря на замедление потребления в Китае, и мы ожидаем, что это найдет отражение в ценах на алюминий в 2023 году. Текущий курс рубля нам также видится неоправданно высоким, и в 2023 г. мы ожидаем ослабления российской валюты до 65 рублей за доллар США. РУСАЛ успешно снизил долговую нагрузку и зависимость от дивидендных выплат от Норникеля, а также вернулся к практике дивидендных выплат. По скорректированному мультипликатору EV/EBITDA 2023 года (включающему долю в Норникеле) РУСАЛ торгуется на уровне 1.7х, что кажется нам неоправданно дешевым.

Фосагро: цены на удобрения снижаются – фосфорные удобрения (DAP Baltics) подешевели с \$900 до \$670 за

тонну, калийные удобрения (Potash Granular Brazil) – с \$1 100 до \$550 за тонну. Кроме того, на прогнозы по прибыли негативно влияет возможный рост налоговой нагрузки на сектор (пошлины на удобрения в размере 100 млрд руб. в год), а также крепкий рубль. Поэтому мы нейтрально смотрим на сектор удобрений в целом и на Фосагро в частности, несмотря на высокое качество активов компании, а также стабильные дивиденды. Компания решила не пропускать финальные дивиденды за 2021 год, тем самым подтвердив свою репутацию надежного плательщика.

Акрон: бумаги Акрона часто торгуются в отрыве от макроэкономического фона. Дальнейшая динамика стоимости компании будет напрямую зависеть от цен на газ и от того, насколько успешно Европа пройдет зимний период. Спекулятивная составляющая в бумагах Акрона, как и в ценах на газ, снизилась.

Динамика стоимости Норникеля с начала года, %



Цветные металлы и МПГ

Никель. Нехватка ликвидности на рынках никеля привела к высокой волатильности цен в последние недели. С конца октября по середину ноября цены взлетели почти на 40%, однако в последующие два дня растеряли весь рост. На данный момент энергетический кризис в Европе и замедление темпов роста в Китае оказывают давление на восстановление спроса в основных отраслях, потребляющих никель. В среднесрочной перспективе рынок электромобилей продолжит определять спрос на никель как сырье для производства литий-ионных аккумуляторов (для производства каждого автомобиля требуется 30-110 кг никеля). Основным источником спроса станет Китай, где производители начнут устанавливать в автомобили аккумуляторы с высоким содержанием никеля.

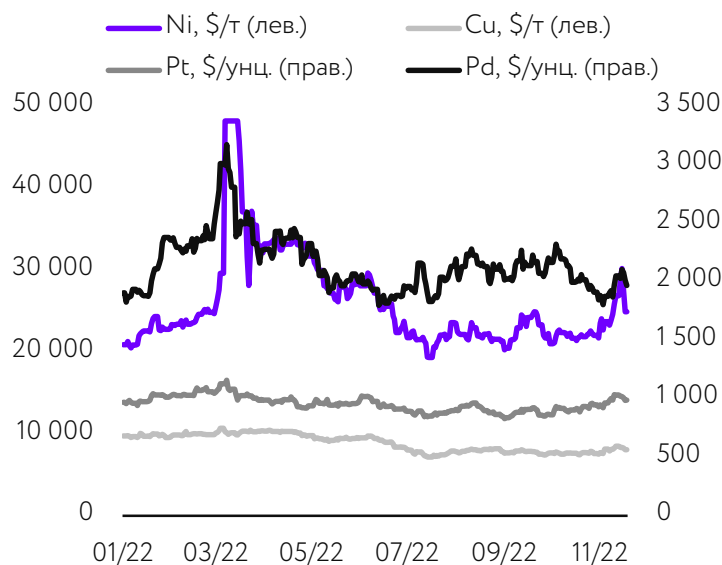
Медь. «Ковидные» ограничения в Китае усиливают опасения по поводу перспектив спроса на медь со стороны крупнейшего в мире потребителя, в то время как сокращение мирового предложения, обусловленное исторически низкими запасами, демонстрирует некоторое замедление. Мы нейтрально смотрим на медь, полагая, что цены на этот металл будут зависеть от мировых показателей инфляции и темпов роста основных экономик, включая Китай. Рынок меди выглядит в целом сбалансированным, несмотря на некоторое давление на добычу меди в последние годы вследствие истощения старых запасов. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе цены останутся вблизи уровня \$8 000/т.

Алюминий. После взлета до исторических максимумов в марте 2022 (около \$3 500/т) цены на металл скорректировались примерно до \$2 400/т. Наряду с

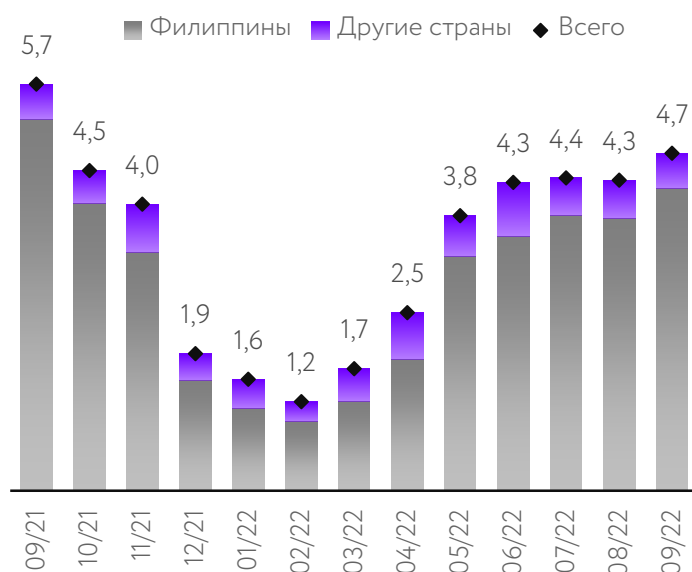
растущим потенциалом глобальной рецессии и укреплением доллара США давление на рынок оказало падение спроса со стороны Китая – крупнейшего в мире производителя и потребителя. Тем не менее мы считаем, что цены на алюминий все еще имеют потенциал роста до \$3 000/т из-за сохраняющихся высоких затрат на электроэнергию, которые увеличивают стоимость производства. Ослабление «ковидных» ограничений со стороны Китая может стать катализатором роста стоимости цен на алюминий. В долгосрочной перспективе спрос на алюминий выглядит стабильным ввиду развития автопрома, где, как ожидается, потребность в алюминии вырастет до 150-250 кг на автомобиль.

МПГ. Около 80% палладия используется в автомобильных катализаторах, и в условиях замедления экономического роста, оказывающего дополнительное давление на автопром, котировки металла практически не изменились по сравнению с январем 2022, торгуясь на уровне \$1 968/унц. По данным LCM Automotive, продажи легковых автомобилей в 2023 году все еще будут ниже уровня 2019 года, при этом крупные автопроизводители сокращают планы, ссылаясь на продолжающийся дефицит компонентов в цепочке поставок. Таким образом, мы не ожидаем существенного роста цен на палладий до улучшения перспектив глобального производства. На рынке платины, как мы ожидаем, сохранится структурный профицит, который, скорее всего, будет поглощен инвестиционным и промышленным спросом.

Цены на основные виды металлов, долл.



Китай: импорт никелевой руды, млн т

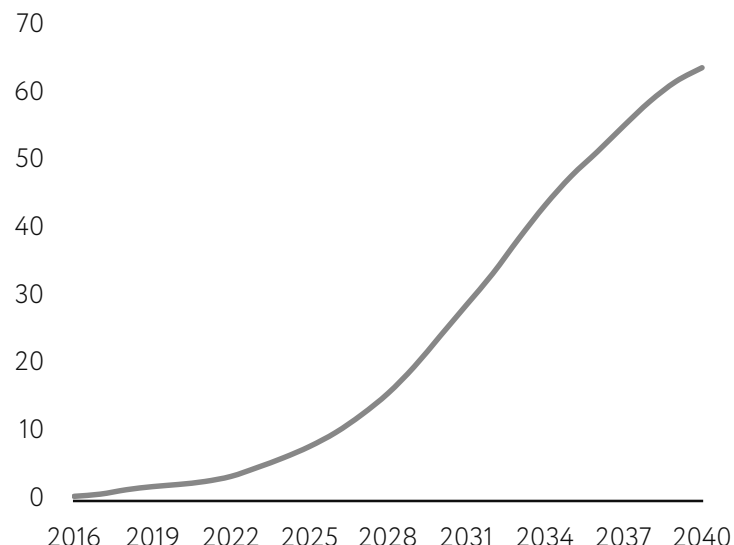


Ключевые графики: цветные металлы и МПГ

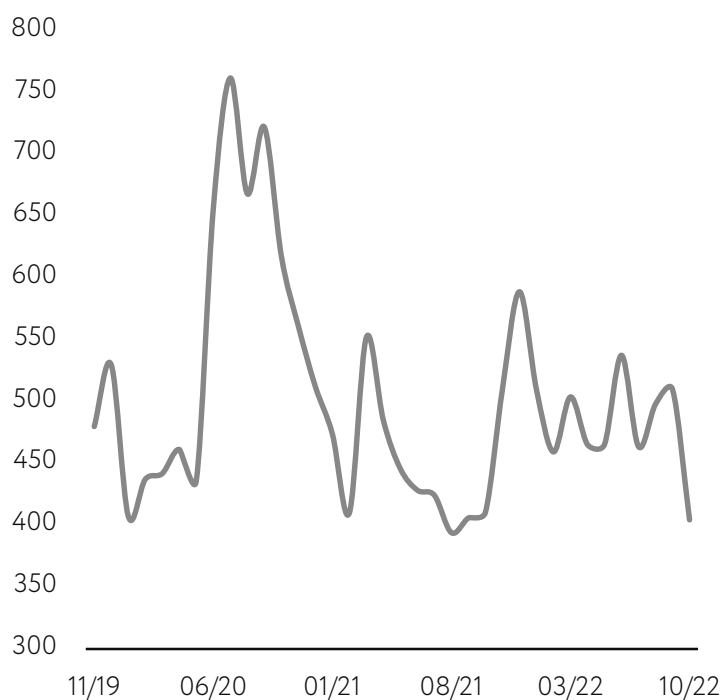
Продажи легковых ТС в мире,
млн ед.



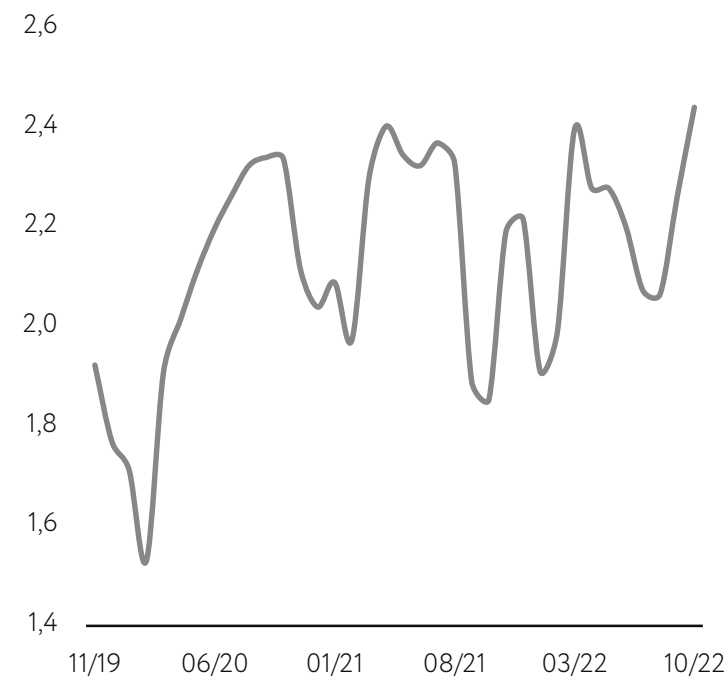
Исторические и прогнозные данные по продажам
электромобилей в мире,
млн ед. в год



Импорт необработанной меди в Китай,
тыс. т



Производство нержавеющей стали на основе никеля
в Китае,
млн т



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Сталь, коксующийся уголь, железная руда

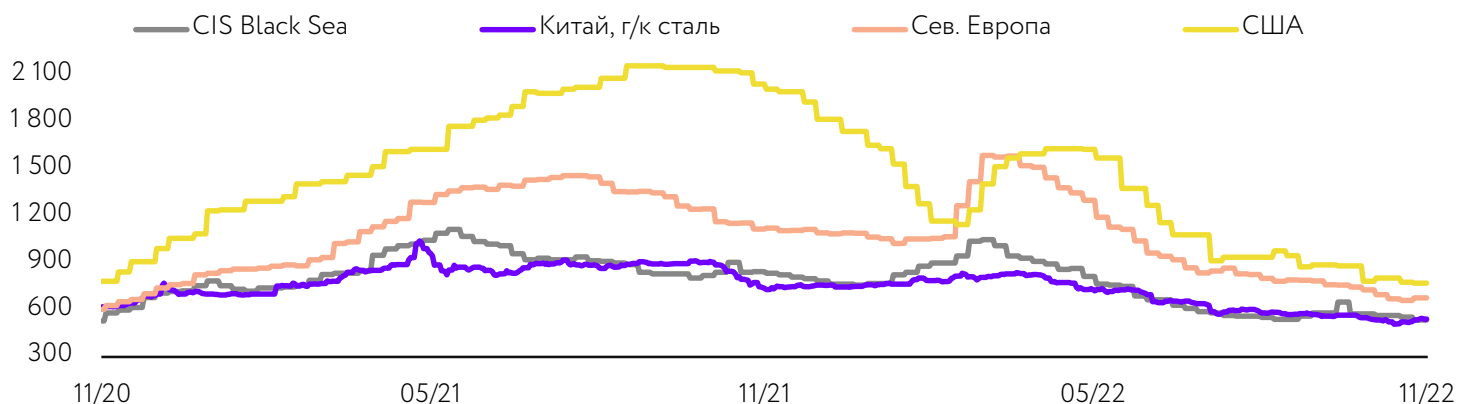
Сталь: логистические трудности. Объем выплавки стали в Китае в январе-октябре снизился на 2,2% г/г на фоне слабого потребительского спроса, причиной которого стали продолжающиеся «ковидные» ограничения и кризис недвижимости – в этих условиях производители сочли целесообразным закрыть часть производственных мощностей на техническое обслуживание. Глобальные сбои в цепочках поставок, вызванные запретом на импорт российского стального проката со стороны ЕС, и масштабный энергетический кризис также способствовали снижению спроса. Дорогая логистика и укрепление рубля сделали экспорт стали малоприбыльным почти для всех российских сталелитейных компаний. Мы ждем постепенного восстановления спроса в среднесрочной перспективе, в том числе по мере стабилизации строительного сектора в Китае, однако мировой рынок стальной продукции, скорее всего, останется сильно фрагментированным по регионам из-за имеющихся торговых ограничений.

Ограничение предложения угля поддерживает цены. Цены на коксующийся уголь остаются высокими на фоне ограничений поставок российского сырья. В то же время цена австралийского бенчмарка показывает тенденцию к снижению на фоне падения активности ввиду слабого спроса на сталь, а также низкого уровня закупок.

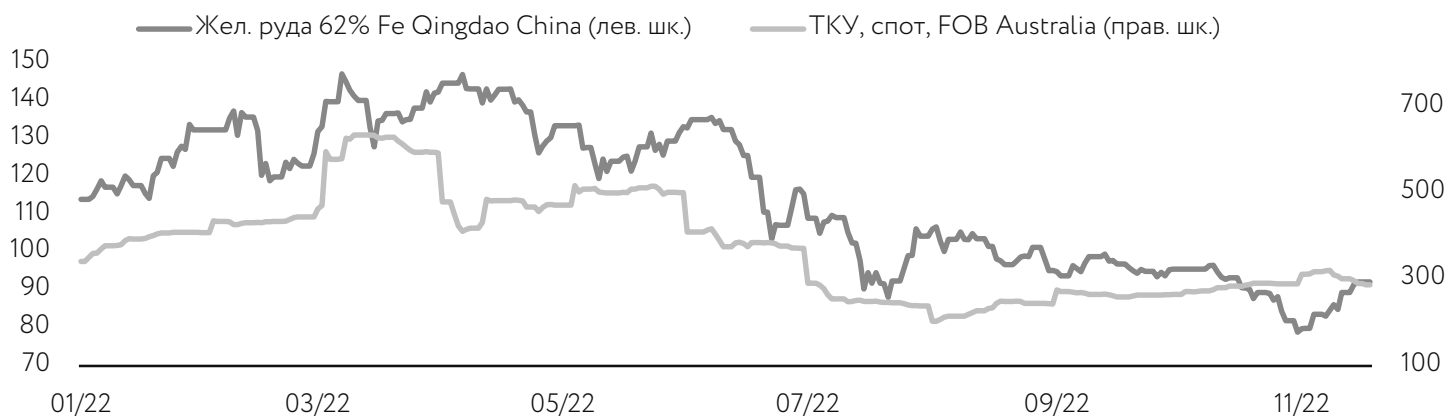
Недавнее замедление роста потребления в Китае компенсируется ограниченным предложением наряду с ростом спроса со стороны Европы из-за удорожания нефти и газа. В 2023 г. мы ожидаем сохранения цен австралийского бенчмарка на уровне \$250-280/т.

Спрос на железную руду остается под давлением. Цены на железную руду показывают признаки некоторого восстановления, находясь чуть выше \$90/т после падения до более чем двухлетнего минимума в начале ноября из-за растущих опасений по поводу мирового спроса на сталь. Поддержку котировками оказали новости о расширении финансовых инструментов для застройщиков в Китае (на сектор строительства приходится более трети общего спроса на сталь в Китае), но мы не ожидаем, что этот тренд будет устойчивым, учитывая приверженность Китая политике нулевого уровня COVID и введенные производственные ограничения на фоне низкой маржинальности производства стали. Учитывая замедление мирового спроса по мере ужесточения ДКП, а также разворачивающегося энергетического кризиса в Европе, мы не ожидаем существенного роста котировок в 2023 г. и видим цены на ЖРС на уровне \$100/т.

Цены на г/к сталь,
\$/т



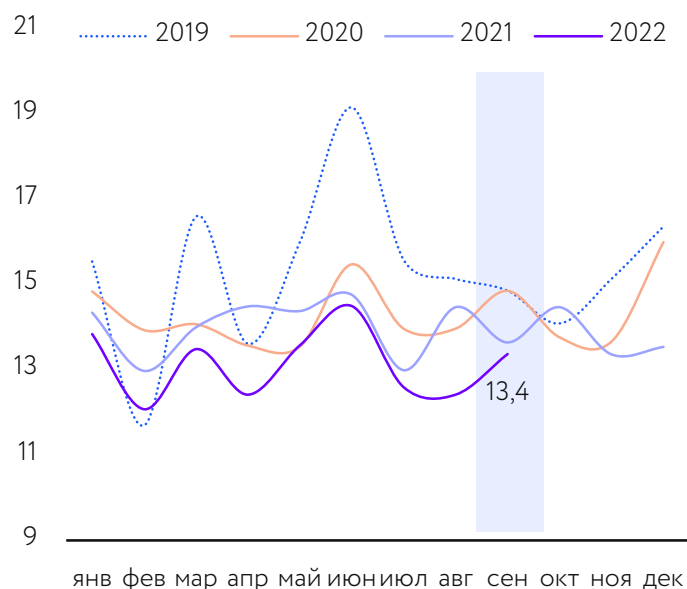
Цены на коксующийся уголь и железную руду с начала года,
\$/т



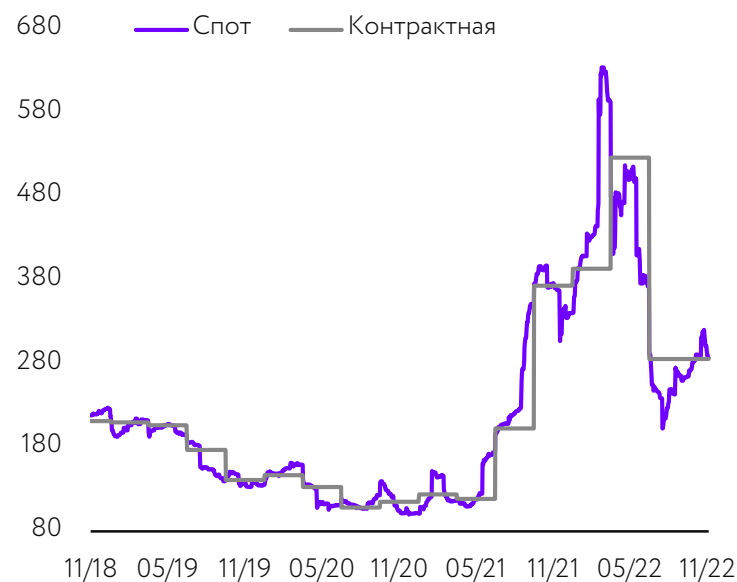
Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Ключевые графики: сталь и сырье

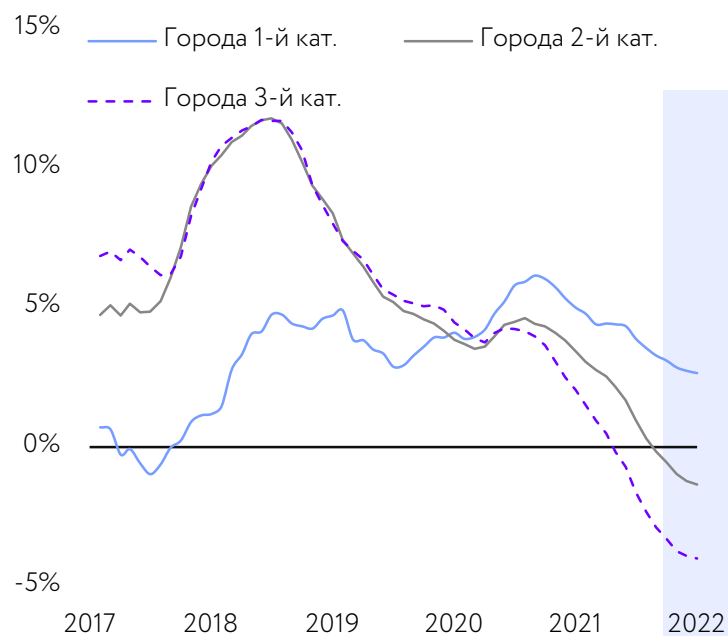
Австралия: экспорт твердого коксующегося угля по месяцам, млн т



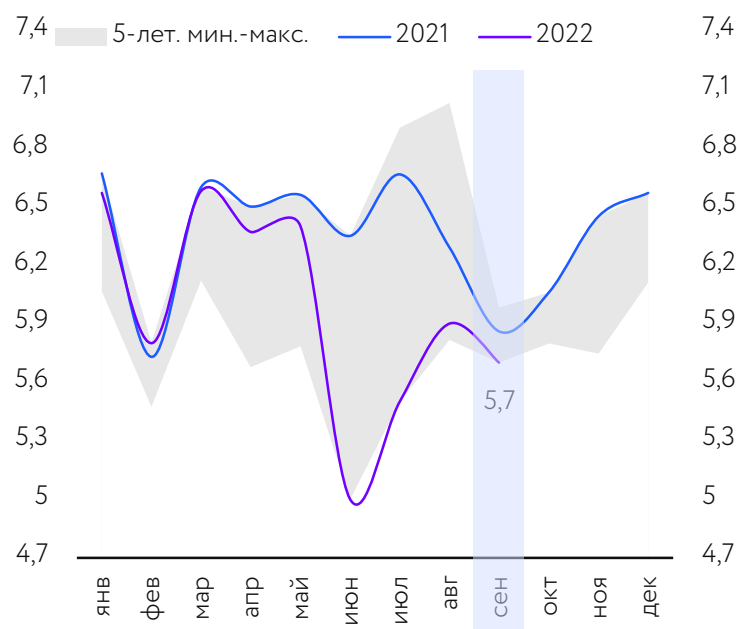
Твердый коксующийся уголь, FOB Australia, \$/т



Китай: цены на новую недвижимость, % г/г



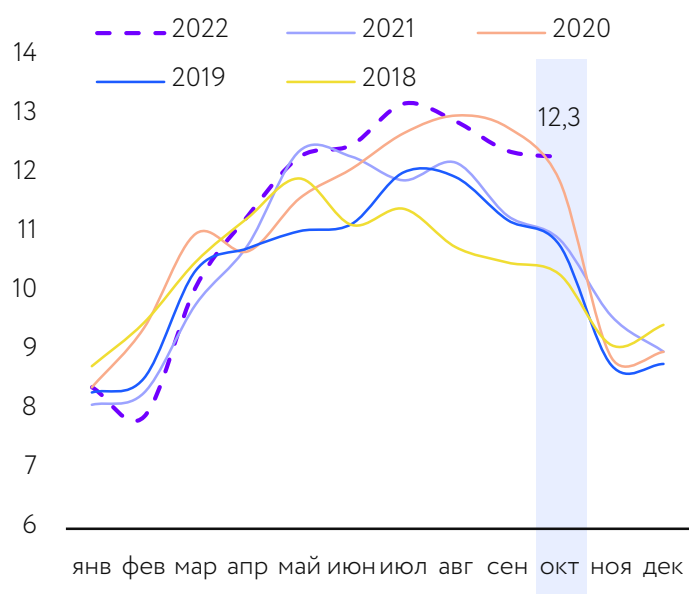
Россия: ежемесячное производство стали, млн т



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Ключевые графики: сталь и сырье (продолжение)

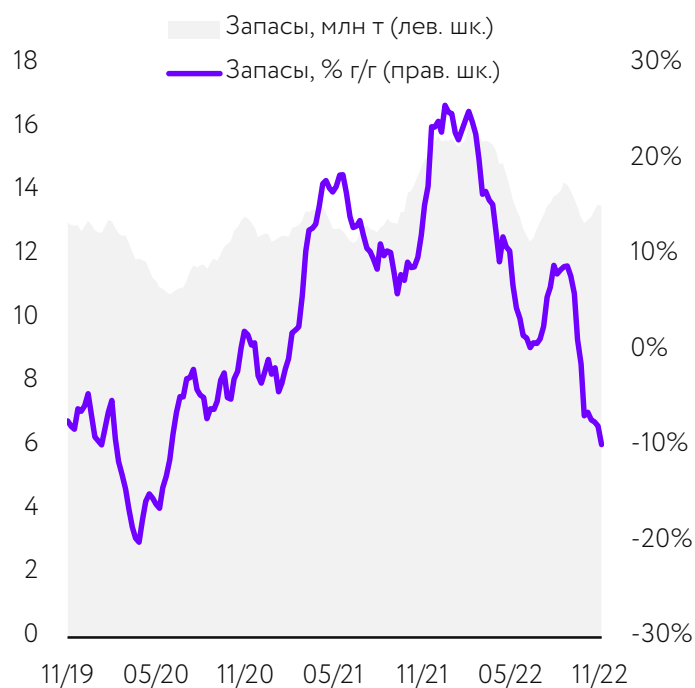
Россия: ж/д транспортировка стройматериалов, млн т



Китай: цены на железную руду с разным содержанием Fe, \$/т



Китай: запасы железной руды в портах, млн т



Китай: цены на сталь, \$/т



Источник: данные компаний, оценки АТОНа

Сравнительные мультипликаторы: АЛРОСА против международных аналогов

Компания	Посл. цена		Кап-я \$ млн	EV/EBITDA		P/E		EV/выручка		Див. дох-ть		% изм.	
				22П	23П	22П	23П	22П	23П	12М	3М	6М	1Г
АЛРОСА	RUB	65.5	7 961	4.9	4.2	7.2	6.0	2.1	1.9	11%	-7%	-7%	-48%
Производители алмазов				3.0	2.8	26.7	11.1	94%	1.1	4%	-15%	-9%	1%
Petra Diamonds	USD	94.0	221	1.1	1.8	3.2	6.7	0.6	0.7	0%	-4%	-16%	21%
Gem Diamonds	GBp	32	54	2.9	2.4	5.0	3.4	0.7	0.7	8%	-7%	-44%	-39%
Крупные производители золота				7.1	6.9	18.2	20.9	3.2	3.1	3%	8%	-15%	-12%
Barrick Gold	USD	16.2	28 598	6.9	6.8	19.9	21.1	3.4	3.3	4%	-1%	-24%	-16%
Newmont Mining	USD	46	36 710	8.6	8.3	24.4	26.1	3.3	3.3	5%	2%	-33%	-17%
Newcrest	AUD	20	12 051	6.7	6.8	14.4	20.2	3.2	3.0	2%	6%	-21%	-17%
Agnico Eagle	USD	50	22 700	8.7	8.0	22.7	26.1	4.0	4.0	3%	9%	-9%	-4%
AngloGold	ZAr	32 098	7 843	5.1	4.6	13.3	12.1	2.0	1.9	2%	27%	17%	1%
Производители золота ср. капитализации				5.8	5.1	17.9	17.6	2.0	2.0	2%	23%	-5%	-8%
Kinross Gold	USD	4.2	5 250	5.9	5.2	26.1	19.8	2.1	2.0	2%	14%	-9%	-33%
Fresnillo plc	GBp	894	7 963	9.4	7.7	42.8	32.1	3.3	3.1	3%	22%	11%	-2%
Gold Fields	ZAr	18 857	9 813	4.8	5.2	11.2	12.6	2.6	2.6	1%	27%	5%	12%
Buenaventura	USD	8.2	2 255	7.6	10.3	5.8	14.9	3.4	3.5	3%	45%	-4%	19%
Pan American	USD	16.0	3 369	10.1	6.1	отр.	25.9	2.1	2.1	1%	-4%	-28%	-39%
B2Gold	CAD	4.8	3 844	3.7	3.5	12.4	10.3	2.0	2.0	3%	9%	-10%	-8%
Yamana Gold	USD	5.3	5 132	6.9	7.1	22.6	28.8	3.5	3.6	4%	8%	0%	30%
Centerra	CAD	7.2	1 191	4.1	2.0	отр.	9.3	0.7	0.6	2%	19%	-32%	-23%
Centamin	GBp	107.7	1 506	4.2	3.7	10.7	13.0	1.6	1.6	4%	15%	25%	14%
Harmony	ZAr	6 178	2 229	4.5	4.1	11.1	11.5	0.9	0.9	5%	14%	11%	2%
IAMGOLD	USD	2.0	948	4.0	5.1	отр.	отр.	1.1	1.6	1%	43%	-14%	-38%
Eldorado	CAD	10.3	1 428	4.7	3.8	отр.	16.5	1.8	1.6	0%	28%	-3%	-12%
New Gold Inc.	USD	1.1	771	5.4	3.0	отр.	16.9	1.5	1.1	0%	59%	-16%	-24%
Производители МПГ				4.4	4.6	8.1	7.8	2.1	1.9	8%	12%	-10%	-14%
Anglo Plat	ZAr	164 275	25 442	5.1	5.3	8.6	8.7	2.4	2.2	9%	30%	8%	6%
Impala Platinum	ZAr	20 099	10 006	3.0	3.0	5.3	5.5	1.2	1.2	8%	7%	0%	4%
Hochschild Mining	GBp	68.1	423	2.4	2.1	46.9	8.1	0.8	0.8	5%	-1%	-39%	-51%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОНа

Сравнительные мультипликаторы: российские производители цветных металлов и МПГ против международных аналогов

Компания	Посл. цена	Кап-я		EV/EBITDA		P/E		Див. дох-ть	EV/выручка			% изм.	
		\$ млн		22П	23П	22П	23П	12М	22П	23П	3М	6М	1 год
Норникель	RUB	14 660	36 990	4.6	4.5	5.9	5.8	8%	2.5	2.5	-5%	-27%	-34%
РУСАЛ	RUB	37.8	9 474	2.1	1.7	8.3	6.3	7%	0.4	0.4	-23%	-37%	-48%
Мир. диверс. производители				3.9	4.8	6.8	9.3	10%	2.1	2.4	9%	-7%	20%
BHP Billiton	AUD	44.2	150 960	3.6	5.1	7.0	10.6	12%	2.3	2.8	5%	3%	29%
Rio Tinto	GBp	5 410	108 168	4.2	5.1	7.5	9.7	9%	2.1	2.3	9%	-4%	17%
Vale	USD	15.1	72 257	3.8	4.1	4.8	6.4	12%	1.9	2.0	12%	-14%	19%
Anglo American	GBp	3 212	47 574	3.9	4.1	7.6	8.6	6%	1.6	1.6	10%	-13%	14%
Медь / никель				7.4	7.7	16.6	20.4	4%	3.2	3.3	8%	-11%	-6%
Antofagasta	GBp	1 356	16 162	7.3	6.8	26.6	24.6	2%	3.5	3.4	16%	-7%	-8%
Vedanta	INR	317	14 409	3.5	4.5	5.6	9.0	11%	1.3	1.3	19%	4%	-14%
Lundin Mining	CAD	8.2	4 747	4.3	4.2	12.1	13.2	5%	1.7	1.8	12%	-24%	-20%
Freeport-McMoran	USD	38.0	54 372	7.3	7.7	16.7	25.2	2%	3.0	3.0	14%	1%	-1%
Grupo Mexico	MXN	72.9	29 251	5.1	5.3	10.5	11.4	8%	2.6	2.6	-9%	-27%	-16%
Southern Copper	USD	59.4	45 883	10.4	11.1	19.7	22.1	6%	5.3	5.4	17%	-3%	0%
Jiangxi Copper	HKD	10.9	6 902	6.5	7.4	9.0	12.0	4%	0.2	0.2	8%	-11%	-19%
First Quantum Minerals	CAD	31.2	16 138	7.0	7.5	16.7	30.0	1%	3.1	3.2	18%	-10%	9%
Aurubis AG	EUR	75.0	3 504	4.0	5.2	8.6	11.2	3%	0.2	0.2	16%	-12%	-3%
OZ Minerals	AUD	27.4	6 172	14.3	10.8	43.8	25.1	1%	5.4	4.7	4%	18%	4%
Eramet	EUR	76.5	2 286	2.2	3.2	2.4	4.2	7%	0.7	0.7	-26%	-45%	0%
МПГ				4.4	4.6	8.1	7.8	8%	2.1	1.9	12%	-10%	-14%
Anglo Plat	ZAr	164 275	25 442	5.1	5.3	8.6	8.7	9%	2.4	2.2	30%	8%	6%
Impala Platinum	ZAr	20 099	10 006	3.0	3.0	5.3	5.5	8%	1.2	1.2	7%	0%	4%
Hochschild Mining	GBp	68.1	423	2.4	2.1	46.9	8.1	5%	0.8	0.8	-1%	-39%	-51%
Алюминий				4.4	5.0	8.7	10.7	3%	0.7	0.7	-2%	5%	1%
Hindalco Industries	INR	441	12 126	4.8	5.7	6.8	8.6	1%	0.7	0.7	2%	11%	-1%
Yunnan Aluminium	CNY	10.2	4 932	5.1	4.6	7.8	6.8	2%	0.9	0.8	-10%	-7%	-9%
Norsk Hydro	NOK	73.4	15 326	3.8	5.4	6.4	10.7	11%	0.7	0.8	8%	3%	23%
Alcoa	USD	48.5	8 583	4.6	5.6	9.3	12.5	1%	0.8	0.9	-15%	-20%	-4%
Aluminium Corp of China	HKD	3.1	9 807	6.3	6.4	11.1	11.4	1%	0.5	0.5	2%	-9%	-22%
Shandong Nanshan	CNY	3.5	5 731	5.0	4.7	10.8	10.1	2%	1.0	0.9	-4%	3%	-23%
Alumina Ltd	AUD	1.6	3 033	н.д.	н.д.	23.5	27.3	5%	н.д.	н.д.	-2%	-6%	-17%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОHa

Сравнительные мультипликаторы: российские сталелитейные компании и международные аналоги

Компания	Посл. цена		Кап-я \$ млн	EV/EBITDA		P/E		Див. дох-ть 12М	EV/выручка		% изм.		
				22П	23П	22П	23П		22П	23П	3М	6М	1 год
ММК	RUB	30.9	5 698	1.7	2.3	2.6	3.9	7%	0.5	0.5	-20%	-21%	-51%
НЛМК	RUB	106.6	10 534	2.7	3.0	3.2	3.7	11%	0.9	0.9	-13%	-29%	-52%
Северсталь	RUB	795.0	10 899	3.1	3.6	4.1	5.2	8%	1.2	1.2	-9%	-25%	-52%
Австралия				2.1	4.6	3.2	10.9	5%	0.4	0.5	-9%	-17%	-16%
Bluescope Steel	AUD	17.2	5 384	1.9	3.8	2.9	7.6	3%	0.4	0.5	2%	-5%	-17%
Sims MM	AUD	12.6	1 643	2.9	7.3	4.3	21.5	7%	0.3	0.4	-19%	-30%	-16%
Северная Америка				4.0	6.6	5.1	10.7	1%	0.9	1.1	3%	12%	30%
Allegheny Tech	USD	29.2	3 784	9.9	8.9	13.0	12.5	н.д.	1.4	1.3	-12%	11%	82%
Commercial Metals	USD	48.1	5 643	4.3	5.3	н.д.	7.5	1%	0.8	0.8	10%	23%	42%
Nucor	USD	149.7	38 412	3.7	7.0	5.1	11.1	1%	1.0	1.3	4%	16%	29%
Reliance Steel	USD	211.6	12 418	5.1	7.3	7.0	10.6	2%	0.8	1.0	8%	13%	31%
Schnitzer	USD	33.3	897	3.9	6.8	5.0	18.6	2%	0.4	0.4	-10%	-15%	-39%
Steel Dynamics	USD	104.0	18 251	3.4	6.2	4.6	9.8	1%	0.9	1.1	20%	29%	60%
US Steel	USD	26.0	6 093	1.6	4.0	2.3	11.6	1%	0.3	0.4	1%	6%	4%
Европа				2.5	4.2	3.5	8.1	6%	0.5	0.6	12%	-11%	-3%
Erdemir	TRY	42.1	7 914	5.0	6.6	7.7	10.3	11%	1.3	1.4	45%	31%	82%
ArcelorMittal	EUR	25.6	23 348	2.1	4.1	2.4	7.1	2%	0.4	0.5	8%	-10%	-2%
Outokumpu	EUR	4.7	2 218	1.7	4.2	2.6	9.8	6%	0.2	0.3	15%	-9%	-16%
Voestalpine	EUR	26.2	4 857	3.1	3.2	4.3	4.6	4%	0.5	0.4	30%	-4%	-15%
Aperam	EUR	28.8	2 394	2.5	4.5	3.2	7.0	7%	0.3	0.4	0%	-21%	-36%
ThyssenKrupp AG	EUR	5.2	3 394	0.2	0.3	3.6	8.7	3%	0.0	0.0	-4%	-37%	-51%
KloECKner	EUR	9.2	956	4.2	8.0	4.7	35.1	7%	0.2	0.2	-1%	-20%	-10%
Salzgitter	EUR	27.0	1 686	1.7	3.9	1.7	7.0	3%	0.2	0.3	5%	-29%	-3%
SSAB	SEK	58.6	5 680	1.6	4.0	2.7	7.7	13%	0.4	0.5	13%	1%	27%
Япония				4.9	5.6	14.7	9.5	5%	0.7	0.7	4%	5%	8%
Daido Steel	JPY	4 385	1 367	5.5	6.7	6.1	6.4	4%	0.6	0.7	11%	25%	5%
Hitachi Metals	JPY	2 176	6 698	8.2	9.4	59.4	30.3	0%	1.0	1.1	4%	6%	2%
JFE Holdings	JPY	1 548	6 826	4.6	5.8	3.3	6.1	9%	0.6	0.6	4%	1%	8%
Kobe Steel	JPY	631	1 795	4.5	5.4	4.2	4.7	4%	0.4	0.4	1%	-6%	6%
NSSMC	JPY	2 259	15 403	4.0	4.4	3.7	3.8	6%	0.6	0.6	5%	8%	22%
Китай				8.8	8.6	14.9	14.6	5%	1.2	1.3	-12%	-32%	-33%
Angang Steel	HKD	2.2	3 445	6.0	5.0	11.8	7.9	4%	0.3	0.3	-15%	-37%	-41%
Maanshan I & S	HKD	1.7	2 829	9.0	6.9	11.5	7.8	7%	0.5	0.5	-21%	-43%	-42%
China Steel Corp	TWD	28.8	14 666	9.4	9.8	16.4	17.5	5%	1.6	1.6	-1%	-15%	-15%
Индия				4.2	7.8	5.6	15.7	3%	1.2	1.1	11%	24%	2%
JSP	INR	520.8	6 506	3.7	6.5	6.0	11.2	0%	1.2	1.3	29%	37%	36%
JSW Steel	INR	726	21 496	5.7	10.9	7.7	24.1	1%	1.6	1.5	12%	37%	7%
Steel Authority	INR	83.4	4 216	2.3	5.5	2.5	11.3	9%	0.5	0.5	5%	17%	-24%
Tata Steel	INR	106	15 884	2.8	4.8	3.3	7.3	2%	0.8	0.8	0%	6%	-10%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОНа

Сравнительные мультипликаторы: российские производители удобрений и международные аналоги

Компания	Посл. цена	Кап-я		EV/EBITDA		P/E		Див. дох-ть	EV/выручка		% изм.		
		\$ млн		22П	23П	22П	23П	12М	22П	23П	3М	6М	1Г
Фосагро	RUB	6 444	13 778	3.5	3.9	4.7	5.5	14%	1.7	1.8	-18%	-11%	11%
Калий / фосфаты				3.7	4.3	5.2	6.1	7%	1.5	1.6	-13%	-14%	44%
Nutrien	USD	80.1	41 892	4.2	4.8	5.3	6.4	3%	1.4	1.5	-21%	-18%	17%
Mosaic	USD	50.6	17 228	3.2	3.9	4.0	5.2	1%	1.1	1.2	-18%	-15%	41%
K+S	EUR	21.5	4 270	1.8	2.3	2.8	4.1	7%	0.8	0.8	-6%	-24%	29%
Israel Chemicals	ILs	2 875	10 821	3.3	4.8	4.6	7.3	11%	1.3	1.5	-19%	-21%	-3%
Soc Quimica Y Min	USD	99.4	26 535	4.5	4.5	7.1	6.9	6%	2.5	2.3	-4%	3%	63%
Азот / NPK				4.6	5.6	6.6	8.3	7%	2.0	2.3	-5%	-2%	14%
Yara	NOK	466	11 973	3.2	4.1	4.5	6.2	11%	0.6	0.7	8%	-8%	1%
CF Industries	USD	106.3	20 857	4.1	5.0	5.9	7.4	1%	2.2	2.5	-9%	7%	66%
Coromandel Fert	INR	920.4	3 312	11.1	9.4	17.2	14.2	1%	1.3	1.0	-11%	-2%	12%
Pivot	AUD	4.1	5 343	5.0	5.3	8.0	8.8	6%	1.6	1.4	-1%	11%	26%
Saudi Arabian Fert	SAR	138.4	17 531	5.1	6.8	6.8	9.7	6%	3.0	3.9	-19%	-5%	-14%
Другие аналоги				2.5	2.5	4.3	4.4	5%	0.5	0.5	-21%	-22%	-18%
Intrepid Potash	USD	36.0	485	2.9	3.5	5.6	7.8	n/a	1.4	1.4	-35%	-45%	-20%
Anhui Sierte Fert	CNY	8.1	962	6.2	6.0	11.5	11.1	3%	1.2	1.2	-26%	-6%	-26%
Sinofert Holdings	HKD	0.9	818	3.5	3.4	5.1	4.9	7%	0.3	0.3	-12%	-25%	-20%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОНа

The background features several overlapping, organic, teardrop-like shapes. The shapes on the left and bottom are a warm, metallic gold color, while the shapes on the right and top are a deep teal or dark blue. The overall composition is abstract and modern.

Золото

Позитивно смотрим на перспективы золота в 2023 году

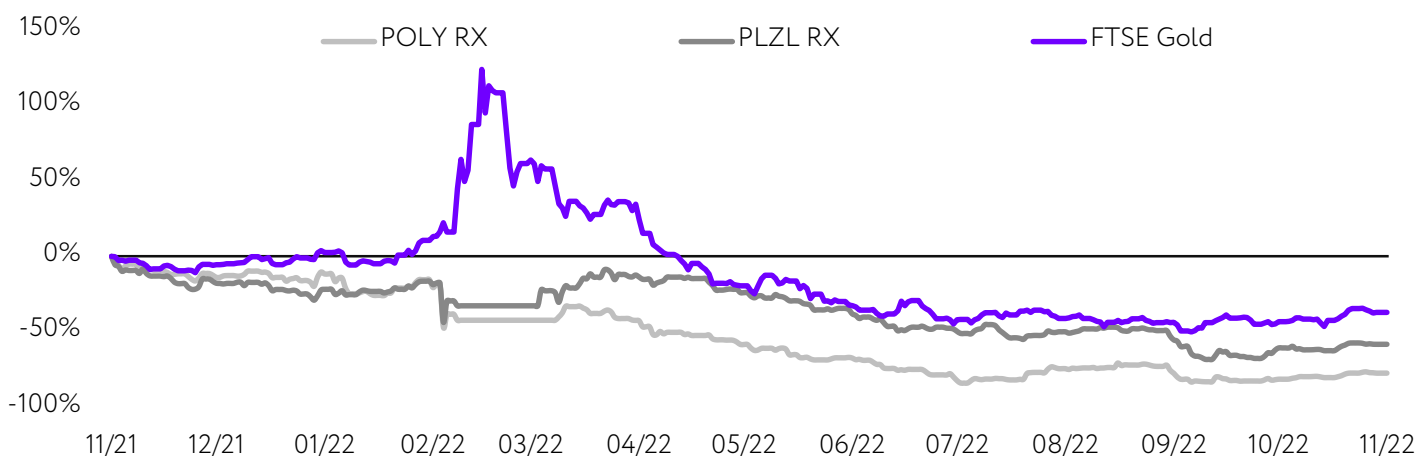
Полюс. Компания остается российским и мировым лидером по запасам и себестоимости производства (\$435 на унцию TCC и \$825 AISC). Мы считаем, что инвестиции в Полюс больше подходят консервативным инвесторам, желающим иметь в своем портфеле акции золотодобывающей компании, которые имеют наименьшую чувствительность к колебаниям цен на золото. Полюс торгуется по 4.8x EV/EBITDA, что предполагает 31% дисконт к 5-летнему среднему.

Полиметалл. Компания перестала рассматривать сценарий продажи российских активов. Именно риски, связанные с оценкой такой сделки, а также неопределенность условий разделения компании оказывали давление на бумаги Полиметалла. В операционном плане компания выглядит неплохо и сохраняет свои прогнозы по производству (1.7 млн унций в 2023-24) и по себестоимости. Мы видим большой потенциал для роста в бумагах Полиметалла, чем в

Полюсе. Помимо восстановления цен на золото, на бумагах должна положительным образом сказаться переоценка корпоративных рисков компании. Полиметалл торгуется по 3.4x EV/EBITDA, что предполагает 49% дисконт к 5-летнему уровню.

Золото. Мы позитивно смотрим на перспективы золота в 2023 году. Разворот цены произошел немного раньше, чем мы ожидали – после позитивных данных о замедляющейся инфляции в США (а не при снижении ставок ФРС). Несмотря на это, мы считаем, что потенциал для дальнейшего роста цены сохраняется, и ожидаем, что средняя цена в 2023 году составит \$1 900 за унцию, что несколько выше текущего консенсуса в \$1 821 за унцию. Золото по-прежнему обладает защитными свойствами, и мы считаем, что инвесторы должны иметь бумаги золотодобывающих компаний в своем портфеле на 2023 год.

Динамика золотодобывающих компаний против индекса FTSE Gold



Прогнозы АТОНа против консенсуса и форвардной цены



Источник: Investing, оценки АТОНа

Распродажи биржевых фондов затмили сильный спрос со стороны мировых ЦБ

+28% г/г

составил рост спроса на золото в 3К22, достигнув 1 181 тонны. Спрос в этом году в основном был обусловлен бегством в сторону более безопасных активов на фоне ускоряющейся инфляции. Основными драйверами роста выступили центральные банки, которые купили около 400 тонн золота (около \$20 млрд). Крупнейшими потребителями стали Турция, Индия, Узбекистан и Катар.

Несмотря на это, цена на золото оставалась очень волатильной, падая ниже уровней в \$1 650 за унцию из-за продолжающихся продаж золота со стороны биржевых фондов. Главной причиной явилось агрессивное повышение процентных ставок со стороны ФРС США. Это, в свою очередь, способствовало росту стоимости доллара, а также увеличению привлекательности активов с фиксированной доходностью.

Позитивные данные о замедляющейся инфляции способствовали развороту цены на золото вплоть до уровней \$1 850 за унцию. Мы считаем, что разворот политики ФРС и снижение ставок в США станут основной причиной роста цен на золото во 2П23.

Цена на золото коррелирует с объемом металла в биржевых фондах



Зависимость цен на золото от доходности суверенных облигаций США



Источник: Investing, Yahoo Finance, оценки АТОНа

Огромный потенциал спроса со стороны центральных банков

В условиях повышенной экономической и геополитической неопределенности центральные банки имеют большой потенциал формирования спроса.

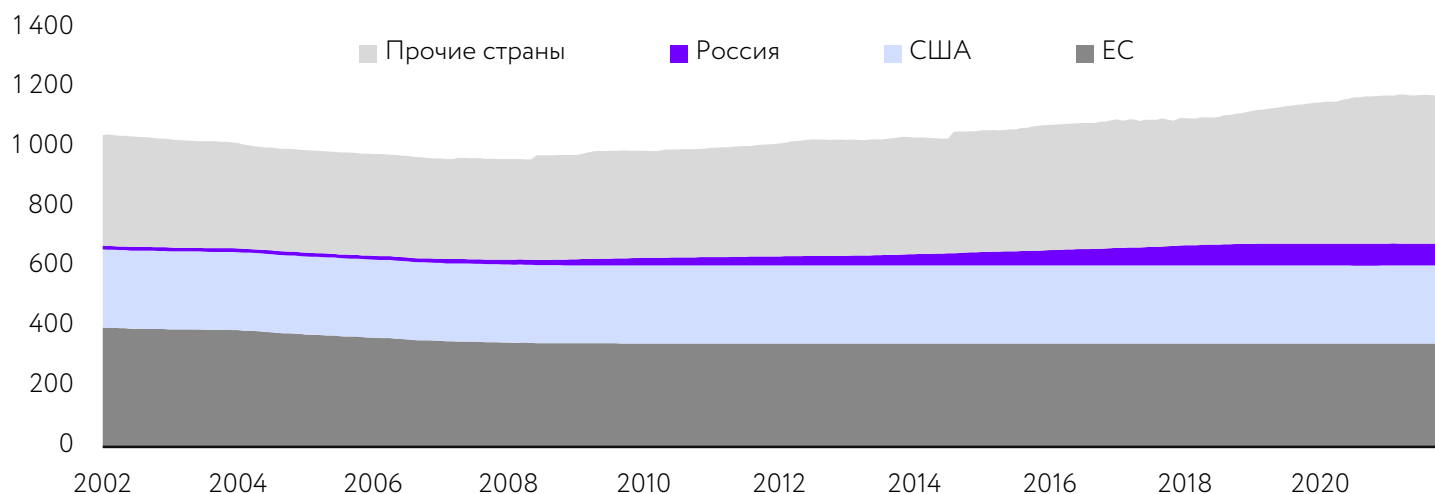
Средневзвешенная доля золота в резервах у десятки стран-лидеров по размеру накоплений остается на уровне лишь 4.0%. Это очень мало в контексте эмпирического правила, по которому в золоте следует держать до 10% портфеля, и по сравнению с некоторыми европейскими странами, такими как Германия и Италия, у которых золото составляет свыше 70% резервов.

В 3К22 спрос на золото со стороны центральных банков ускорился – за квартал объем приобретенного золота

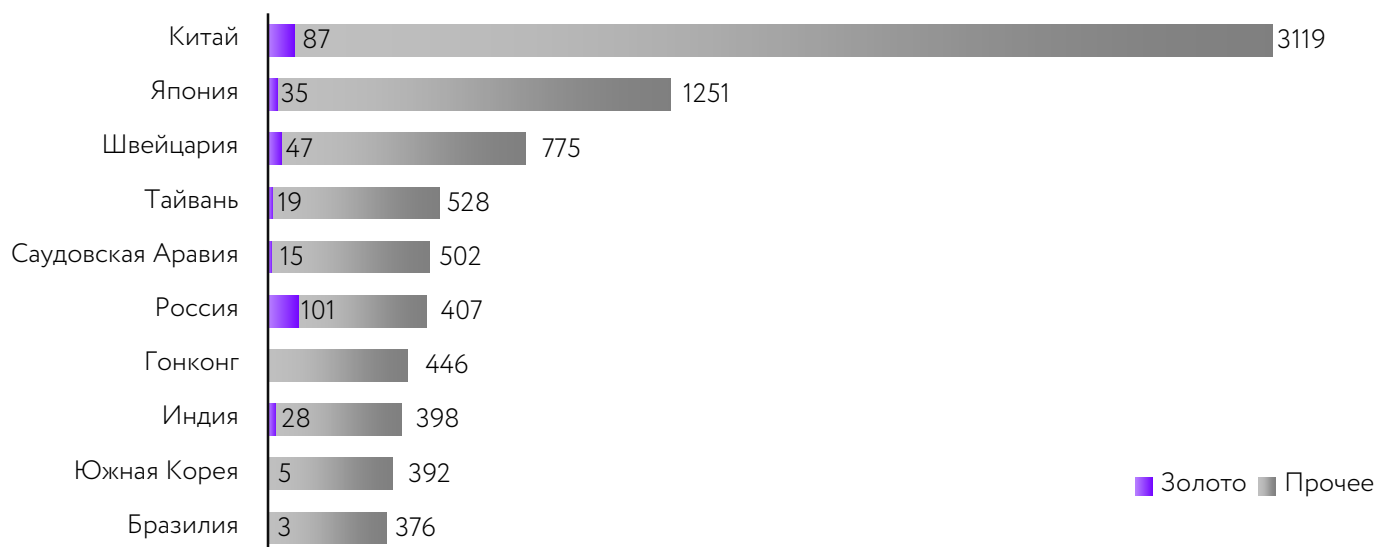
был сопоставим с целым «обыкновенным» годом. Нестабильность курсов валют в таких странах, как Турция и Египет, а также рост геополитической напряженности подстегивает спрос на этот драгоценный металл.

В целом структура спроса на золото достаточно уникальна. Спрос со стороны ювелирного сегмента увеличивается при росте мировой экономики, при этом страдает спрос на золото как на защитный инструмент со стороны центральных банков и финансовых институтов. По мере роста экономической неопределенности ювелирный спрос снижается, что компенсируется ростом инвестиционного спроса.

Мировые ЦБ продолжают увеличивать запасы золота



При этом доля золота в золотовалютных резервах остается низкой, всего 4%



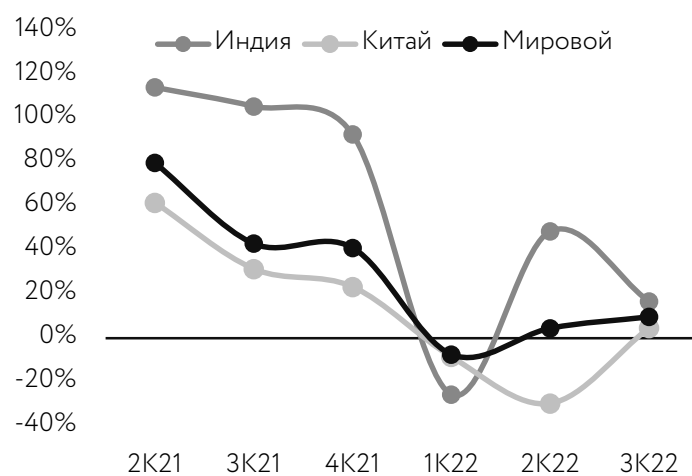
Источник: Investing, Yahoo Finance, оценки АТОНа

Факторы, влияющие на цены на золото, в графиках

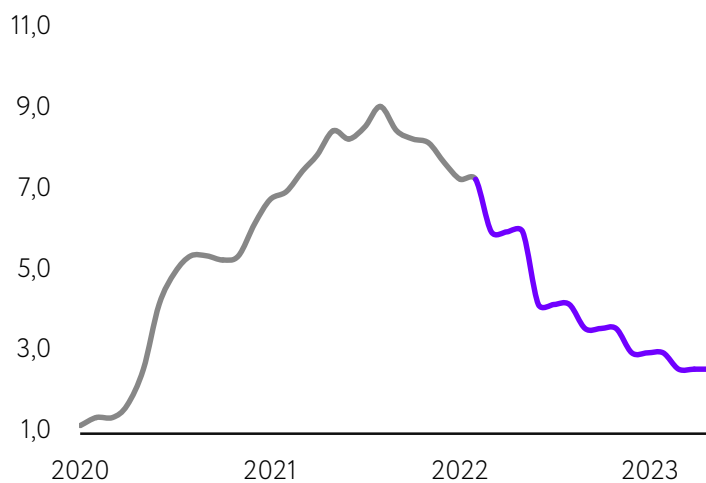
Индекс доллара (DXY) к корзине основных валют – его укрепление стало одним из факторов снижения стоимости золота в 2022 г.



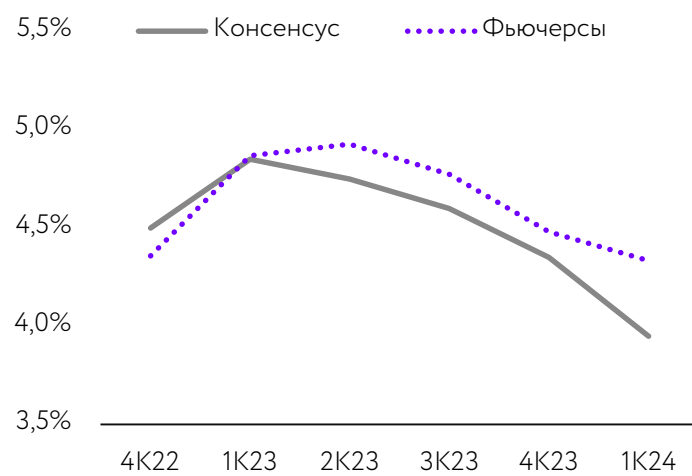
Спрос на золото со стороны ювелирного сектора восстановился в 3K22 на фоне снижения цен на металл



Ускорение инфляции в США спровоцировало рост ставок ФРС. Ее ожидаемое замедление в 2023 г. должно способствовать росту цен



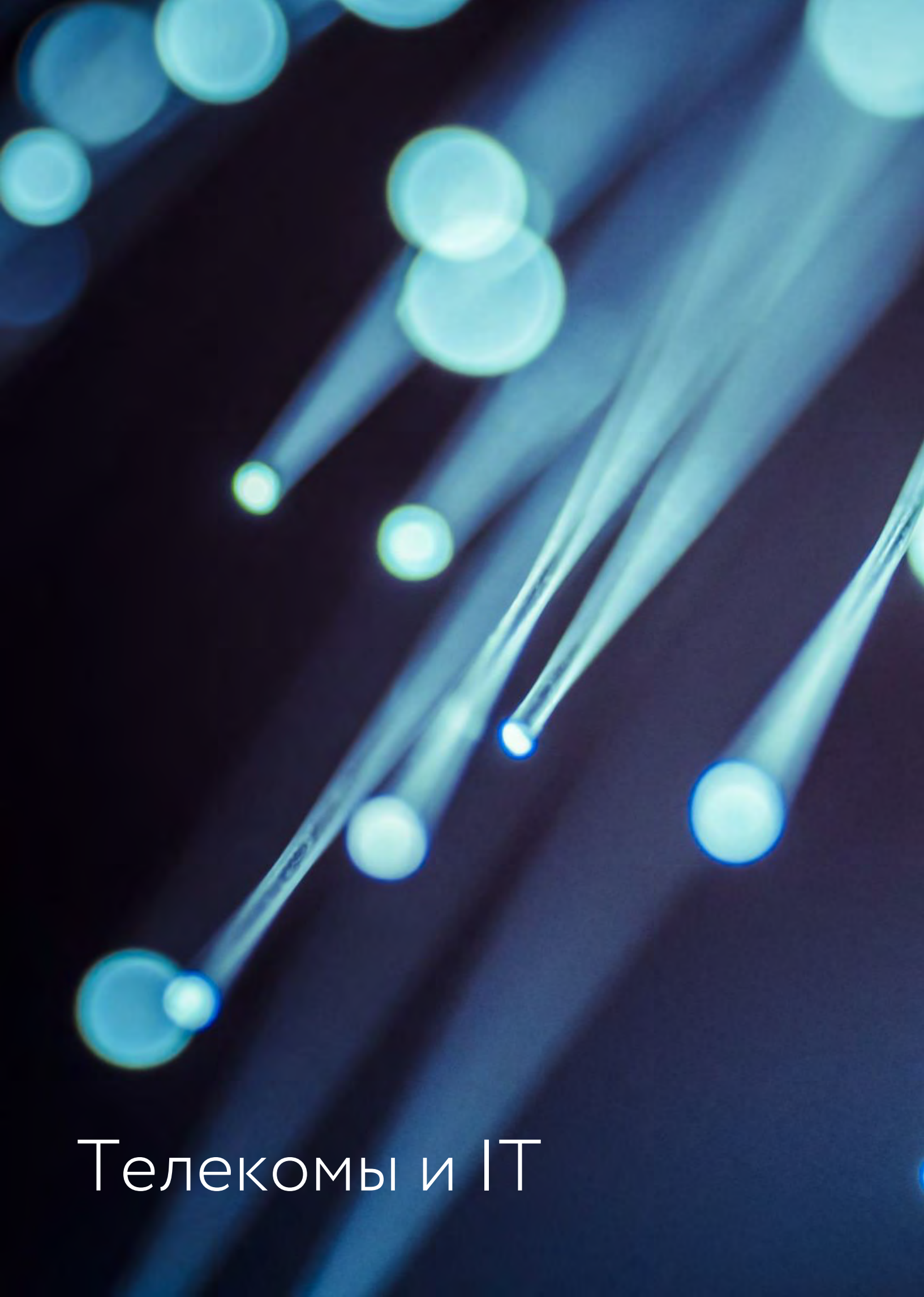
Консенсус ожидает снижения ставки ФРС США в 2023 году



Сравнительные мультипликаторы: российские золотодобытчики и международные аналоги

Компания	Посл. цена	Кап-я		EV/EBITDA		P/E		EV/выручка		Див. дох-ть		% изм.	
		\$ млн		22П	23П	22П	23П	22П	23П	12М	3М	6М	1Г
Полюс	RUB	6 982	15 686	6.1	4.8	8.1	6.1	3.6	3.0	5%	-13%	-40%	-51%
Полиметалл	RUB	344	2 685	4.6	3.4	3.9	2.7	1.9	1.6	7%	-8%	-38%	-75%
Крупные производители				7.1	6.9	18.2	20.9	3.2	3.1	3%	8%	-15%	-12%
Barrick Gold	USD	16.2	28 598	6.9	6.8	19.9	21.1	3.4	3.3	4%	-1%	-24%	-16%
Newmont Mining	USD	46	36 710	8.6	8.3	24.4	26.1	3.3	3.3	5%	2%	-33%	-17%
Newcrest	AUD	20	12 051	6.7	6.8	14.4	20.2	3.2	3.0	2%	6%	-21%	-17%
Agnico Eagle	USD	50	22 700	8.7	8.0	22.7	26.1	4.0	4.0	3%	9%	-9%	-4%
AngloGold	ZAr	32 098	7 843	5.1	4.6	13.3	12.1	2.0	1.9	2%	27%	17%	1%
Производители ср. капитализации				5.8	5.1	17.9	17.6	2.0	2.0	2%	23%	-5%	-8%
Kinross Gold	USD	4.2	5 250	5.9	5.2	26.1	19.8	2.1	2.0	2%	14%	-9%	-33%
Fresnillo plc	GBp	894	7 963	9.4	7.7	42.8	32.1	3.3	3.1	3%	22%	11%	-2%
Gold Fields	ZAr	18 857	9 813	4.8	5.2	11.2	12.6	2.6	2.6	1%	27%	5%	12%
Buenaventura	USD	8.2	2 255	7.6	10.3	5.8	14.9	3.4	3.5	3%	45%	-4%	19%
Pan American	USD	16.0	3 369	10.1	6.1	отр.	25.9	2.1	2.1	1%	-4%	-28%	-39%
B2Gold	CAD	4.8	3 844	3.7	3.5	12.4	10.3	2.0	2.0	3%	9%	-10%	-8%
Yamana Gold	USD	5.3	5 132	6.9	7.1	22.6	28.8	3.5	3.6	4%	8%	0%	30%
Centerra	CAD	7.2	1 191	4.1	2.0	отр.	9.3	0.7	0.6	2%	19%	-32%	-23%
Centamin	GBp	107.7	1 506	4.2	3.7	10.7	13.0	1.6	1.6	4%	15%	25%	14%
Harmony	ZAr	6 178	2 229	4.5	4.1	11.1	11.5	0.9	0.9	5%	14%	11%	2%
IAMGOLD	USD	2.0	948	4.0	5.1	отр.	отр.	1.1	1.6	1%	43%	-14%	-38%
Eldorado	CAD	10.3	1 428	4.7	3.8	отр.	16.5	1.8	1.6	0%	28%	-3%	-12%
New Gold Inc.	USD	1.1	771	5.4	3.0	отр.	16.9	1.5	1.1	0%	59%	-16%	-24%
Среднее				6.1	5.5	17.3	17.3	2.4	2.4	0%	16%	-11%	-14%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОНа



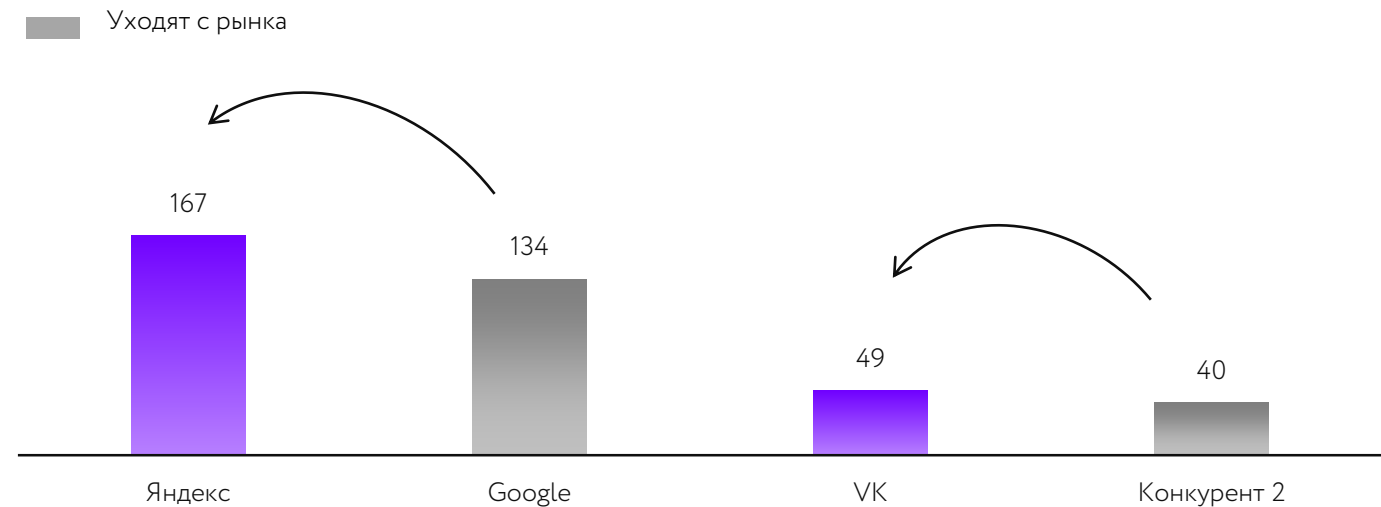
Телекомы и IT

Интернет-компании среди главных бенефициаров импортозамещения

Уход иностранных конкурентов поддерживает рекламные доходы российских платформ. По данным из открытых источников, два главных иностранных игрока рекламного рынка в Интернете, которые сворачивают деятельность на территории РФ, в 2021 г. заработали более 170 млрд руб. Перераспределение их доходов позволяет Яндексу и VK показывать сильные результаты,

несмотря на общее снижение рекламных бюджетов и сокращение рынка (-6% г/г за 1П22, согласно АКАР). По итогам девяти месяцев 2022 г. Яндекс увеличил выручку и EBITDA сегмента «Поиск и портал» на 34% и 42% соответственно. VK в сегменте «Социальные сети и коммуникационные сервисы» прибавил 20% и 17% по выручке и EBITDA соответственно.

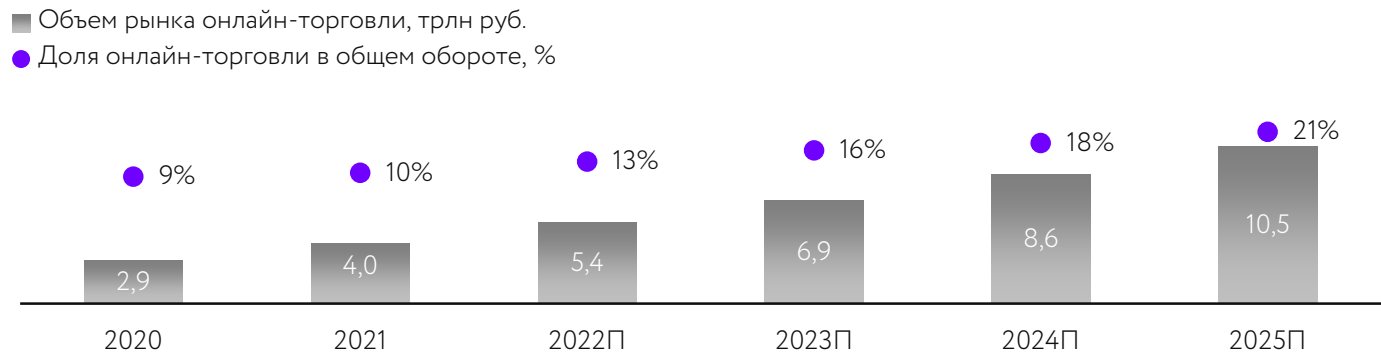
Выручка лидеров рынка онлайн-рекламы в России (2021), млрд руб.



Рынок онлайн-торговли находится на подъеме. По данным АКИТ, за 9 месяцев 2022 г. объем рынка онлайн-торговли в России преодолел планку в 3.5 трлн рублей, причем весь рост пришелся на российские платформы (3.4 млрд руб., +43% г/г), тогда как трансграничный сегмент показал снижение. Доля онлайн в общем объеме розничных продаж составила 11.2% против 9% за аналогичный период годом ранее. И это все еще значительно ниже, если сравнивать с развитыми рынками – порядка 20% в США и 30% в Китае, что подразумевает значительный запас роста.

Модель маркетплейса в выигрыше от параллельного импорта. С уходом официальных вендоров востребованность маркетплейсов возрастает – они становятся важной точкой притяжения параллельного импорта. Большое количество продавцов на платформах гарантирует быструю подстройку предложения под запросы потребителя и расширение ассортимента, что поддерживает стремительный рост оборотов – за 9 месяцев 2022 г. Ozon показал рост GMV на 98% г/г, Wildberries – на 95%.

Прогноз по росту онлайн-торговли в России

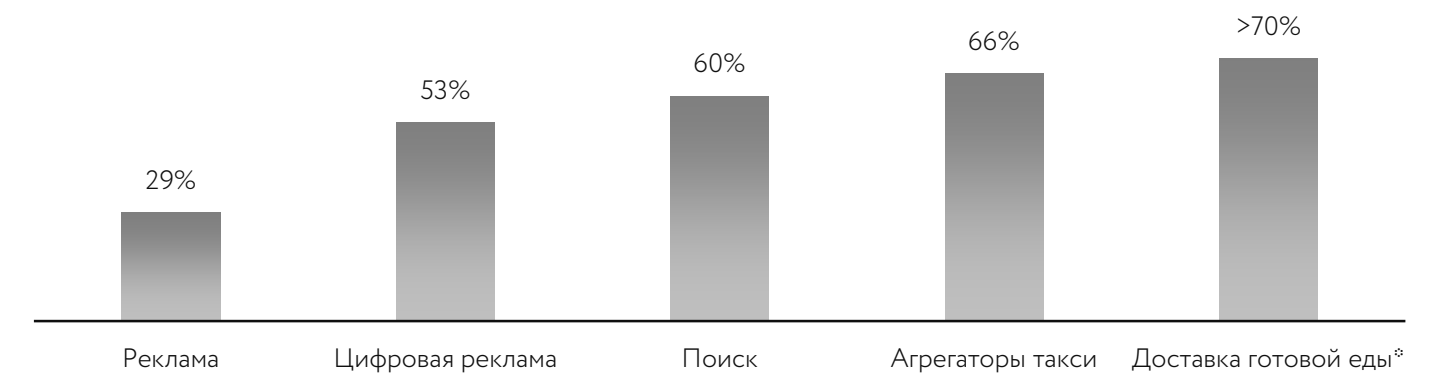


Источник: INFOLine, АКАР, АКИТ, Интерфакс, Коммерсант, Ведомости, данные компаний, расчеты АТОНа

Обзор компаний сектора

Яндекс, на наш взгляд, остается одной из наиболее привлекательных компаний в технологическом секторе, учитывая доминирующие позиции в ключевых сегментах (60% Поиск, 66% Такси), сложившуюся экосистему и успешный опыт развития новых направлений. Результаты компании свидетельствуют о высокой устойчивости к кризисным явлениям в экономике (выручка +45% г/г, EBITDA +109% г/г за 9М22).

Доля Яндекса на ключевых рынках (2021)

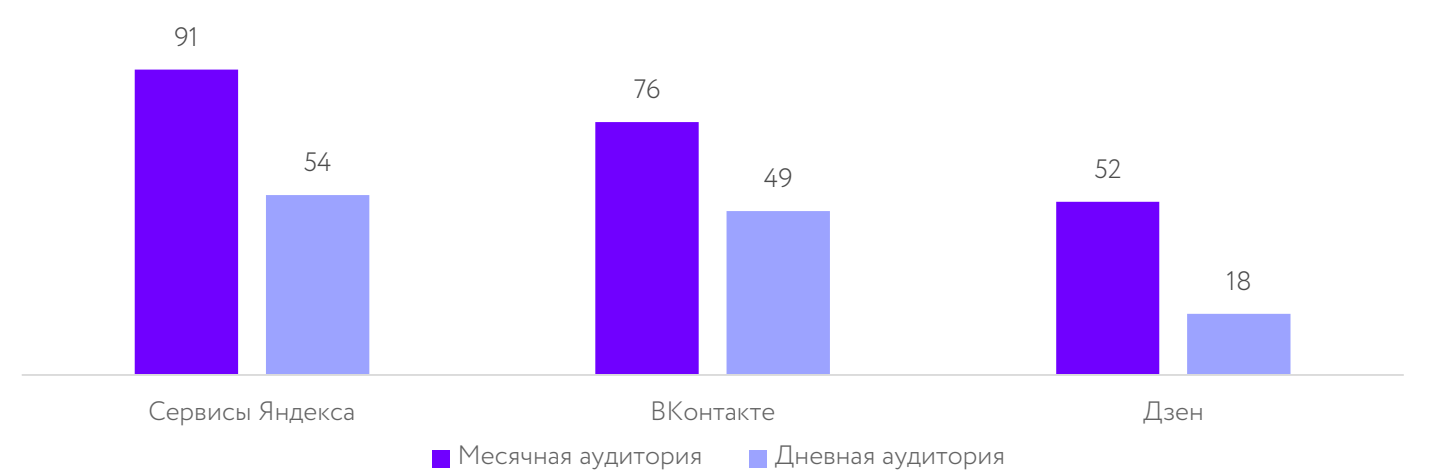


Мы видим большой потенциал в акциях VK. Компания укрепляет свои позиции в качестве доминирующего игрока в сегменте социальных сетей. Обмен Delivery Club на Дзен и новостные сервисы Яндекса может обеспечить существенную прибавку к выручке (до 10%), повысить рентабельность и усилить фокус экосистемы на контентных сервисах.

Мы ожидаем, что поддержку Яндексу в долгосрочной перспективе продолжит оказывать уход иностранных конкурентов. Среди возможных триггеров для динамики акций — ускоренный рост и выход на прибыльность новых бизнесов, реализация синергии от интеграции Delivery Club.

На выгодных условиях заключена сделка по продаже My.Games — сумма сделки составляет \$642 млн (35% капитализации VK), нивелируются риски иностранной направленности бизнеса. Благоприятно разрешилась ситуация с Prosus. Холдинг безвозмездно списал в пользу VK 25.7% акций, которые были проданы менеджменту за 24.8 млрд руб. Катализатором для акций VK может стать презентация новой стратегии.

Аудитория цифровых сервисов, млн пользователей (2К22)



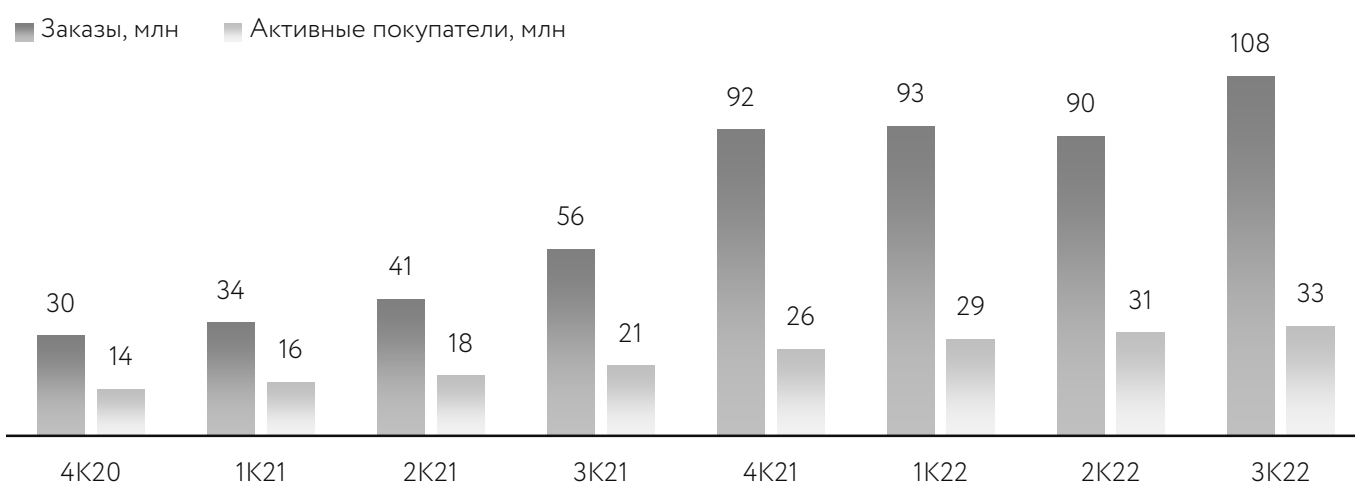
Источник: АКАР, РАЭК, Data Insight, РБК, данные компаний, расчеты АТОНа
* С учетом Delivery Club

Обзор компаний сектора (продолжение)

Ozon – быстрорастущий лидер на динамично развивающемся рынке онлайн-торговли. Выход компании на прибыльность по EBITDA по итогам 2 и 3 кварталов 2022 г. доказывает состоятельность бизнес-модели и возможность компании самостоятельно финансировать свое развитие.

Ozon – один из основных бенефициаров параллельного импорта, что должно поддерживать рост его оборотов в долгосрочной перспективе, а эффект масштаба и оптимизация расходов позволят наращивать денежный поток. Улучшение юнит-экономики при сохранении высоких темпов роста в последующих периодах может послужить триггером роста стоимости расписок.

Число активных покупателей и заказов на Ozon

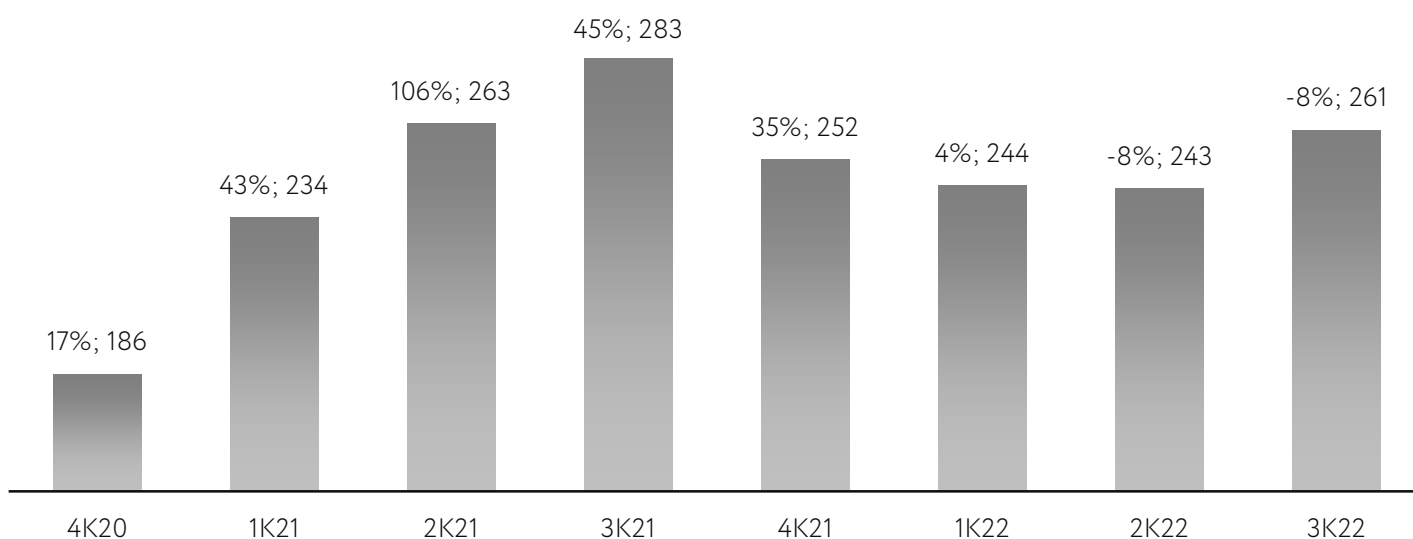


HeadHunter – лидер в сфере онлайн-рекрутинга. Помимо основного бизнеса, компания активно развивается в смежных направлениях, включая электронный документооборот, автоматизацию процессов найма и др.

В моменте на показатели HeadHunter оказывают давление общее снижение в экономике и слабость на

рынке труда (EBITDA -8.3% г/г, чистая прибыль -11% г/г по итогам 3K22), при которых компании снижают расходы на поиск персонала, и мы считаем, что этот фактор будет превалировать в ближайшей перспективе. Возвращение HeadHunter к устойчивому росту возможно по мере улучшения макроэкономических условий.

Число платных клиентов HeadHunter, тыс. и рост г/г %



Источник: данные компаний, расчеты АТОНа

Взгляд на телекомы

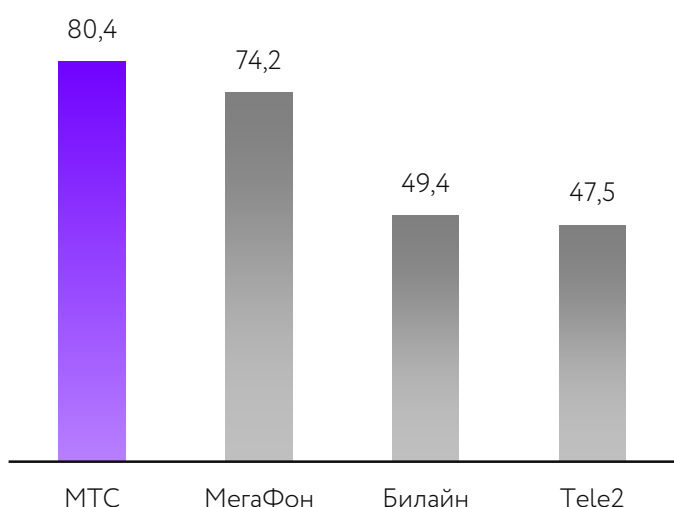
Положение телекомов остается относительно стабильным благодаря высокой рентабельности основного бизнеса. При этом инфляция отражается в тарифах не в полной мере, что обуславливает опережающий рост издержек по сравнению с выручкой. Кроме того, давление на выручку телекомов оказывает снижение продаж смартфонов и аксессуаров на фоне импортных ограничений. В то же время в рамках экосистем телекомов продолжают быстро развиваться новые сервисы (финтех, медиа, облачные технологии, интернет вещей и др.).

В секторе телекомов мы отдаем предпочтение МТС. Компания сохраняет устойчивые показатели основного бизнеса (услуги связи) в условиях непростой экономической ситуации, что обеспечивает ей сильный операционный денежный поток (125.5 млрд руб. за 9М22, +42.9% г/г). Уверенный рост демонстрируют финтех (+44.2% г/г по выручке за 9М22) и новые бизнесы (+106.6%). Важно отметить, что МТС продолжает увеличивать базу абонентов мобильной связи (+0.6% г/г до 80.2 млн на сентябрь 2022), в то время как у некоторых ее публичных конкурентов наблюдается отток клиентов (Билайн Россия: -9.1% г/г до 46 млн). Ключевым фактором в инвестиционном кейсе МТС является вопрос новой дивидендной политики, которую компания может представить в ближайшие месяцы. Предыдущая политика предполагала выплаты не менее 28 руб. на акцию. Выплаты составили 29.5, 37.06 и 33.85 руб. в 2020, 2021 и 2022 соответственно.

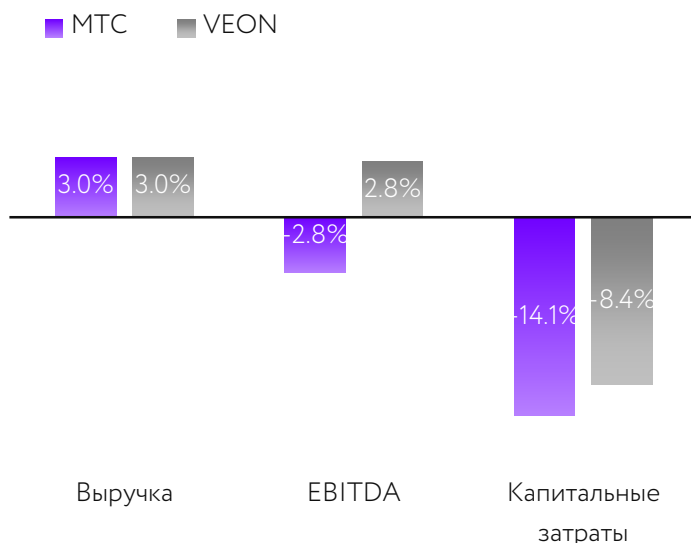
Прозрачность Ростелекома снизилась из-за нераскрытия отчетности. В части услуг связи компания может испытывать те же проблемы, что и МТС — повышенная инфляция издержек на фоне ограниченных возможностей по индексации тарифов. Вместе с тем уход иностранных поставщиков технологических решений повышает востребованность услуг в рамках новых направлений бизнеса Ростелекома (информационная безопасность, облачные услуги, государственные цифровые сервисы и др.), по которым компания поставила задачу довести долю в выручке до 25% к 2025 г. В 2022 г. Ростелеком выплатил дивиденды в размере 4.56 руб. на акцию, однако дальнейшие перспективы выплат в условиях нераскрытия отчетности остаются неясными.

VEON в его прежнем виде уходит с российского рынка. В ноябре группа заключила соглашение о продаже ВымпелКома топ-менеджменту компании. Учитывая оценку ВымпелКома примерно на уровне других российских телекомов (3.2x EV/EBITDA 2022E) при значительно более низкой оценке самой VEON в целом (примерно 2.7x EV/EBITDA 2022E), сделку можно считать успешной для группы. При этом перспективы бизнеса за пределами России, на наш взгляд, остаются неясными — ВымпелКом генерировал около половины выручки и EBITDA группы. VEON сохраняет за собой быстрорастущие рынки Пакистана, Центральной Азии и Бангладеш, а также украинское подразделение, на которое приходится примерно треть результатов группы за вычетом ВымпелКома.

База абонентов мобильных операторов (2021), млн человек



Динамика финансовых показателей телекомов за 9М22, % г/г

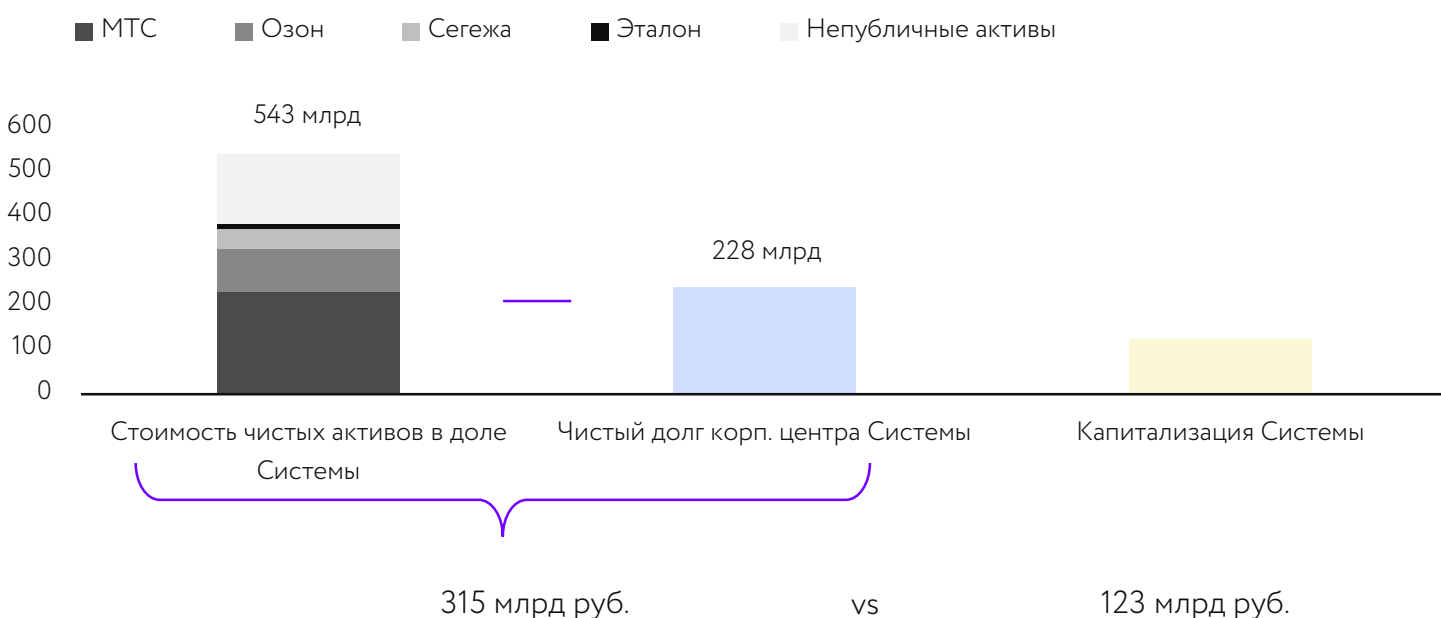


АФК Система — ставка на восстановление рынка

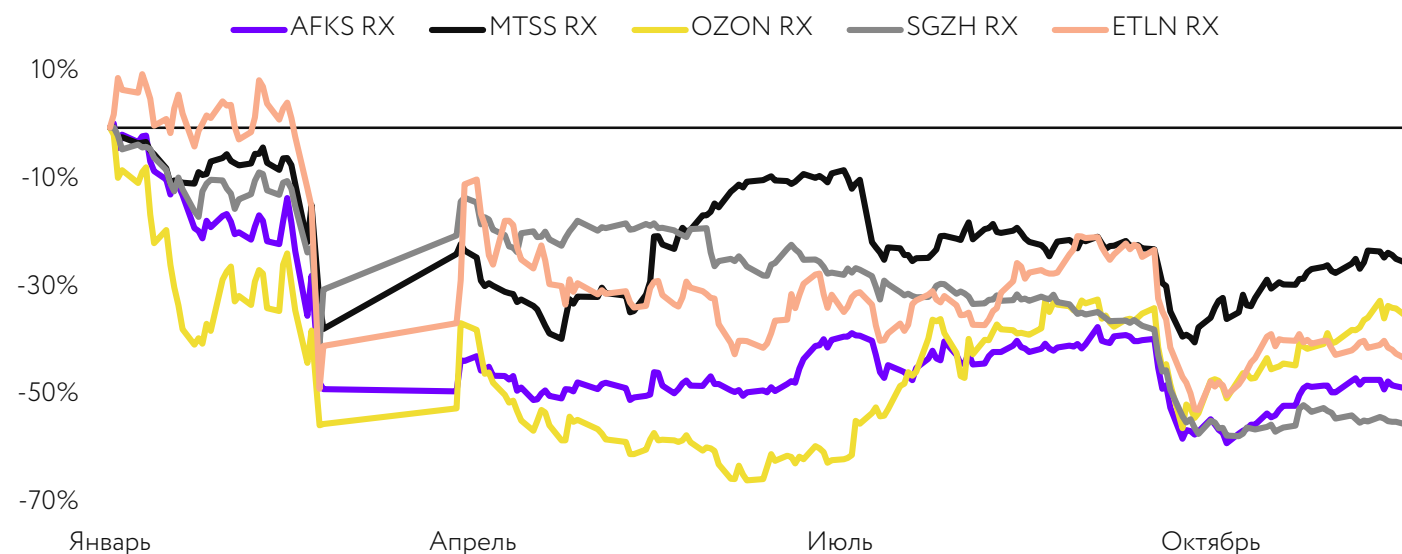
Система выступает бенефициаром выхода иностранных акционеров из российских активов. При покупке таких активов с дисконтом она резервирует за собой возможность кратного увеличения их стоимости в будущем. Так, в октябре Система приобрела 47.7% в ритейлере одежды Melon Fashion Group. Melon Fashion Group – один из лидеров российского рынка одежды с сильной динамикой роста (+49% и +38% г/г по выручке и EBITDA за 2021 соответственно). По нашим оценкам, приобретение осуществлялось с дисконтом примерно в 35% и 70% к стоимости российских и зарубежных аналогов, соответственно.

В операционном плане крупнейшие непубличные бизнесы Системы, включая Медси, Биннофарм и Агрохолдинг Степь, готовы к IPO. Улучшение рыночных условий позволит монетизировать непубличные активы. Отметим, что большинство активов Системы, за исключением Segezha Group и Агрохолдинга Степь, работают на внутренний рынок, что делает ее относительно устойчивой к внешнеполитическим рискам. Дисконт Системы по отношению к стоимости ее чистых активов, по нашей оценке, составляет порядка 60%, что выше среднего исторического уровня и подразумевает значительный потенциал роста акций холдинга.

Дисконт системы к стоимости чистых активов, млрд руб.*



Динамика акций Системы и ее публичных активов с начала 2022 г.



Источник: данные компаний, расчеты АТОНа

* Исходя из цены бумаг на 23.11.2022 и доступных данных Системы

Сравнительные мультипликаторы по IT-компаниям*

Компания	Вал.	Цена	Кап-я \$ млн	P/E		EV/EBITDA		EV/выручка	
				2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П
Яндекс	RUB	2 090	12 290	87.1	70.5	13.0	11.2	1.4	1.0
VK	RUB	500	1 848	20.2	9.2	3.8	2.8	0.8	0.8
Ozon	RUB	1 460	5 180	н/м	н/м	н/м	31.7	1.1	0.6
HeadHunter	RUB	1 358	1 135	12.5	10.8	8.3	7.5	4.1	3.7
Среднее				54.9	43.8	8.6	15.5	1.4	1.0
Baidu	USD	95	32 191	13.1	11.1	6.2	5.4	1.3	1.1
Alphabet	USD	96	1 233 747	18.6	16.3	10.4	9.4	4.9	4.4
Z Holdings	JPY	361	19 486	32.8	25.4	9.2	9.3	2.0	1.9
Поиск				18.7	16.3	10.2	9.3	4.7	4.3
Tencent	HKD	277	340 005	21.0	17.6	15.4	13.1	4.6	4.1
Weibo	USD	14	3 149	6.2	5.9	5.1	4.7	1.5	1.4
Twitter	USD	54	41 094	72.0	151.7	36.4	34.3	8.0	7.1
Социальные сети				26.3	31.9	17.6	15.3	4.9	4.4
Amazon	USD	92	945 081	65.2	32.0	14.5	12.4	2.0	1.8
JD	USD	53	80 461	23.2	19.9	16.6	12.5	0.5	0.4
Alibaba	USD	77	200 948	11.5	10.3	7.1	6.1	1.2	1.2
Mercadolibre	USD	963	47 465	116.2	70.0	41.4	30.1	4.7	3.8
Zalando	EUR	29	7 775	131.7	51.0	18.5	14.0	0.8	0.7
Allegro	PLN	24	5 447	35.6	26.2	15.0	13.0	3.5	2.9
Онлайн-торговля				56.4	29.3	14.5	12.1	1.9	1.7
Uber	USD	28	55 734	н/м	127.0	38.0	19.8	2.0	1.7
Lyft	USD	11	3 947	27.8	16.3	11.1	6.0	0.8	0.7
Заказ такси				н/м	119.7	36.2	18.9	1.9	1.6
Doordash	USD	55	20 840	н/м	172.6	49.9	33.0	2.7	2.2
Delivery hero	EUR	42	11 066	н/м	н/м	-22.8	78.8	1.5	1.2
Meituan	HKD	140	110 764	н/м	63.8	107.1	33.1	3.4	2.6
Zomato	INR	64	6 693	н/м	н/м	-31.6	-38.9	12.8	7.8
Доставка еды				н/м	н/м	83.3	33.3	3.6	2.7
Recruit Holdings	JPY	4 430	53 171	24.1	24.5	14.3	13.1	2.4	2.0
Seek	AUD	21	4 931	29.7	29.3	16.9	15.4	8.1	7.0
En Japan	JPY	2 344	825	15.1	28.8	6.7	11.6	1.5	1.2
Tongdao Liepin	HKD	8	537	13.5	10.2	10.0	7.0	1.3	1.1
Онлайн-рекрутинг				24.4	24.8	14.3	13.2	2.9	2.4

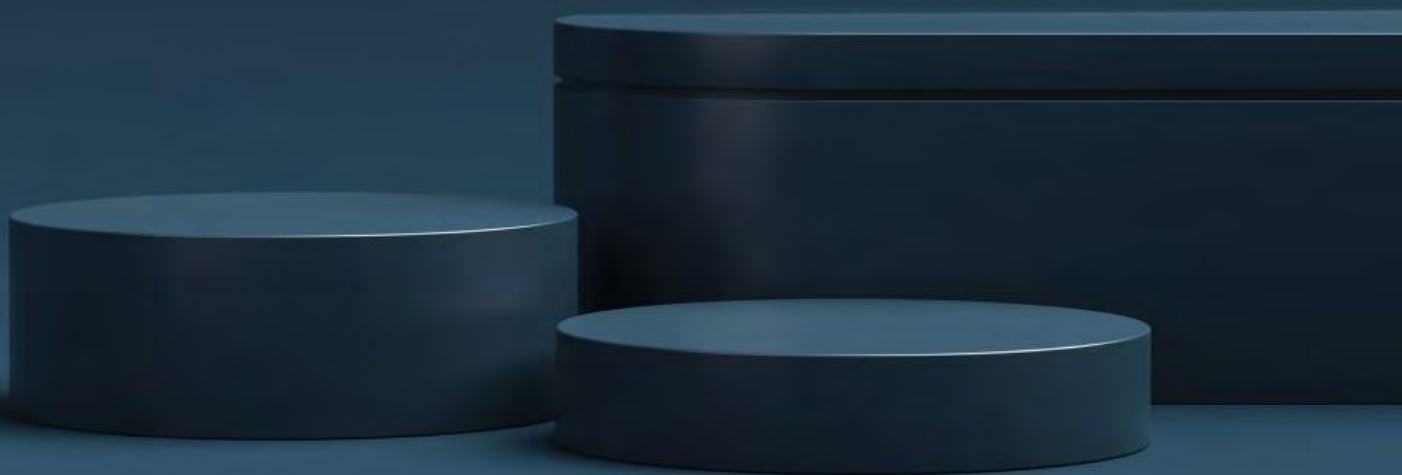
Источник: данные компаний, расчеты АТОНа

* Исходя из цены бумаг на 18.11.2022

Сравнительные мультипликаторы по телеком-операторам*

Компания	Вал.	Цена	Кап-я \$ млн	P/E		EV/EBITDA		EV/выручка		Див. дох-ть 2023П
				2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П	
MTC	RUB	229	7 501	12.4	8.0	3.9	3.5	1.6	1.5	12.2%
Ростелеком	RUB	57	3 068	-15.6	-26.5	3.4	3.1	1.2	1.1	0.0%
VEON	USD	0.4	650	2.8	-1.7	2.6	2.9	1.1	1.2	0.0%
Средне				4.2	-2.0	3.7	3.4	1.5	1.4	8.2%
Turkcell	TRY	33	3 868	12.1	6.6	4.5	3.3	1.8	1.3	5.4%
Saudi Telecom	SAR	39	51 880	16.1	14.6	7.8	7.5	2.9	2.7	4.6%
National Mobile Telecommuni	KWD	1 086	1 767	27.2	27.2	3.0	2.9	1.1	1.0	2.8%
MTN Group	ZAR	13 293	14 671	11.1	9.4	3.7	3.3	1.6	1.5	2.9%
Vodacom Group	ZAR	12 357	13 183	12.2	12.8	6.4	5.7	2.6	2.3	5.7%
China Mobile	HKD	51	142 086	7.8	7.2	2.0	1.9	0.7	0.7	9.5%
Axiata Group	MYR	3	5 615	20.1	17.2	5.3	5.1	2.4	2.3	4.5%
PLDT	PHP	1 590	5 996	15.7	11.2	6.2	5.8	3.0	2.9	6.3%
EM				10.7	9.7	3.8	3.6	1.5	1.4	7.5%
AT&T	USD	19	135 377	7.3	7.5	7.4	7.2	2.4	2.5	5.9%
Telefonica	EUR	4	21 389	11.5	10.1	5.4	5.3	1.7	1.7	8.4%
Vodafone Group	GBP	98	31 061	10.9	10.1	6.1	6.2	2.1	2.0	8.2%
Deutsche Telekom	EUR	20	100 725	12.8	12.0	7.2	6.6	2.5	2.4	3.9%
Swisscom	CHF	508	27 318	17.1	16.9	7.8	7.7	3.1	3.1	4.4%
Telenor	NOK	99	13 675	12.9	12.9	5.4	5.5	2.4	2.4	9.7%
Telecom Italia	EUR	0.2	4 816	н/м	111.0	6.4	6.0	2.3	2.2	0.9%
Telia	SEK	30	11 297	19.7	17.5	6.8	6.7	2.3	2.2	7.6%
Tele2	SEK	95	6 161	13.8	15.5	8.5	8.4	3.5	3.4	8.7%
DM				10.8	12.0	7.1	6.8	2.4	2.4	5.7%

Источник: данные компаний, расчеты АТОНа
* Исходя из цены бумаг на 18.11.2022



Потребительский
сектор

Макроэкономический фон в целом благоприятен для ритейлеров

Инфляция, хотя и замедляется, по-прежнему остается **высокой**. В 2022 г. основным драйвером роста продуктовых ритейлеров была высокая инфляция, которую лидеры рынка успешно трансформировали в рост выручки, — по итогам первого полугодия X5 Group и Магнит увеличили сопоставимые продажи на 11.7% и 12.6% соответственно.

В 2023 г. Центробанк прогнозирует инфляцию на уровне 5-7%, что значительно ниже ее темпов в 2022 г. (12-13%), но по-прежнему выше среднего значения за период 2017-2021 гг. (4.6%). На этом фоне мы ожидаем, что в краткосрочной перспективе (на горизонте 1 года) рост среднего чека и дальше будет оставаться весомым драйвером выручки ритейлеров.

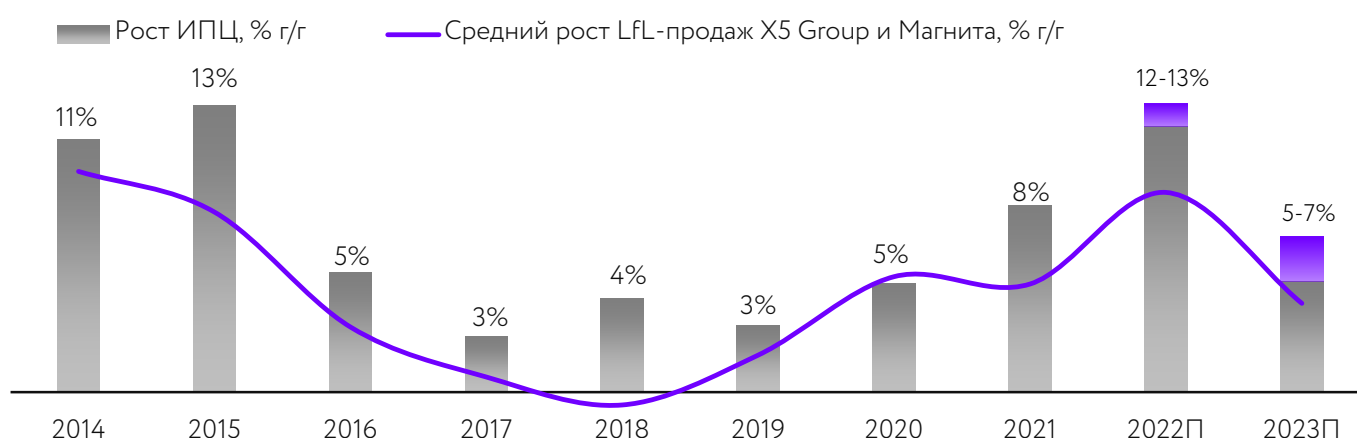
Нейтральная динамика доходов на фоне низкой безработицы. Безработица в России находится на исторических минимумах (3.9% в сентябре 2022 г.), и

значительного роста пока не предвидится. В целом за 2022 г., по данным Минэкономразвития, показатель может составить 4.2%, а в 2023 г. вырасти до 4.4%. Для сравнения, в 2021 г. безработица была на уровне 4.8%.

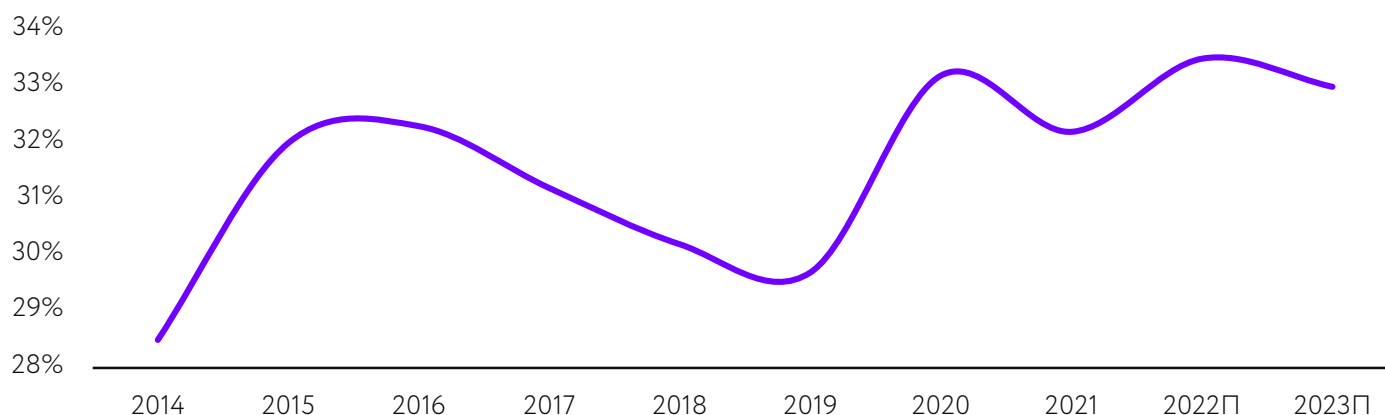
Реальные располагаемые доходы населения, согласно прогнозу Минэка, в 2022 г. снизятся на 2.2% с последующим ростом на 1.6% в 2023 г., что в целом не сильно отличается от динамики за 2017-2021 гг. (в среднем +0.5%) и значительно лучше, чем в кризисный период 2014-2016 гг. (в среднем -2.7%).

Расходы населения на продукты питания демонстрируют повышенную устойчивость к негативу в экономике. На фоне кризисов доля таких расходов в бюджете домохозяйств возрастает, что обеспечивает компаниям продовольственной розницы стабильный рост.

Высокая инфляция способствует ускоренному росту продаж лидеров рынка



Доля расходов на продукты питания в бюджете домохозяйств, %



Источник: ЦБ, Росстат, Минтруда, Минэкономразвития, Интерфакс, данные компаний, расчеты АТОНа

Драйверы роста в 2023 г. связаны с развитием формата дискаунтеров

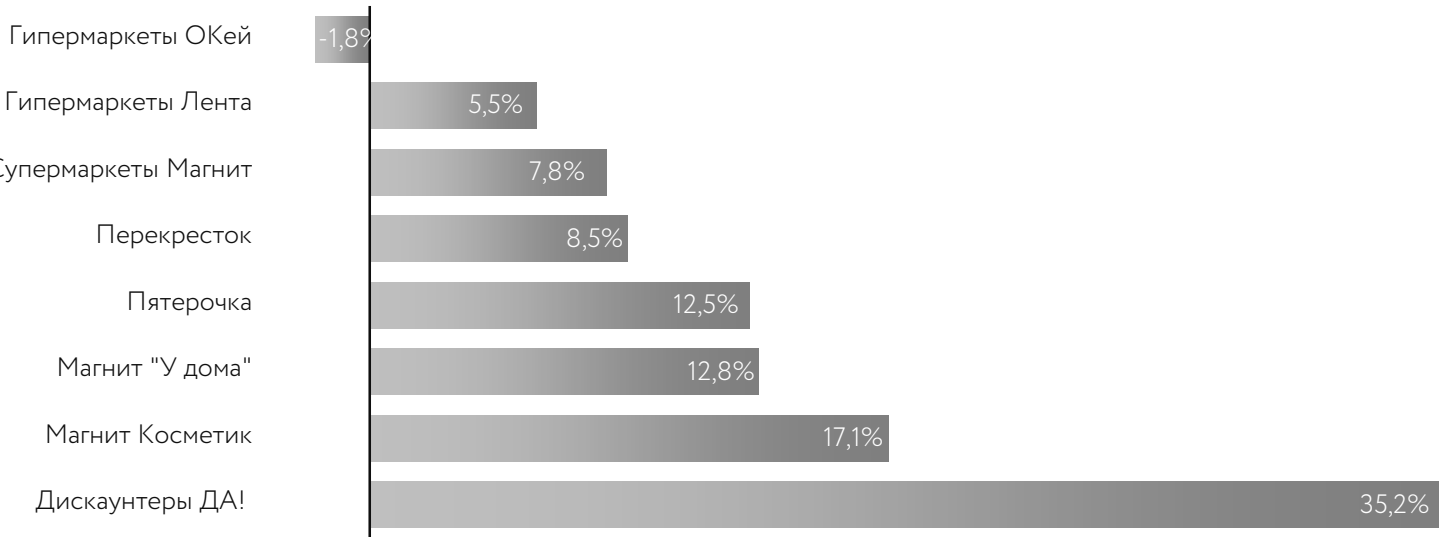
На фоне вялой динамики реальных доходов населения спрос смещается в сторону экономичных форматов, о чем свидетельствуют впечатляющие показатели жестких дискаунтеров. Так, за 9М22 сопоставимые продажи дискаунтеров ДА! (Группа ОКей) подскочили на 32% (посещаемость +14.7% г/г, средний чек +15% г/г). X5 Group по итогам 9М22 нарастила выручку в сегменте жестких дискаунтеров Чижик до 20.7 млрд руб. против 1.1 млрд за 9М21.

В среднесрочной перспективе жесткие дискаунтеры могут стать одним из ключевых драйверов роста для лидеров рынка. Еще до кризиса X5 Group планировала открыть 3 000 магазинов в ближайшие три года и сейчас активизирует усилия на данном направлении. Магнит в своей стратегии заявлял о планах открывать до 600 магазинов «Моя цена» в год до 2025 г.

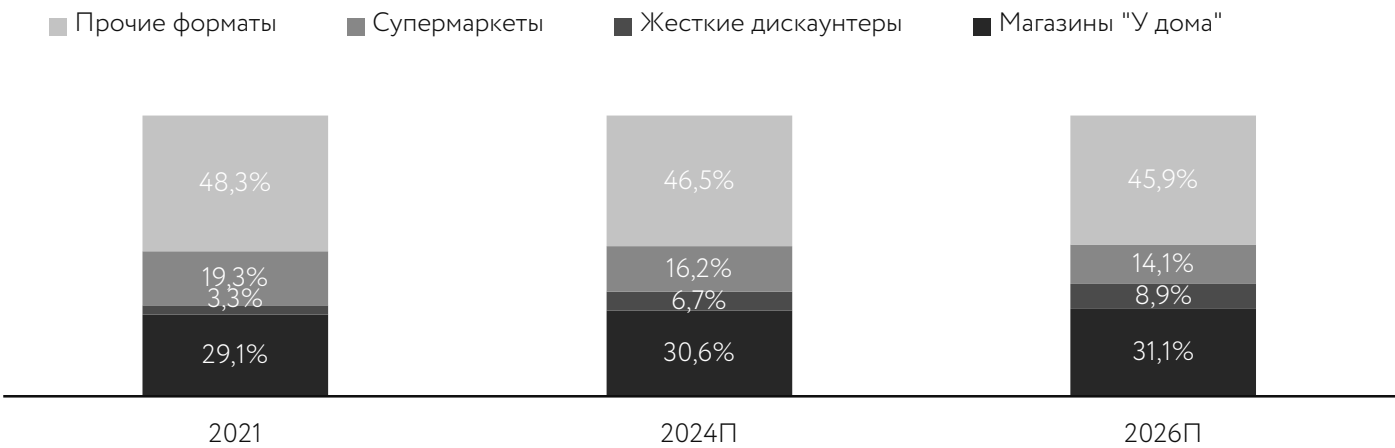
Оптимизация ассортимента и возобновление промоакций могут поддержать динамику трафика ритейлеров в 2023 г. Более активная работа с ценностным предложением уже отражается в результатах X5 Group за 3К22, которые показали возвращение трафика к уверенному росту (+3.9% г/г) по сравнению со стагнацией в предыдущем квартале (+0.6% г/г).

В том, что касается повышения эффективности, важную роль играет продвижение собственных торговых марок (СТМ), что дает ритейлерам больший контроль над ценообразованием и лучшее понимание продукта. В Магните доля СТМ к августу 2022 г. превышала 20% (+2 пп г/г). В Пятерочке по итогам 3-го квартала 2022 г. она составила 24%.

Динамика сопоставимых продаж основных форматов публичных компаний (1П22)



Прогноз структуры рынка продовольственной розницы РФ



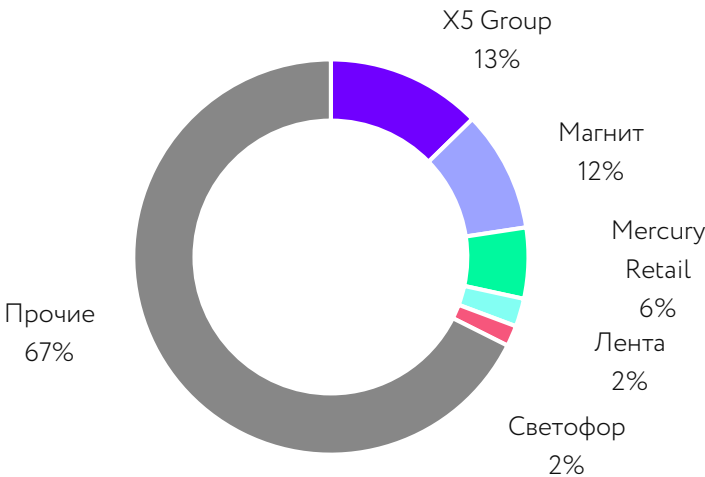
Источник: INFOLine, данные компаний, расчеты АТОНа

Рынок сохраняет потенциал дальнейшей консолидации

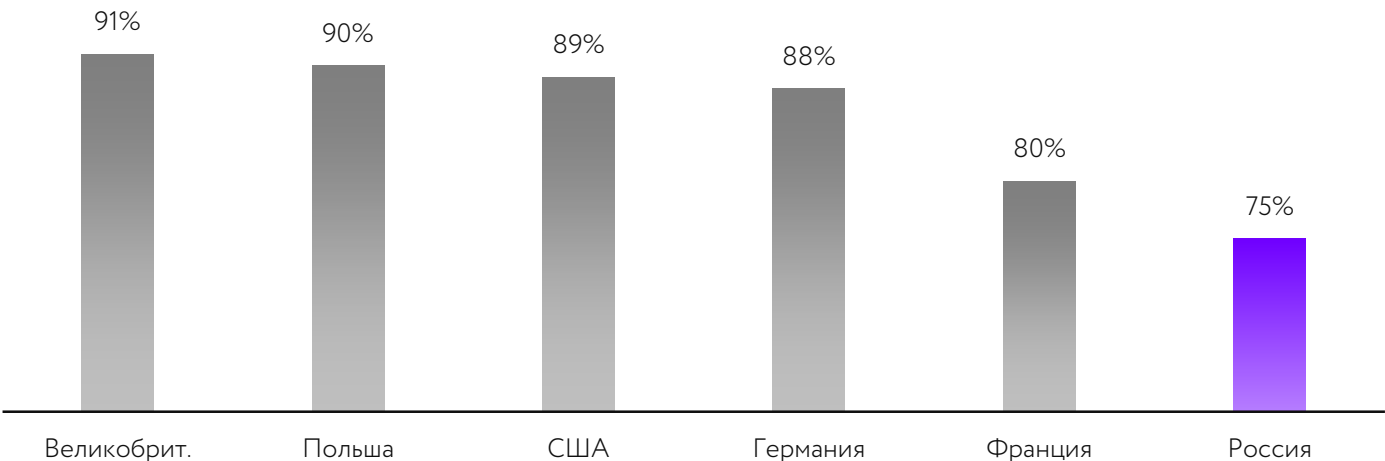
Консолидация российского ритейла отстает от развитых стран. Кроме того, относительно невысоким остается проникновение современных форматов ритейла. Кризисные явления в российской экономике создают предпосылки для усиления позиций крупных игроков за счет региональных сетей и традиционных форматов, причем как за счет ускоренного открытия собственных точек продаж, так и в результате приобретения уже существующих активов.

В 2022 г. наибольшую M&A-активность продемонстрировала X5 Group. В июле группа выкупила финскую сеть супермаркетов Prisma в Санкт-Петербурге, а в октябре стала владельцем крупнейшей в Восточной Сибири сети «Красный Яр». В дальнейшем можно ожидать больше подобных сделок, особенно если рассматривать их как одну из возможных альтернатив дивидендам, с выплатой которых X5 испытывает сложности технического характера. Открытый подход к M&A подтверждает и Магнит.

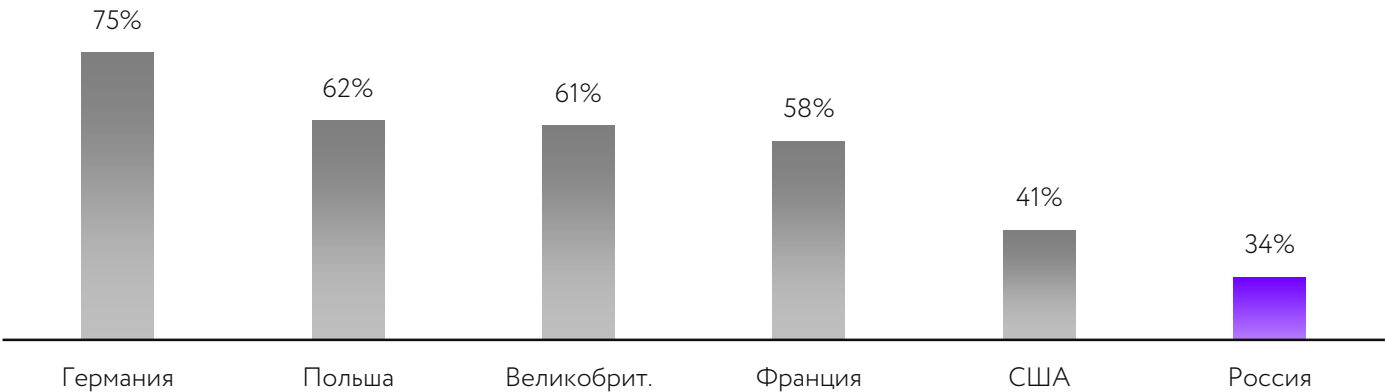
ТОП-5 компаний в российском продуктовом ритейле (2021)



Проникновение современных форматов ритейла (2021)



Доля пяти крупнейших ритейлеров на рынке (2021)



Источник: INFOline, Euromonitor, данные компаний, расчеты АТОНа

Магнит и X5 Group — наши фавориты в секторе

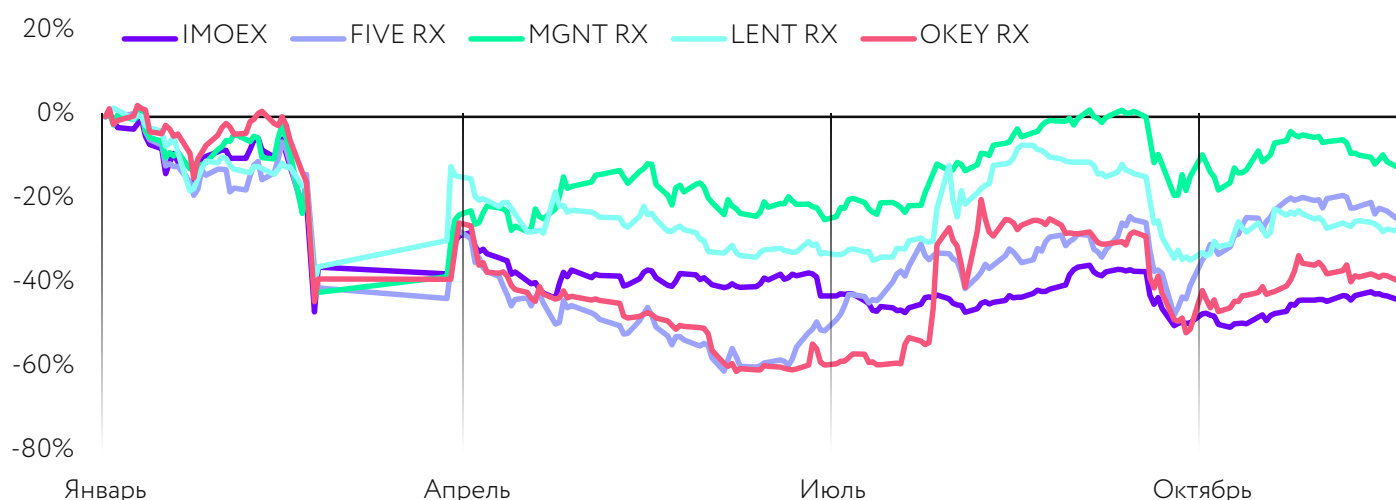
Магнит устойчиво демонстрирует высокие темпы роста сопоставимых продаж (+12.6% за 1П22) и операционную эффективность (рентабельность EBITDA за 1П22 составила 7.1%), в том числе в контексте интеграции Дикси. Большой запас ликвидности (93.8 млрд руб.) и сильный операционный денежный поток (80.2 млрд руб. за 1П22, +152% г/г) подразумевают возможность высоких дивидендных выплат в 2023 г. (по нашей оценке, более 600 руб. на акцию), а в случае их отсутствия — ускоренную экспансию на рынке.

X5 Group находится в хорошей финансовой форме — за 9М22 рост сопоставимых продаж составил 11.9%, а рентабельность EBITDA выросла до 8% (+0.3 пп г/г). При этом компания торгуется с дисконтом до 20% к Магниту,

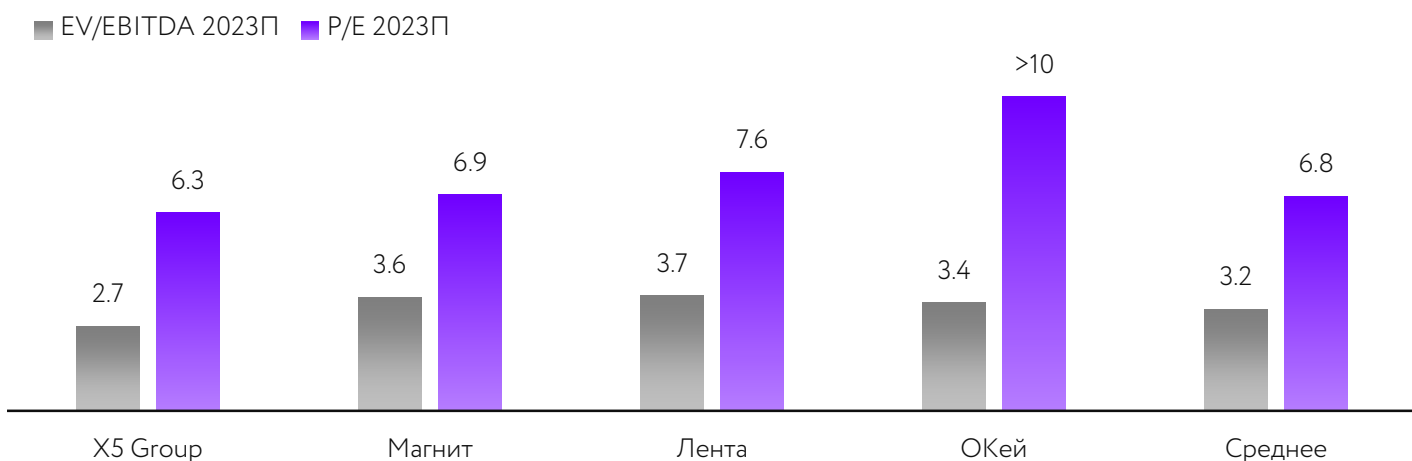
что обусловлено ее иностранной регистрацией. При сохранении технических сложностей с выплатой дивидендов X5 может более активно инвестировать в рост.

На фоне лидеров **Лента** и **ОКей** выглядят не так привлекательно. Обе компании находятся в стадии трансформации: Лента развивает малые и онлайн-форматы, ОКей делает ставку на дискаунтеры. Это может улучшить их привлекательность со временем, однако на данный момент в структуре их выручки наибольшую долю (>70%) занимает сегмент гипермаркетов, который находится под давлением из-за кризиса и меняющихся трендов в потребительском поведении.

Динамика акций ритейлеров и индекса Мосбиржи с начала 2022 г.



Прогнозные мультипликаторы потребительского сектора на 2023 г.*



Источник: данные компаний, МосБиржа, расчеты АТОНа
* На основе стандарта IAS 17 кроме ОКей (МСФО 16)

Сравнительная оценка ритейлеров*

Компания	Вал.	Цена	Кап-я	P/E		EV/EBITDA		EV/продажи		Див. дох-ть
				2022П	2023П	2022П	2023П	2022П	2023П	2023П
			\$ млн							
X5 Group	RUB	1 550	7 016	8.3	6.7	3.2	2.9	0.37	0.33	13.3%
Магнит	RUB	4 900	8 324	8.4	7.6	4.2	3.7	0.48	0.42	11.9%
Лента	RUB	730	1 407	20.1	9.1	4.7	3.9	0.37	0.34	0.0%
ОКей	RUB	27	122	11.6	23.9	3.9	3.4	0.33	0.30	0.0%
Россия				9.3	7.4	3.8	3.4	0.42	0.38	11.4%
Shoprite	ZAR	24 478	8 352	22.1	20.0	10.3	9.6	0.98	0.86	2.9%
Pick n pay stores	ZAR	6 131	1 746	21.5	20.8	7.4	7.1	0.50	0.45	3.6%
Spar Group	ZAR	13 980	1 554	11.4	10.6	9.4	8.7	0.38	0.35	3.3%
Woolworths	ZAR	6 657	3 911	18.6	14.6	8.7	7.9	1.17	1.08	4.2%
ЮАР				20.1	17.8	9.5	8.8	0.91	0.82	3.3%
Migros Ticaret	TRY	127	1 237	14.2	8.7	4.0	2.7	0.33	0.22	4.8%
Bim Birlesik Magazalar	TRY	128	4 180	11.1	6.9	6.9	4.5	0.58	0.37	9.3%
Bizim Toptan Satis Magazalar	TRY	26	84	10.8	8.5	1.8	1.5	0.11	0.10	0.0%
Eurocash	PLN	12	361	22.5	19.3	5.1	4.8	0.16	0.14	2.6%
Jeronimo Martins	EUR	21	13 265	21.3	19.4	8.4	7.7	0.60	0.54	2.9%
Savola	SAR	29	4 050	22.5	20.4	11.2	11.0	0.97	0.96	2.8%
Abdullah al Othaim Markets	SAR	117	2 802	21.1	24.6	15.4	14.4	1.27	1.17	3.9%
MENA/Разв. Европа				19.5	17.6	9.1	8.1	0.71	0.63	4.1%
Cp all	THB	63	15 589	40.1	28.9	17.2	15.3	1.42	1.31	1.8%
Puregold Price Club	PHP	35	1 758	11.4	10.3	6.3	5.9	0.66	0.60	1.3%
Dfi Retail Group	USD	3	3 383	104.2	17.0	10.6	8.9	0.78	0.74	4.5%
Sun Art Retail Group	HKD	2	2 433	18.3	15.5	1.1	1.5	0.06	0.06	0.3%
President Chain Store	TWD	266	8 848	27.8	24.0	11.0	10.8	1.18	1.12	3.7%
E-mart	KRW	92 000	1 885	2.8	8.1	9.0	8.5	0.47	0.45	2.2%
Разв. Азия без Китая				38.2	23.3	12.7	11.6	1.1	1.0	2.4%
Cencosud	CLP	1 285	3 947	7.1	6.0	6.4	5.9	0.70	0.64	н.д
Walmart de Mexico	MXN	71	63 666	25.4	22.9	14.3	13.1	1.55	1.43	н.д
Organizacion Soriana	MXN	30	2 779	11.6	11.5	6.1	6.0	0.47	0.45	0.0%
Разв. Америка				23.8	21.5	13.5	12.4	1.5	1.3	н.д

Источник: данные компаний, оценки АТОНа
* Исходя из цены бумаг на 18.11.22 и на основе стандарта МСФО 16



Финансовый сектор

Финансовый сектор: банки выстояли, но будут ли они развиваться?

В целом российский банковский сектор выдержал потрясения 2022 г., в том числе благодаря хорошему запасу по капиталу и оперативным решениям ЦБ по снижению ключевой ставки до комфортного уровня. Если по итогам 1П22 общий доналоговый убыток банков составлял около 1.5 трлн руб. (в основном за счет валютной переоценки), то в 2П22 сектор вернулся на прибыльный уровень, хотя полностью перекрыть убыток 1П22 банкам по итогам 2022 г. вряд ли удастся.

За 9М22 объем корпоративных кредитов вырос на 11.9% г/г (+8.1% YTD) до 54.2 трлн руб., а кредиты физлицам – на 10.2% г/г (+5.8% YTD) до 26.5 трлн руб., из которых половина приходится на ипотечные кредиты (+16% г/г). По итогам 2022 г. ЦБ прогнозирует рост кредитов юридическим лицам на 10-13%*, а физическим лицам – на 7-10%, в том числе рост ипотеки на 14-17%. Очевидно, эти прогнозы будут достигнуты.

Строить прогнозы на 2023 г. в условиях высокой экономической и политической неопределенности непросто. Однако мы не исключаем сценарий, при котором крупнейшие публичные российские банки смогут заработать хорошую чистую прибыль, сопоставимую с уровнем 2021 г. Этому будут способствовать стабилизация экономической ситуации в России и, как следствие, существенное сокращение отчислений в резервы по сравнению с огромными резервами, которые банки создали в 1П22. Основанием для подобных ожиданий является рекордная месячная чистая прибыль Сбера за октябрь 2022 г. – 123 млрд руб., которая, по нашим оценкам, сохранится и в 2023 г., а также комментарии главы ВТБ Андрея Костина**, что ВТБ может получить существенную прибыль в

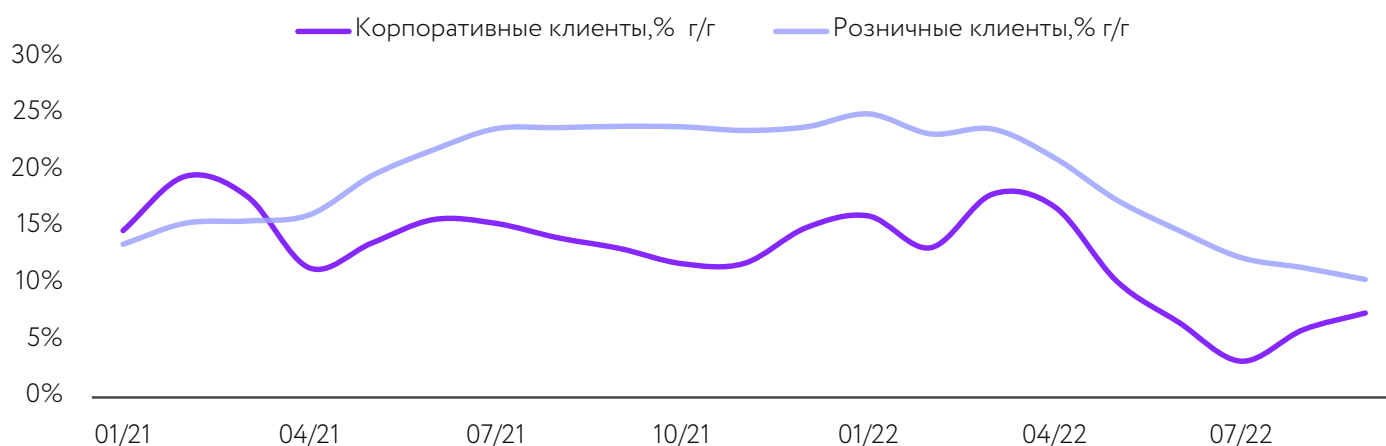
следующем году.

Балансы банков продолжают расти, однако диапазон оценок этого роста достаточно широк. В частности, ЦБ прогнозирует в 2023 г. «вилку» по росту банковских кредитов юридическим лицам на 7-12% г/г***, а физическим лицам – на 9-14% г/г при ожиданиях снижения ВВП на -4-1% и ключевой ставке в диапазоне 6.5-8.5%.

Небанковские финансовые организации – Мосбиржа и Qiwi, по нашим оценкам, получают рекордные чистые прибыли по итогам 2022 г. на фоне высоких процентных ставок во 2К22, волатильности и роста объемов транзакционных операций. Впрочем, в 2023 г. волатильность и ставки должны оказаться ниже, что, вероятно, будет препятствовать повышению доходов, но в то же время оснований для их снижения мы не видим.

Наши фавориты в финансовом секторе на 2023 г.: **Сбер** и **МосБиржа**. Обе компании торгуются с 50%-ным дисконтом к своим пятилетним средним мультипликаторам P/E. Обе компании – лидеры рынка с устойчивой бизнес-моделью и высоким уровнем корпоративного управления, обе нацелены на возобновление дивидендных выплат. По этой причине мы считаем, что акции этих компаний будут себя вести лучше общей динамики рынка. Среди менее ликвидных акций мы выделяем **Qiwi** по причине очень низкой оценки (<2.0x по мультипликатору P/E), но обращаем внимание, что компания зарегистрирована на Кипре, что пока препятствует выплате дивидендов.

Ежемесячная динамика выдачи кредитов: по прогнозам ЦБ, в 2023 г. темпы роста кредитования будут близки к 2022 г. и составят 8-13%



* Заседание Совета директоров ЦБ РФ от 28 октября 2022 г.

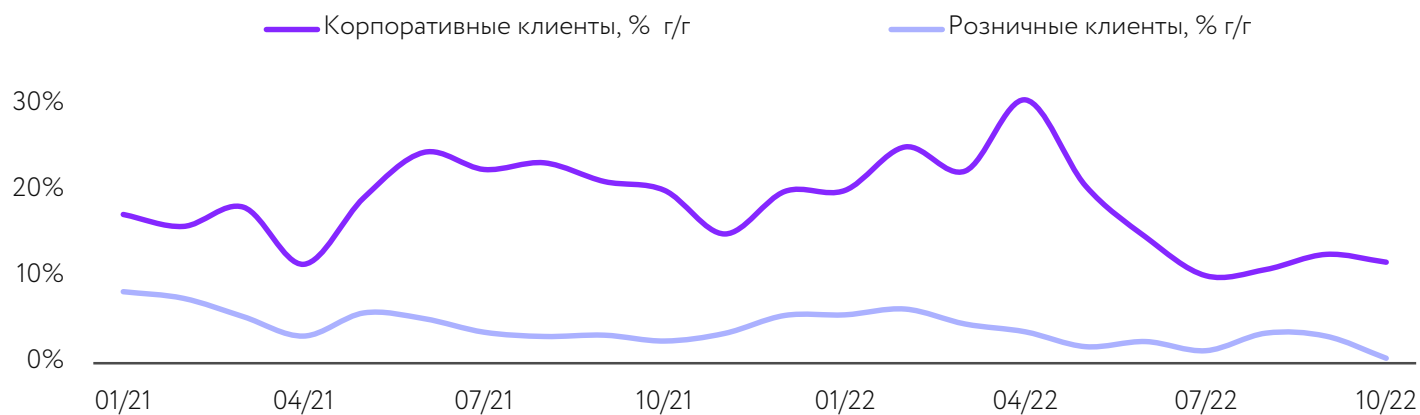
** Открытое интервью «Банковская система России: вчера, сегодня, завтра» от 20 октября 2022 г.

*** Основные направления ДКП на 2023-2025 гг. https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2023_2025/

Источник: данные ЦБ, расчеты АТОНа

Финансовый сектор в графиках

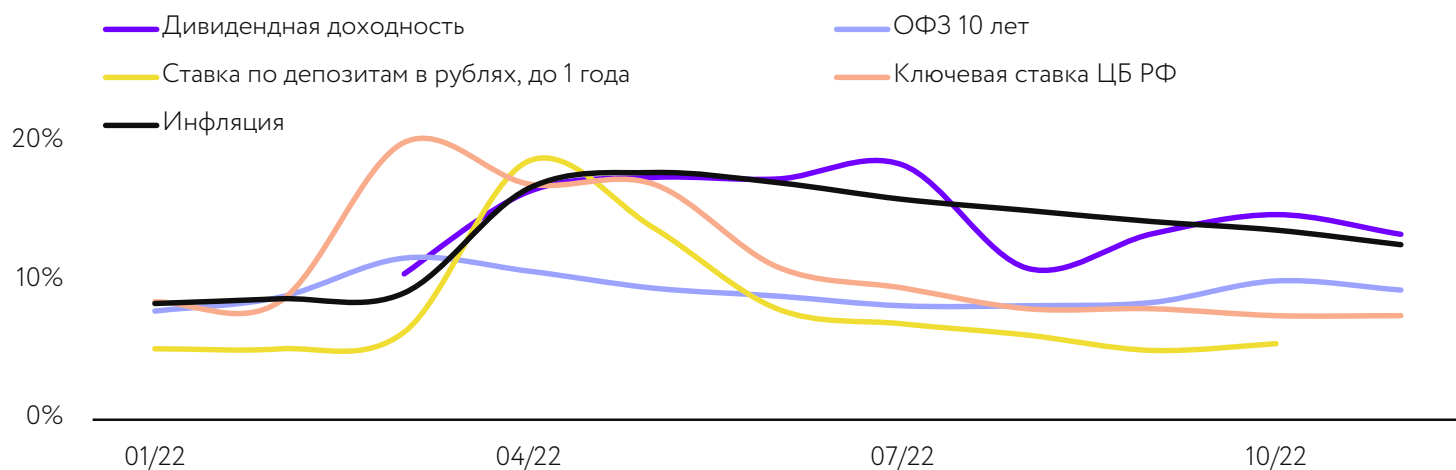
Ежемесячная динамика депозитов: основной прирост идет за счет увеличения средств корпоративных клиентов



Доля просроченных кредитов: качество кредитного портфеля остается стабильным и позволяет банкам не создавать новые резервы



Сравнение показателей доходности в России, %: ставки по депозитам вернулись на докризисный уровень и существенно ниже текущих процентных ставок в экономике.



Прогноз Банка России в рамках базового сценария развития, %

	2021 (факт)	2022П	2023П	2024П	2025П
Инфляция в целом за год	8.4	12.0 – 13.0	5.0 – 7.0	4.0	4.0
Валовой внутренний продукт	4.7	(-3.5) – (-3.0)	(-4.0) – (-1.0)	1.5 – 2.5	1.5 – 2.5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	5.0	(-7.8) – (-6.4)	0.0 – 1.5	0.5 – 1.5	1.5 – 2.5
Ключевая ставка, % годовых, в среднем за год	5.7	10.6	6.5 – 8.5	6.0 – 7.0	5.0 – 6.0
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте, в том числе:	13.9	9 – 12	8 – 13	9 – 14	8 – 13
• к организациям	10.7	10 – 13	7 – 12	8 – 13	8 – 13
• к населению, в том числе:	22.0	7 – 10	9 – 14	9 – 14	8 – 13
– ипотечные жилищные кредиты	26.7	14 – 17	10 – 15	10 – 15	10 – 15

Сравнительная оценка финансовых организаций

Банки	Тикер	Кап-я, \$ млн	P/BV		P/E	
			22П	23П	22П	23П
Россия						
Сбер	SBER RX	52 696	0.54	0.47	13.84	3.41
ВТБ	VTBR RX	3 642	0.11	0.17	отр.	0.88
TCS Group	TCSG RX	8 952	2.61	2.17	14.61	8.95
МКБ	CBOM RX	3 070	0.93	0.85	отр.	10.57
Медиана			0.73	0.66	14.22	6.8
Турция						
Медиана			0.68	0.56	2.54	3.67
Восточная Европа						
Медиана			1.10	1.02	7.21	6.18
Прочие развивающиеся рынки						
Медиана			1.00	0.93	7.47	6.46
Латинская Америка						
Медиана			1.31	1.16	7.24	6.49
Китай						
Медиана			0.38	0.35	3.37	3.17
Западная Европа						
Медиана			0.47	0.44	6.04	6.40
Прочие российские финансовые организации			EV/EBITDA		P/E	
Qiwi	QIWI RX	130	1.25	1.08	2.01	1.74
МосБиржа	MOEX RX	3 176	4.64	4.26	6.35	5.82

По нашим прогнозам, доходы **Сбера** восстановятся в 2023 г., что сделает его оценочные мультипликаторы на 50% ниже средних значений за последние пять лет (2017-2021 гг.).

ВТБ – менее эффективный банк с точки зрения показателя ROE, чем Сбер, а потому исторически оценивался дешевле. Однако текущая разница в расчетных мультипликаторах нам представляется слишком большой. Возможная покупка Группы Открытие укрепит финансовое положение ВТБ. Если к этому добавятся хорошие экономические данные, не исключено, что акции ВТБ будут расти опережающими

рынок темпами в 2023 г.

Рыночную оценку **TCS** и **МКБ** нельзя назвать дешевой. Их текущие мультипликаторы выше среднеотраслевых. Главный вопрос в TCS – какая у банка будет новая долгосрочная стратегия с новым акционером и какие долгосрочные темпы роста.

Qiwi – одна из самых дешевых компаний на российском рынке с высокими темпами роста, но низкой ликвидностью. **МосБиржа**, как и Сбер, торгуется с 50%-ным дисконтом к своим историческим значениям, при этом ее доходы стабильно растут.

Фавориты сектора

Сбер

Сбер вернулся к частичному раскрытию финансовых результатов. По итогам 10М22 банк вышел в прибыль, которая составила за этот период 50 млрд руб. Чистый процентный доход банка за 10М22 вырос на 2.7% г/г до 1 365 млрд руб., а чистый комиссионный доход увеличился на 3.9% до 490 млрд руб. Это хорошие результаты.

В октябре чистый процентный доход составил 159 млрд руб. (+9.8% г/г), чистый комиссионный доход – 56.8 млрд руб. (+17.3% г/г), чистая прибыль – 122.8 млрд руб.

Стоимость риска вернулась к обычному уровню, составив в октябре 0.7%. Доля неработающих кредитов составляет менее 2.2% портфеля, что соответствует уровню 2021 года. Банк выполняет все нормативы достаточности капитала ЦБ РФ и не пользуется послаблениями, введенными Банком России для поддержки банковского сектора.

Инвестиционный взгляд:

Сбер представил очень сильную отчетность. Он смог эффективно нивелировать «процентный шок», причиной которого стало повышение ЦБ РФ ключевой ставки до 20% в марте. Качество активов также выглядит стабильным. Похоже, что Сбер уже в 2023 г. сможет вернуться к нормальному ведению бизнеса, и в этом случае, на наш взгляд, его прибыль может превысить 1 трлн руб., в то время как ранее мы полагали, что восстановление показателей прибыли займет не менее 2-3 лет. При таком раскладе банк торгуется с мультипликаторами P/BV 2023П 0.47x и P/E 2023П около 3.0x, что в два раза ниже исторических средних значений этих показателей.

Инвестиционный взгляд:

Бизнес-модель Биржи остается очень устойчивой. Она генерирует доходы даже в условиях сложной экономической ситуации, и мы не видим оснований для изменения этой тенденции. По нашим оценкам, Мосбиржа торгуется с мультипликатором 2022П P/E в районе 5.7x-6.0x против ее среднего исторического значения 11.0x и 20.0x+ у ее международных аналогов. Мы считаем оценку акций МОЕХ привлекательной, учитывая нециклический характер бизнеса компании.

МосБиржа

На протяжении 9М22 МосБиржа публикует сильные финансовые результаты – растут как комиссионные, так и процентные доходы, несмотря на снижение процентной ставки.

По итогам 2022 г. мы прогнозируем чистую прибыль компании на уровне около 31-32 млрд руб., что станет ее историческим рекордом. Не исключено, что по итогам 2022 г. компания возобновит выплату дивидендов, которые могут составить, по нашим оценкам, 10-12 руб. на акцию.

Результаты 2023 г. будут зависеть от многих факторов, которые трудно прогнозировать: объемы торгов, волатильность, процентные ставки. Однако мы не видим оснований для сокращения доходов. Биржа продолжит стабильно развиваться, как это было последние 20 лет.

Важным фактором поддержки Биржи является дальнейшее открытие новых брокерских счетов, число которых превышает более 22 млн*.

* По данным МосБиржи на октябрь 2022 г.



Недвижимость

Недвижимость: кирпичи российской экономики

Недвижимость играет важную роль в поддержании экономического роста, так как хороший спрос на жилье создает мультипликативный эффект в других отраслях: в металлургии, в производстве строительных материалов, товаров для дома, мебели. В этой связи государство заинтересовано в долгосрочной поддержке и развитии сектора. В частности, в этом году принята государственная программа развития сектора до 2030 г., которая предполагает довести объемы строительства до 120 млн кв. м (+30% к 2021 г.).

Текущий 2022 г. был сложным, но все же успешным для девелоперов. Особенно сильным было 1П22, когда выросли и спрос, и цены на жилье на фоне запуска субсидируемой ипотеки в 7%. Маржинальность девелоперов значительно улучшилась – до 30%+ по EBITDA. Во 2П22, и особенно в 4К22, ситуация резко изменилась. Объявленная частичная мобилизация оказала негативное влияние на рынок недвижимости. В частности, количество сделок ДДУ в Москве и Московской области упало на 36%* м/м, оказавшись всего лишь на 2% выше, чем в рекордно низком мае этого года. При этом более 80% всех сделок на первичном рынке заключены с оформлением ипотеки против 64% в октябре прошлого года. Цены на недвижимость также начали постепенно снижаться.

На следующий 2023 г. у нас в целом нейтральный взгляд на сектор. Мы ожидаем умеренного сокращения рынка недвижимости как в натуральном, так и в денежном выражении. Скорее всего, спрос будет ниже, чем в 2022

г. Допускаем умеренное снижение цен в пределах 10-15%. При этом себестоимость строительства также снижается. Регулятор негативно относится к ситуации, когда льготная ставка по ипотеке в 7% привела к росту цен, и потому не исключает ее отмену в 2023 г. Вместе с тем, скорее всего, сохранятся специальные льготные ипотечные программы, такие как «Молодая семья» или «Дальневосточная ипотека». Да и в целом при текущей ключевой ставке обычная ипотека будет доступна потребителям.

Консолидация сектора продолжится. Возможно, крупнейшие федеральные игроки не только сохраняют, но и увеличат объем строительства и продаж, особенно в регионах за счет ухода менее крупных региональных конкурентов. С точки зрения финансовых результатов, мы допускаем умеренное снижение рентабельности публичных девелоперов после рекордных показателей 1П22, однако в целом их финансовое положение будет оставаться достаточно прочным.

Мы много раз писали, что оценка стоимости акций девелоперов на основе публикуемой финансовой отчетности – трудная задача, связанная со сложностью распознавания доходов и расходов в строительстве, поэтому на динамику акций девелоперов в большей степени оказывают влияние общеэкономические новости, общая динамика рынка акций и перспективы дивидендов. Нашими фаворитами в секторе являются Группа ПИК и ГК Самолет.

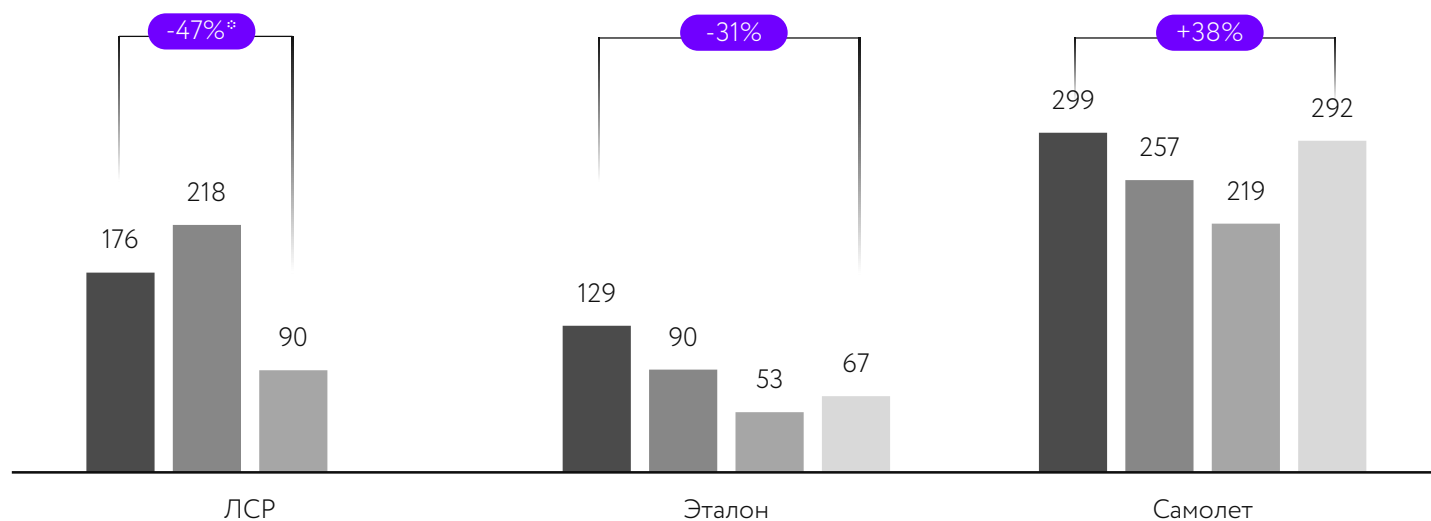
* По данным на октябрь 2022 г., Росреестр

Операционные результаты девелоперов

В 3К22 основную поддержку девелоперам оказали льготная ипотека (80-90% средняя доля ипотеки у лидеров рынка), программы скидок и запуск новых проектов.

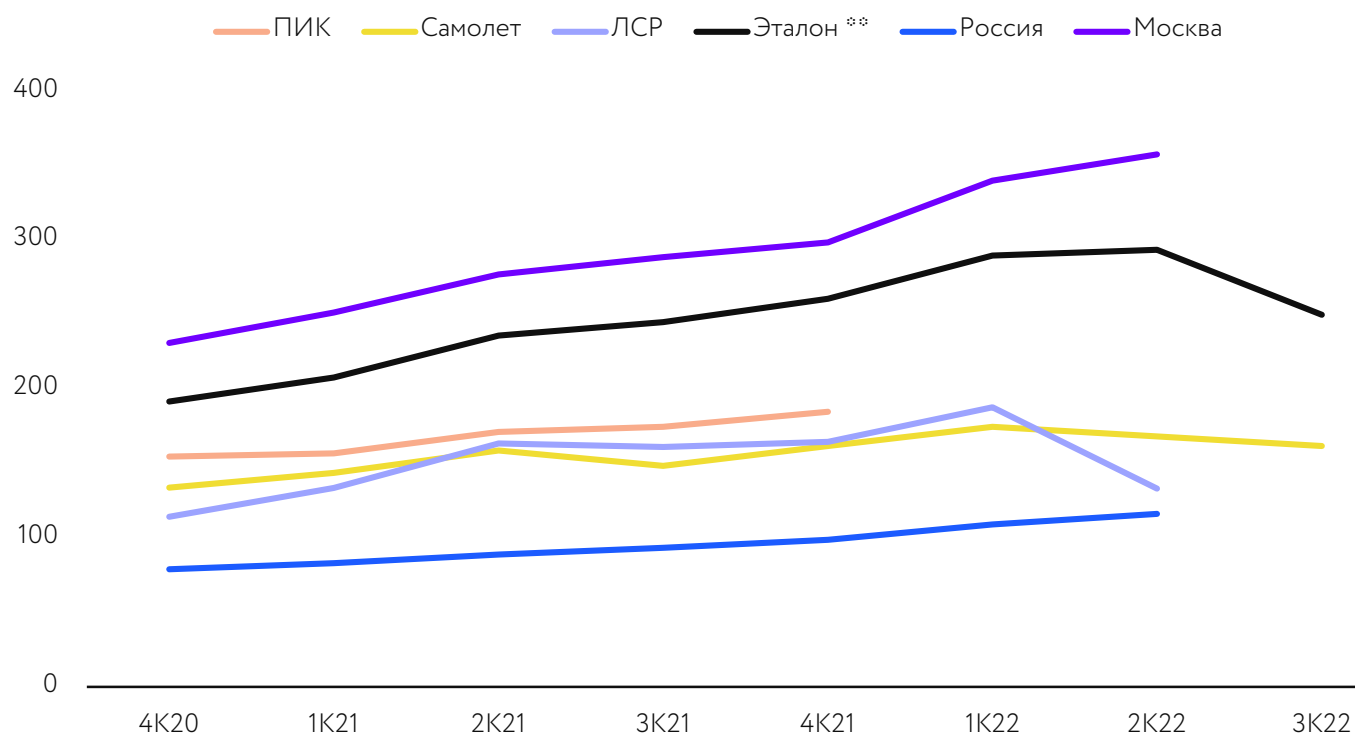
Динамика продаж, тыс. кв. м
Рост в 3К22, % г/г

■ 4К21 ■ 1К22 ■ 2К22 ■ 3К22



К причинам снижения потребительской активности мы относим неопределенность, экономический спад, отток экономически активного населения, а также **ожидания дальнейшего снижения цен**.

Стоимость недвижимости, тыс. руб./кв. м



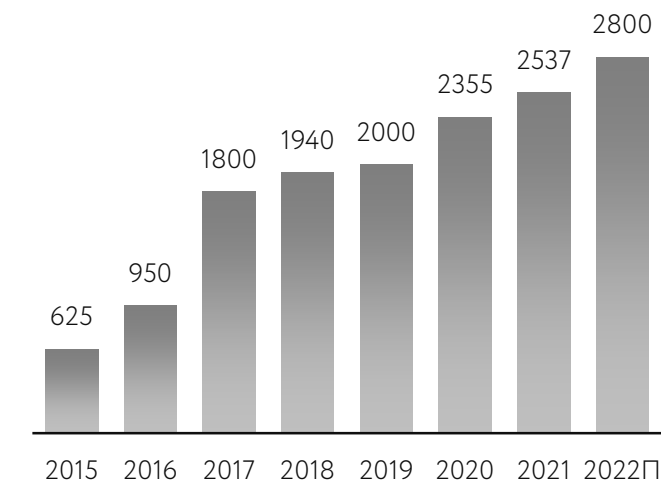
Источник: данные компаний, Росстат, расчеты АТОНа

* Динамика указана за 2К22, % г/г

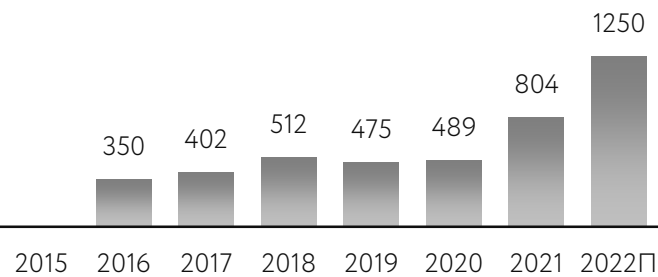
** Цена за кв. м жилой недвижимости

Динамика продаж публичных девелоперов, тыс. кв. м

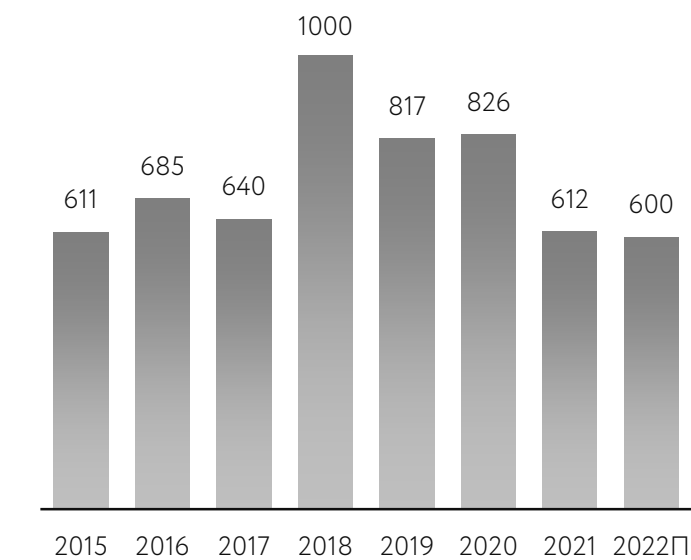
ПИК (PIKK RX): лидер рынка



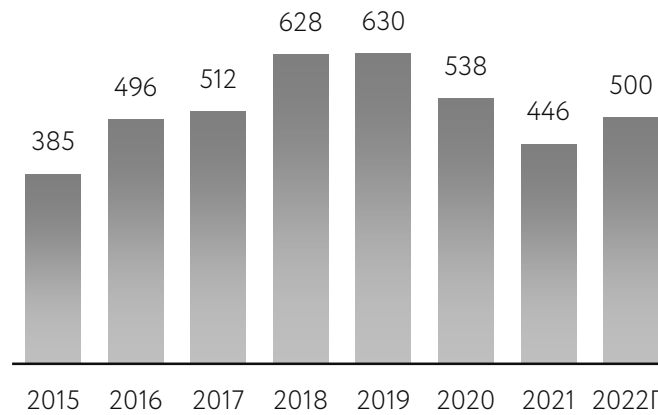
Самолет (SMLT RX): самый быстрорастущий девелопер



ЛСП (LSRG RX): роста нет

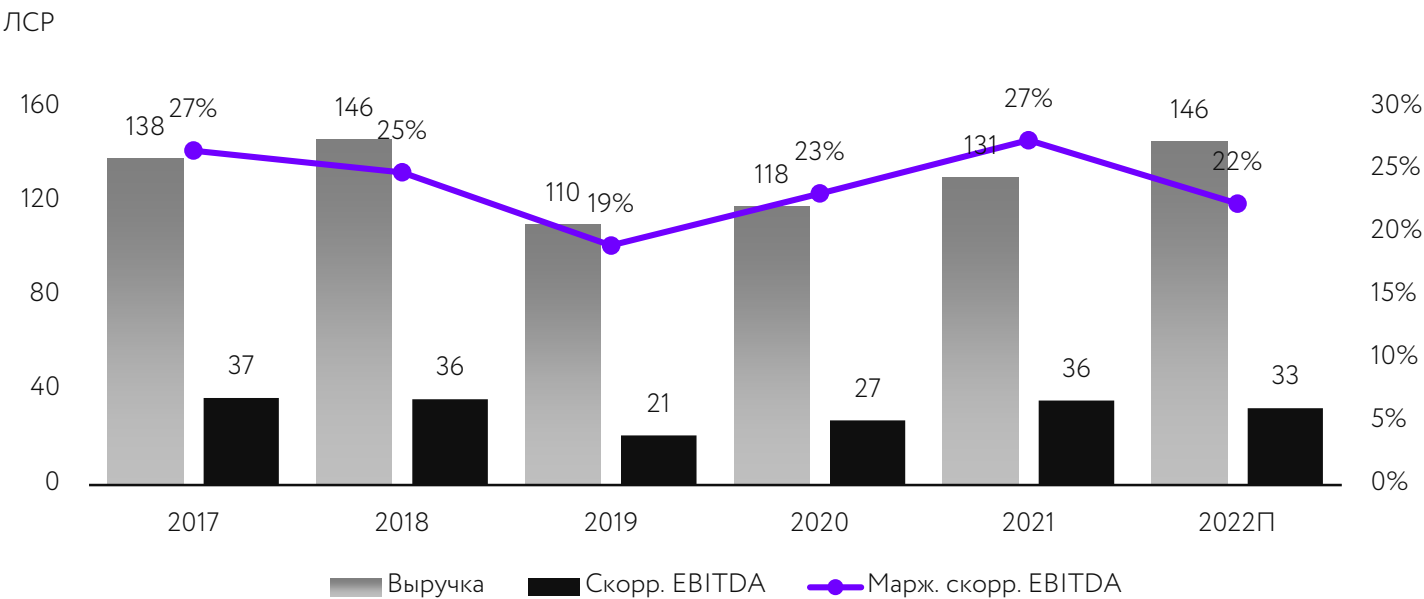
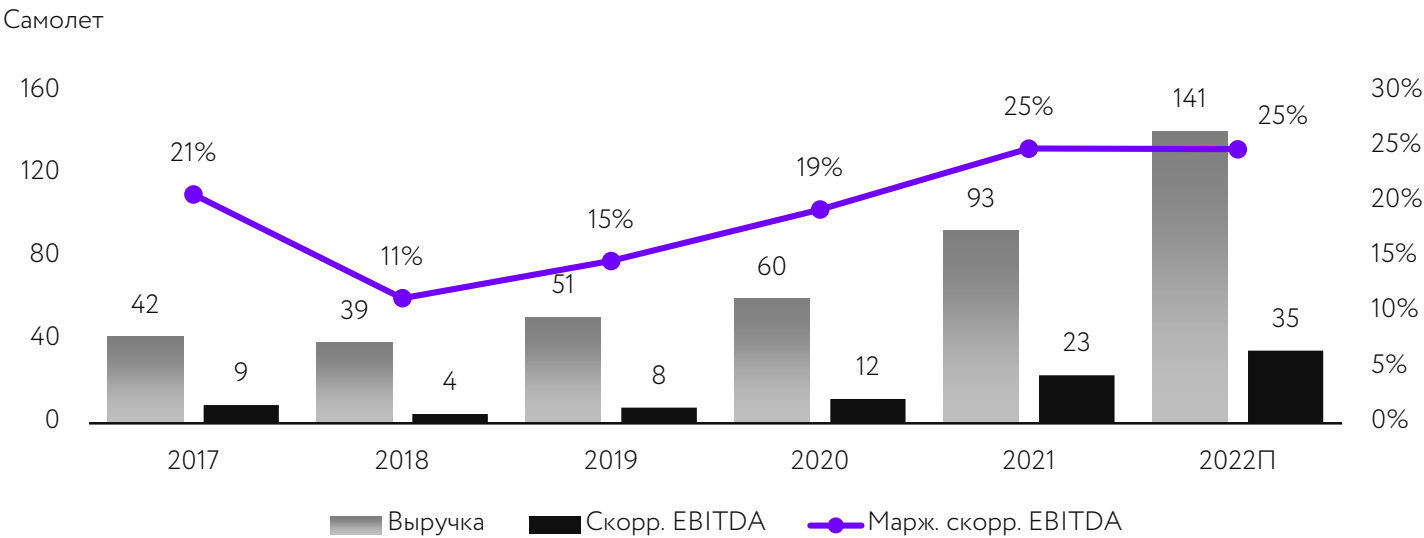
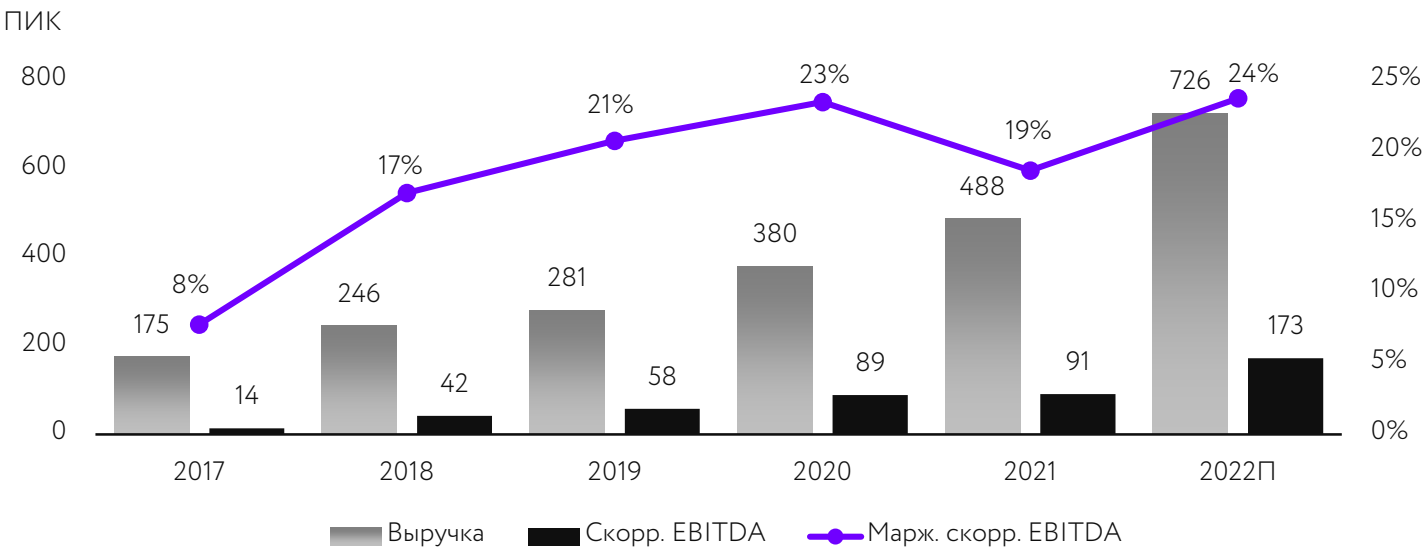


Эталон (ETLN RX): помогут ли Система и Юит?



Источник: данные компаний, прогнозы АТОНа

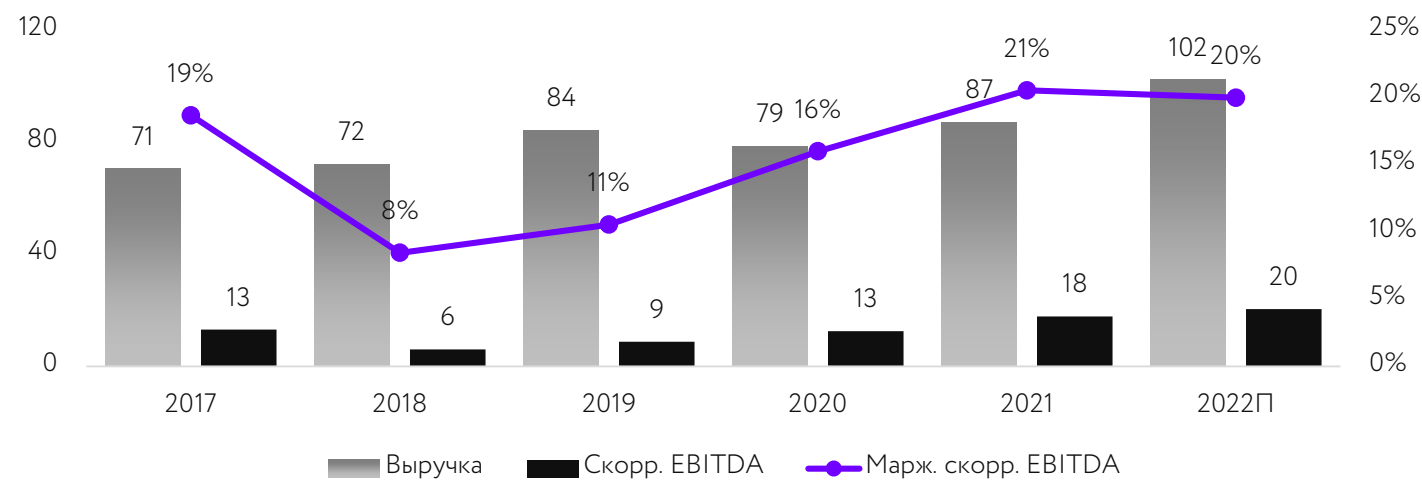
Динамика финансовых результатов девелоперов, млрд руб.



Источник: данные компаний, прогнозы АТОНа

Динамика финансовых результатов девелоперов, млрд руб.

Эталон



Оценка девелоперов

Компании	Тикер	Рын. кап-я, \$ млн	P/S 22	EV/EBITDA 22	P/BV 22	P/NAV 22	Объемы, тыс. м²
ПИК	PIKK RX	8350	1.0	4.1	1.9	0.42	2 500
Эталон	ETLN RX	434	0.3	1.5	0.42	0.09	500
ЛСР	LSRG RX	1100	0.4	3.0	0.7	0.12	600
Самолет	SMLT RX	2923	1.9	5.6	н/м	н/м	700-800

Источник: данные компаний, прогнозы АТОНа

Фавориты сектора

ПИК

ПИК – лидер российского рынка жилой недвижимости с объемами продаж около 3 млн кв. м.

В конце 2021 г. ПИК представил свою долгосрочную стратегию развития, которая предполагала выход компании в новые сегменты рынка: модульное строительство, жилье бизнес-класса, загородные дома, промышленные объекты, а также активное использование цифровых технологий. Мы считаем, что ПИК продолжит ее реализацию, несмотря на кризис, что отразится в дальнейшем укреплении его финансовых показателей.

Инвестиционный взгляд:

В период кризиса 2022 ПИК уменьшил объем раскрываемой рынку финансовой и операционной информации для снижения санкционных рисков. Однако мы полагаем, что положение девелопера остается стабильно хорошим. Мы считаем, что как только компания возобновит публикацию отчетности, интерес к ней со стороны инвесторов вернется.

Инвестиционный взгляд:

Самолет – очень агрессивная с точки зрения развития компания. Она очень быстро растет, и если все представленные ею планы будут реализованы в 2023-2024 гг., стоимость акций может показать очень сильную динамику. Мы считаем Самолет интересной историей роста среди девелоперов с поддержкой цены в виде регулярных дивидендных выплат. По нашим оценкам, компания торгуется на уровне P/NAV 0.35x, что привлекательно при текущем росте операционных результатов.

Самолет

Самолет – самый быстрорастущий публичный девелопер. Если в 2020 г. он продал почти 500 тыс. кв. м жилья, то в 2022 г. планирует реализовать уже около 1.3 млн кв. м, несмотря на кризис. В 2023 г. объем продаж может вырасти до 2-2.4 млн кв. м.

Компания работает по модели asset-light, которая не предполагает наличия большого объема строительных активов и земли на балансе. При этом с участием партнеров компания располагает самым большим земельным банком – 34 млн кв. м.

Сейчас около 85% объема продаж приходится на Московский регион, однако уже к 2024 г. около 25% продаж будет идти от регионов.

Самолет опубликовал сильные финансовые результаты за 1П22 по МСФО. Его рентабельность по EBITDA составляет более 25%. Компания продолжает платить дивиденды. С 2023 г. ее операционный денежный поток станет положительным.



Транспорт

Транспорт: переориентация с Запада на Восток

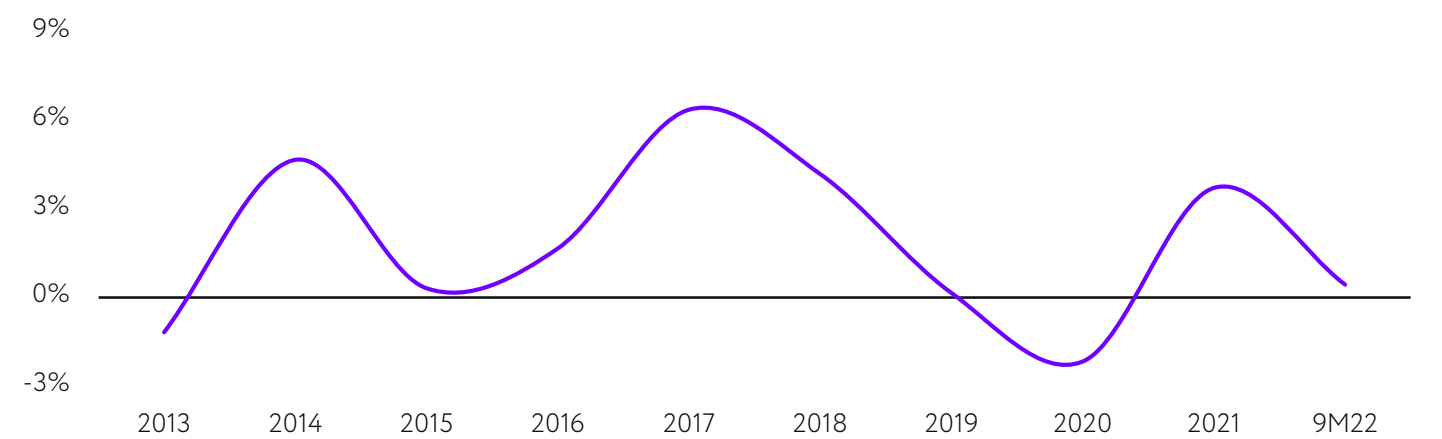
Российский транспортный сектор включает в себя авиаперевозки (торгуемая на рынке компания Аэрофлот), железнодорожные перевозки (Globaltrans), порты (Globalports, ДВМП) и морские перевозки (Совкомфлот, ДВМП). Все эти секторы и компании находятся в различных экономических ситуациях.

Авиаперевозки. По итогам 2022 г. российские авиакомпании перевезут, по нашим оценкам, около 90-95 млн пассажиров. Это на 10% ниже, чем в 2021 и на 20% ниже «доковидного» 2019 г. Мы считаем это вполне хорошим результатом, учитывая прекращение значительной части международных полетов на фоне санкций. Такой результат был достигнут в том числе благодаря субсидиям, которые государство выделяет авиакомпаниям. Стоимость авиабилетов по многим направлениям на внутренних рейсах невысокая, что стимулирует россиян больше летать. Загрузка кресел у перевозчиков хорошая, что является ключевым фактором для восстановления маржи. Кроме того, постепенно восстанавливаются международные перевозки в дружественные страны. Это должно стать благоприятным фактором для роста в 2023 г., который мы интуитивно оцениваем в +10-15%. Вместе с тем о финансовом положении авиакомпаний нам пока мало

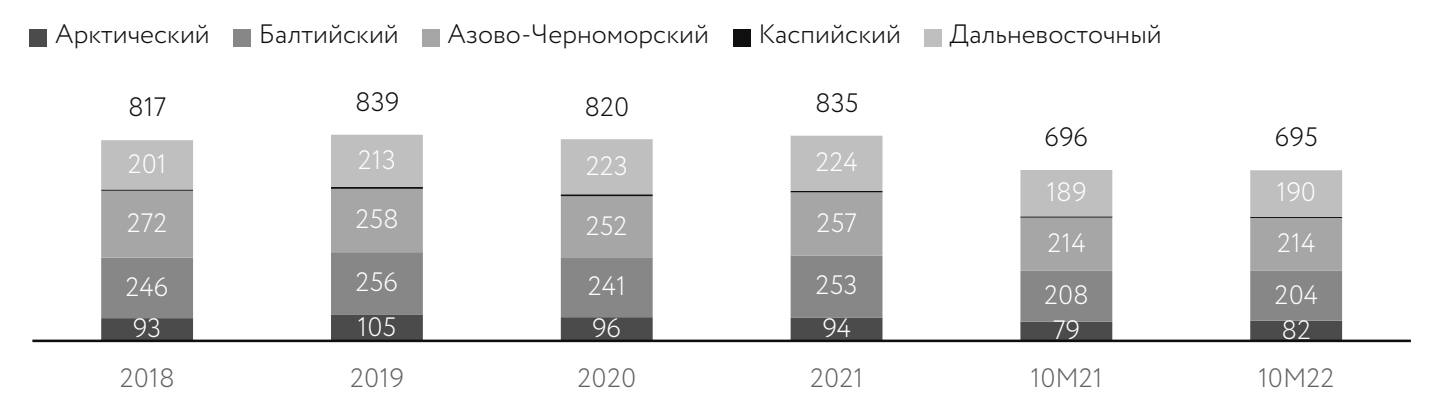
что известно, учитывая, что их отчетность не публикуется. Мы думаем, что оно непростое, поэтому считаем, что акции **Аэрофлота** будут вести себя хуже рынка в течение 2023 г.

Ж/д перевозки. В условиях переориентации многих грузов с запада на восток роль ж/д инфраструктуры крайне важна. Именно поэтому экономическая ситуация в этом секторе остается достаточно стабильной. Да, по итогам 2022 г. объем перевозок грузов на сети РЖД снизится, по нашим оценкам, на 3-4%, но за счет увеличения расстояния перевозок грузооборот практически не меняется относительно 2021 г. Увеличение расстояния перевозок требует больше вагонов, что препятствует значительному росту их профицита (хотя он есть). В результате ставки аренды на полувагоны в 2П22 снижаются лишь умеренно и сейчас находятся на уровне около 1 600 руб. за полувагон в сутки (-20% с начала года), что является комфортным уровнем для ж/д операторов, включая **Globaltrans**. В 2023 г. переориентация грузопотока на Восток продолжится, и спрос на ж/д перевозки сохранится, что должно препятствовать дальнейшему снижению тарифов.

Динамика грузооборота на сети РЖД остается положительной г/г за счет удлинения маршрутов



Грузооборот морских портов, млн т (разбивка по морским бассейнам)



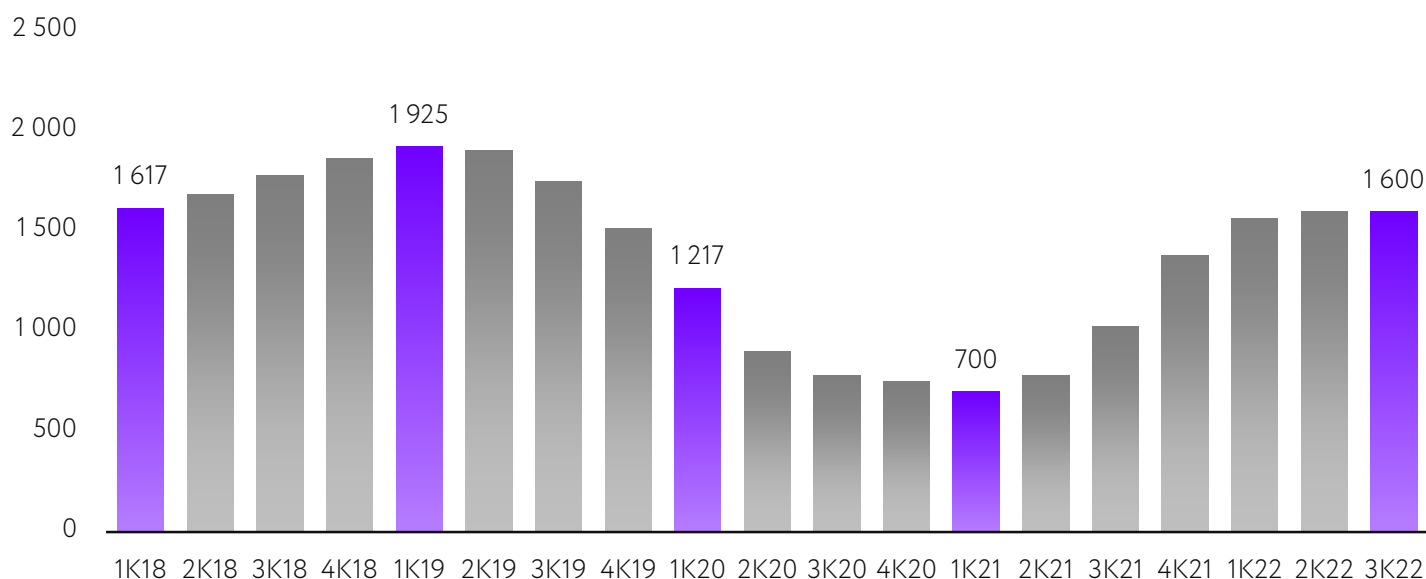
Источник: ФАВТ, Росстат, РЖД, Морпорт

Порты. Удивительно, но по итогам 10M22 грузооборот российских портов не изменился г/г и, вероятно, сохранит нейтральную динамику по итогам всего 2022 г. При этом структура грузооборота и его направление кардинально меняется. В портах Балтийского бассейна наблюдается сильное падение перевалки сухих грузов (-19%) и контейнеров (-52% в 9M22), в то время как перевалка наливных грузов растет (+12%). Напротив, в портах Дальнего Востока перевалка контейнеров увеличилась на 7.7% г/г, и дальнейший рост сдерживается дефицитом портовых мощностей, которые уже загружены на 100%. В 2023 г. грузооборот портов может сократиться, так как многие санкции по экспорту

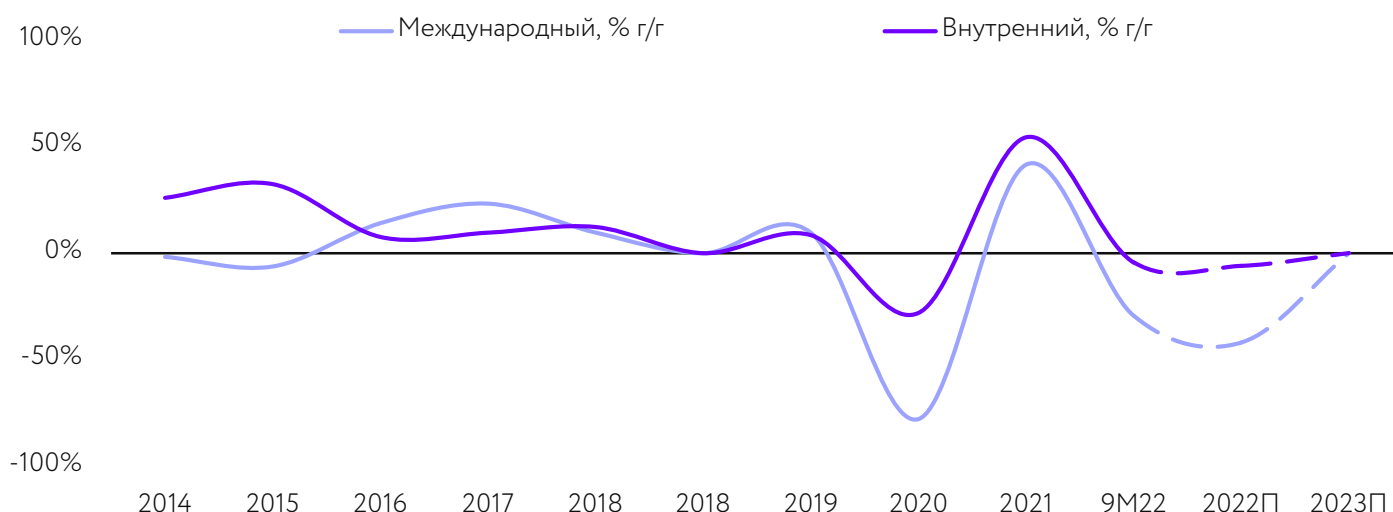
российского сырья начнут действовать в полную силу. В то же время строительство новых перевалочных мощностей может занять несколько лет. Главный бенефициар переориентации грузооборота на Дальний Восток – ДВМП.

Морские перевозки. Среди публичных компаний на МосБирже торгуется **Совкомфлот**. Исторически это была одна из крупнейших международных судоходных компаний, однако сейчас она находится под различными санкциями и не публикует ни финансовые, ни операционные результаты. Нам пока сложно оценить ее текущее финансовое положение и перспективы акций.

Динамика ставок аренды полувагона в сутки: ставки находятся существенно выше кризисного периода 2П20 – 1П21



Пассажиропоток Группы Аэрофлот %, г/г



Источник: ФАВТ, Росстат, РЖД, Ассоциация морских торговых портов

Фавориты сектора

Globaltrans

В России идет структурное изменение логистических маршрутов (в сторону их удлинения), что пока поддерживает стабильный спрос на грузовые вагоны и перевозку грузов.

По итогам 2022 г. грузооборот на ж/д сети сохранится на уровне прошлого года, а ставки аренды полувагонов снизятся со своих пиковых значений на 15-20% до 1 500-1 600 руб. за вагон в сутки. Это является относительно комфортным уровнем для ж/д операторов, который позволяет им продолжать работать с высокой рентабельностью.

Прогнозы на 2023 г. строить сейчас сложно, но можно предположить, что переориентация грузопотока в

сторону Дальнего Востока продолжится и это поддержит благоприятную ценовую конъюнктуру для ж/д операторов.

Globaltrans имеет прекрасные финансовые показатели, минимальную долговую нагрузку и генерирует стабильный денежный поток. Эти факторы позволяют компании устойчиво пройти кризисный период.

Компания зарегистрирована на Кипре, что препятствует выплате дивидендов. Накопленные денежные средства пока тратятся на погашение долга и увеличение вагонного парка, что также повышает стоимость компании.

Инвестиционный взгляд:

по нашей оценке GDR Globaltrans оцениваются с мультипликаторами EV/EBITDA 2022П/23П 1.2х-1.4х и P/E 2022П/23П 2.2-2.6х, предполагая дисконт в 50-70% к их средним значениям за последние пять лет, что очень дешево. Единственным негативным фактором является отсутствие у компании на текущий момент ясных планов по перерегистрации в России.

FESCO Transportation Group

ДВМП – крупнейший вертикально-интегрированный транспортный логистический холдинг на Дальнем Востоке. В его состав входит судоходная компания, Владивостокский морской торговый порт и ж/д оператор.

Компания – ключевой бенефициар переориентации транспортных потоков с Европы на Азию. В текущей

обстановке компания продемонстрировала сильные финансовые результаты за 1П22 по МСФО, а динамика ее акций – одна из лучших в 2022 г.

Одним из важных долгосрочных драйверов роста акций компании является прояснение судьбы пакета акций ДВМП, который принадлежит З. Магомедову (32%).

Инвестиционный взгляд:

акции компании стоят недорого, но дороже, чем GDR Globaltrans. Ликвидность в акциях также низкая, и планов ее повышать пока нет. Дивиденды компания не выплачивала. Вместе с тем это очень перспективная ставка на развитие транспортной инфраструктуры на Дальнем Востоке.

Сравнительная оценка транспортных компаний

Мультипликаторы авиакомпаний

Компании	Тикер	Кап-я,		EV/EBITDA		P/E	
		\$ млн	EV, \$ млн	2022П	2023П	2022П	2023П
TURKISH AIRLINES	THYAO TI	7 932	17 599	4.0	5.0	4.6	4.4
CHINA AIRLINES	2610 TT	3 323	5 577	22.4	15.8	5.6	4.8
CATHAY PACIFIC	293 HK	6 188	17 075	н.д.	13.5	8.9	6.7
COPA HOLDINGS	CPA US	3 266	4 031	11.0	8.6	6.2	4.9
DELTA AIRLINES	DAL US	21 839	44 307	11.8	7.1	8.0	6.2
AMERICAN AIRLINES	AAL US	9 066	42 516	н.д.	9.7	12.8	8.7
ICG	IAG LN	7 764	19 280	40.9	9.3	6.1	4.6
QANTAS AIRWAYS	QAN AU	7 252	9 945	8.1	7.2	3.6	3.4
AIR FRANCE-KLM	AF FP	3 324	10 788	59.4	10.9	3.2	3.0
LUFTHANSA	LHA GR	8 993	15 053	19.1	12.8	4.4	3.9
UNITED AIRLINES	UAL US	14 131	32 414	20.8	7.4	6.8	4.8
SOUTHWEST AIRLINES	LUV US	22 343	18 782	16.4	12.2	5.5	4.6
KOREAN AIR LINES	003490 ks	6 951	11 619	5.5	6.8	3.5	4.5
Среднее				19.9	9.7	6.1	5.0
Медиана				16.4	9.3	5.6	4.6
Аэрофлот*	AFLT RX	1 603	11 281	10.0	7.8	н.д.	н.д.

Мультипликаторы ж/д операторов

Компании	Тикер	Кап-я,		EV/EBITDA		P/E	
		\$ млн	EV, \$ млн	2022П	2023П	2022П	2023П
Canadian National Railway	CNR CN	84 060	95 192	14.7	14.0	22.0	20.4
Canadian Pacific Railway	CP US	72 362	87 187	26.9	23.8	27.5	23.1
CSX	CSX US	65 070	81 217	10.8	11.1	16.3	16.3
Aurizon Holdings	AZJ AU	4 559	6 751	6.6	6.2	13.3	12.8
Norfolk Southern	NSC US	56 851	70 705	11.6	11.6	17.9	17.4
Union Pacific	UNP US	128 998	162 736	13.1	12.8	18.2	17.6
Daqin Railway	601006 CH	13 609	12 554	3.9	4.1	7.6	7.7
PKP Cargo	PKP PW	128	670	3.9	4.7	н.д.	н.д.
Среднее				11.4	11.0	17.5	16.5
Медиана				11.2	11.3	17.9	17.4
Globaltrans	GLTR RX	713	918	1.2	1.4	2.2	2.6
ДВМП	FESH RX	1 904	2 054	1.8	1.7	3.9	3.6

Оценка мультипликаторов Аэрофлота носит индикативный характер, так как компания приостановила публикацию отчетности. Долг компании приводится на основе последней отчетности за 9М21 г. Учитывая, что компания провела за последние 2 года две допэмиссии, мы не считаем ее акции недооцененными.

Напротив, GDR Globaltrans выглядят очень дешевыми по мультипликаторам по сравнению как с компаниями-аналогами, так и со своим историческим средним значением, что отчасти связано с регистрацией компании на Кипре и сложностями в выплате дивидендов.

Источник: Yahoo.Finance, данные компаний, расчеты АТОНа



Электроэнергетика

Электроэнергетика: стабильность во все времена

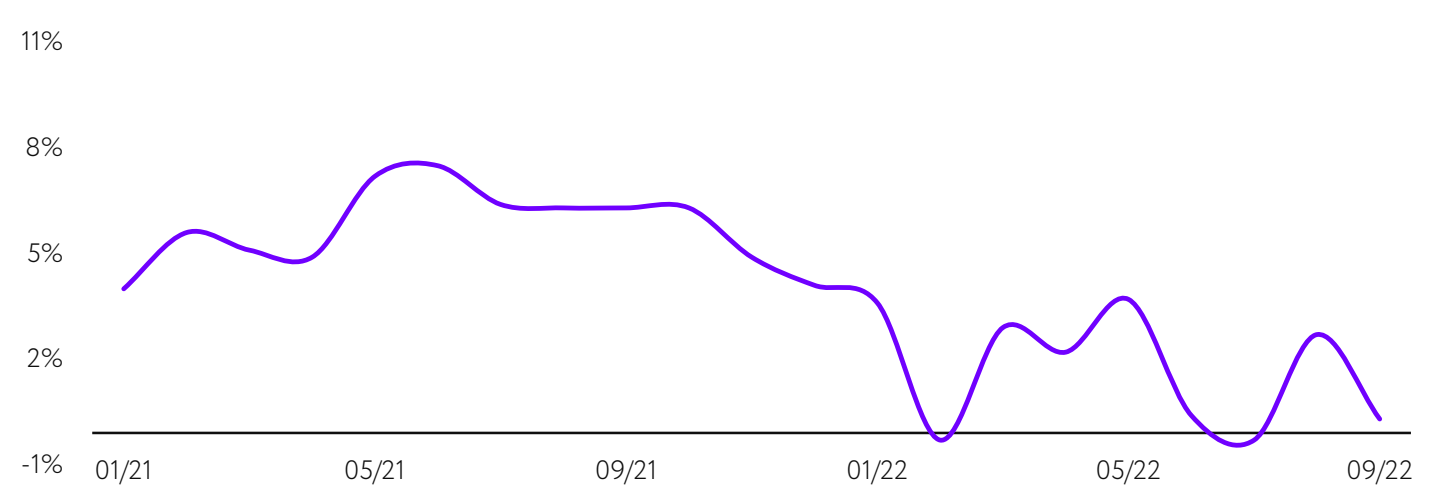
С точки зрения производства ущерб электроэнергетике от экономического кризиса и санкций пока минимален. Да, динамика потребления электроэнергии постепенно снижается на фоне экономического спада, но при этом цены на электроэнергию остаются на хорошем уровне и даже растут, что позволяет генерирующим компаниям работать с высокой рентабельностью. Задержки платежей со стороны потребителей – один из ключевых рисков сектора – пока тоже существенно не увеличиваются. Главной проблемой отрасли скорее является необходимость ремонтировать иностранные турбины, и в этом плане могут возникнуть сложности в долгосрочной перспективе. Для экономии ресурса турбин производители могут стремиться сокращать их производительность.

Иностранные инвесторы – Uniper, Enel, Fortum – уходят из России и продают свои активы. Энел Россия уже

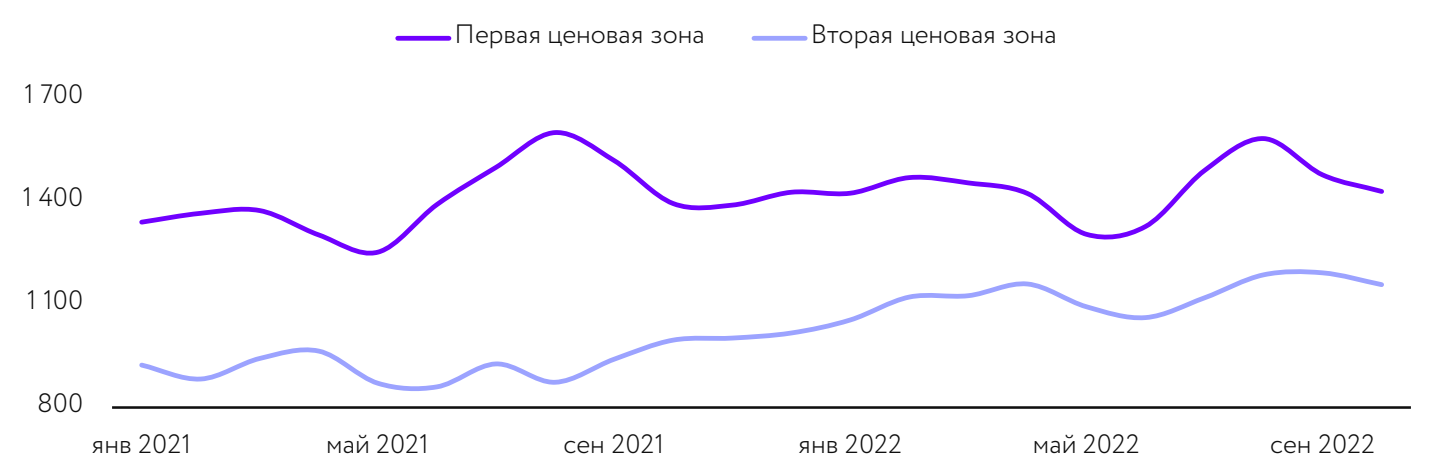
продана ЛУКОЙЛу и Газпромбанку. На очереди Юнипро, интерес к которой выказывают Газпромбанк и Интер РАО. При этом президентская комиссия по иностранным инвестициям пока наложила запрет на продажу энергетических активов в России иностранцами. Решения о таких сделках будут приниматься в индивидуальном порядке.

В государственных энергетических компаниях (РусГидро, Интер РАО, ФСК) мы не исключаем рост инвестиций в сектор энергетического машиностроения, который должен заместить на рынке оборудования ушедшие иностранные компании. Это может повлиять на размеры дивидендов энергетических госкомпаний в будущем. В 2023 г. будет также интересно наблюдать за продолжением реформы сетевого комплекса и работой объединенной ФСК.

Динамика потребления электроэнергии в России: наблюдается постепенное замедление, но не спад



Динамика цен на электроэнергию



Данные компаний, расчеты АТОНа

Фавориты сектора

Юнипро

Юнипро показывает сильные финансовые результаты в условиях спада ВВП. По итогам 9М22 выручка увеличилась на 22% г/г до 77.6 млрд руб., EBITDA – на 46% до 32.1 млрд руб., а чистая прибыль составила 21.5 млрд руб. (+65% г/г) на фоне роста потребления электроэнергии, повышения цен на рынке РСВ и ввода в эксплуатацию Берёзовской ГРЭС. Прогнозы на 2022 и 2023 гг. также обещают дальнейший рост доходов компании.

Контролирующим акционером Юнипро является немецкий концерн Uniper, что обеспечивает высокий уровень корпоративного управления. Юнипро пока не платит дивиденды, так как не может их перевести своему иностранному акционеру. Деньги копятся на балансе компании. При этом Uniper ищет покупателя на свой российский актив, но пока не имеет разрешения от правительства на его продажу.

Инвестиционный взгляд:

По нашим оценкам, акции Юнипро торгуются на очень низких уровнях – 1.9x по мультипликатору EV/EBITDA 2022П и 3.1x по мультипликатору P/E 2022П, скорректированному на обесценение. Это на 50% ниже, чем исторические средние мультипликаторы, притом что компания нециклична и способна генерировать стабильный денежный поток. Продажа Юнипро российским инвесторам, во-первых, открывает путь к возобновлению дивидендных выплат, а во-вторых, предполагает oferty миноритариям по цене выше рыночной.

Инвестиционный взгляд:

С учетом огромной денежной позиции и казначейских акций, которые составляют 30% капитала компании, акции Интер РАО одни из самых дешевых на рынке. В этом статусе они находятся уже много лет – инвесторы игнорируют наличие у компании больших денежных средств, как и в случае с Сургутнефтегазом. При этом возможные крупные сделки M&A сделают возможной трансформацию денежных средств в рост доходов и станут мощным катализатором роста стоимости акций Интер РАО. Слухи о возможных M&A-сделках вокруг Интер РАО возникают последние лет пять, но никаких реальных крупных сделок пока так и не состоялось.

Интер РАО

Интер РАО – одна из самых дешевых компаний российского фондового рынка. Компания работает с высокой рентабельностью и генерирует большой денежный поток, который, по нашим оценкам, превышает 100 млрд руб. ежегодно.

Компания приостановила публикацию своих финансовых результатов после начала СВО. По нашим оценкам, на ее балансе может быть накоплено более 300 млрд руб. Интер РАО может выступить в роли консолидатора отрасли и активно участвовать в сделках M&A. В частности, компания может быть заинтересована в покупке Юнипро.

Дивидендная политика компании предполагает выплату дивидендов в размере не менее 25% величины чистой прибыли.

Сравнительная оценка электроэнергетических компаний

Компании	Тикер	Кап-я, \$ млн	EV, \$ млн	EV/EBITDA		P/E	
				2022П	2023П	2022П	2023П
Россия							
РусГидро	HYDR RX	5 417	7 336	3,7	3,5	6,7	6,7
Интер РАО	IRAO RX	1 229	-3 610	отр.	отр.	1,0	1,0
Юнипро	UPRO RX	1 414	1 196	1,9	1,9	3,1	2,9
Медиана				2.6	2.3	5.7	2.8
Развивающиеся рынки							
CLP Holdings LTd	2 HK	18 468	27,649	12.6	8.6	22.7	12.7
China Resources Power	836 HK	8 683	26,817	7.0	5.8	7.8	6.1
CGN Power Corp	1816 HK	17 159	50,569	10.8	10.1	7.8	7.2
Huadian Power International	1071 HK	7 107	28,460	17.7	12.5	7.9	5.4
China Yangtze Power Co	600900 CH	66 939	82,902	11.9	9.7	17.5	15.9
NTPC	NTPC IN	19 608	46,830	8.4	7.6	9.3	8.4
Ratchaburi Elec Gen Holding	RATCH TB	2 454	3,452	15.5	7.9	10.3	9.4
CEMIG	CMIG4 BZ	4 964	6,205	5.7	5.0	6.5	5.8
Eletrobras	ELET6 BZ	19 005	25,412	9.4	7.1	19.7	12.6
PGE	PGE PW	3 210	3,303	1.8	1.8	4.6	3.9
EDP	EDP PL	18 040	41,325	9.8	8.8	20.4	16.2
EDP Renovaveis	EDPR PL	21 986	30,040	14.1	13.5	30.3	30.2
CEZ	CEZ CP	18 526	23,541	4.9	4.2	7.0	7.3
Среднее				9.4	7.5	12.7	10.3
Медиана				7.0	6.5	7.8	7.2

РусГидро – одна из немногих российских акций, которая продемонстрировала рост с начала года. Вероятная причина – скупка пакета акций компании РУСАЛом, который уже аккумулировал около 5% компании. При этом текущая рыночная стоимость акций достаточно высокая.

Интер РАО. Как мы писали выше, это одна из самых недооцененных российских акций, учитывая денежную позицию компании и 30%-ую долю казначейских

акций. Фактически компания торгуется с отрицательным EV/EBITDA. Драйверами роста акций могут быть сделки M&A и увеличение дивидендных выплат.

Юнипро. Исторически компания была одной из самых дорогих в секторе благодаря хорошему корпоративному управлению и высоким дивидендам. Сейчас акции компании торгуются с дисконтом в 50% к пятилетним средним значениям.

Глоссарий

ACWI	Глобальный индекс акций, который измеряет эффективность акций как на развитых, так и на развивающихся рынках
AISC	Совокупные денежные затраты
Brent	Эталонная марка (сорт) нефти, добываемой в Северном море
BRICS	Межгосударственное объединение пяти государств: Бразилии, России, Индии, КНР, ЮАР
CAGR	Совокупный среднегодовой темп роста
Commodities	Сырьевые материалы
CIS Black Sea	Черное море СНГ
DM	Развитые рынки
EBITDA	Объем прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации
EM	Развивающиеся рынки
Euroclear	Одна из двух клиринговых палат по ценным бумагам в Еврозоне
EV	Показатель общей стоимости компании
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса к EBITDA
FAANG	Facebook, Amazon, Apple, Netflix и Google
Free-float	Доля акций, находящихся в свободном обращении
G7	Большая семерка
GDR	Глобальная депозитарная расписка, которая, как правило, обращается в нескольких странах
GIE	Объединение операторов газопроводов в Европе
GMV	Совокупный объем продаж через торговую площадку за определенный период времени
Henry Hub	Газовый хаб в США
HY	Высокая доходность
IAS	Международные стандарты по ведению бухгалтерского учета
IG	Инструмент инвестиционного уровня
IMF	Международный валютный фонд
IPO	Первичное публичное размещение акций
ISIN	Международный идентификационный код ценной бумаги
IT	Информационные технологии
LFL	Метод оценки продаж, который позволяет определить объем продаж или уровень деловой активности, достигнутый благодаря деятельности, сравнимой с предыдущим годом
M&A	Сделки слияния и поглощения
MICEX (IMOEX)	Индекс Московской биржи
MSCI	Фондовый индекс российского рынка
MSCI EAFE	Индекс развитых рынков вне Северной Америки
NBP	Газовый хаб в Великобритании
P/BV	Коэффициент Цена/Балансовая стоимость
P/E	Коэффициент Цена/Прибыль
P/NAV	Коэффициент Цена/Величина чистых активов
REITS	Инвестиционный фонд недвижимости
ROE	Отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании
Small caps	Акции компаний с малой капитализацией
TCC	Общие денежные затраты
TTF	Газовый хаб в Нидерландах
Urals	Российская марка экспортной нефтяной смеси
UST	Облигации, выпущенные Министерством финансов США
Value	Бумаги крупных компаний с уже устоявшимся бизнесом
YTD	Период от начала года до текущей даты
АКИТ	Ассоциация компаний интернет-торговли
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
барр.	Баррель
бнэ	Баррель нефтяного эквивалента
ВВП	Валовый внутренний продукт
Г/к	Горячекатный
ГРЭС	Районная электростанция государственного образца
ДДУ	Договор долевого участия
Девелопер	Инвестор в строительство объекта с целью получения прибыли от продажи или сдачи в аренду

Глоссарий

долл.	Доллар США
Дюрация	Эффективный срок до погашения облигации
Еврокомиссия	Европейская комиссия
ЕРЗ РФ	Единый ресурс застройщиков Российской Федерации
ЕС	Европейский союз
ж/д	Железнодорожный
ЖУВ	Жидкие углеводороды
Индекс РТС	Индекс российской торговой системы
ИПЦ	Индекс потребительских цен
кв. м	Квадратный метр
куб. м	Кубический метр
Купон	Денежные выплаты держателям облигаций
Марж. скорр.	Прибыльность продаж компании без учета затрат на проценты по кредитам, выплату налога на прибыль и амортизацию
EBITDA	прибыль и амортизацию
Минэнерго	Министерство энергетики
млн	Миллион
млрд	Миллиард
Мосбиржа	Московская биржа
МПП	Металлы платиновой группы
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
Мультипликатор	Коэффициент финансовых показателей и ее стоимости
МЭА	Международное энергетическое агентство
н.д.	Нет данных
НДПИ	Налог на добычу полезных ископаемых
НПЗ	Нефтеперерабатывающий завод
НПЗ ТАНЕКО	Российское предприятие нефтеперерабатывающей отрасли, включающее строящийся комплекс нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в городе Нижнекамске Республики Татарстан
НРД	Национальный расчетный депозитарий
ОПЕК	Организация стран-экспортеров нефти
ОФЗ	Облигация федерального займа
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
пп	Процентный пункт
Пут опция	Производный инструмент финансового рынка, который дает держателю право продать
ПХГ	Подземное хранилище газа
Рентабельность	Относительный показатель экономической эффективности
РЕПО	Вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РЖД	Российские железные дороги
Ритейлер	Компания, занимающаяся продажей различных товаров конечному потребителю
Росстат	Федеральная служба государственной статистики
РСБУ	Российские стандарты бухгалтерского учета
руб.	Рубль РФ
РФ	Российская Федерация
СВО	Специальная военная операция
СПГ	Сжиженный природный газ
Спред	Разница между какими-либо численными финансовыми значениями
США	Соединенные Штаты Америки
Телекомы	Компании, предоставляющие услуги сотовой связи для своих абонентов
Тикер (ISIN)	Краткое название котируемого инструмента на бирже
ТКУ	Твердый коксующийся уголь
трлн	Триллион
ТС	Транспортное средство
тыс.	Тысяча
ФАВТ	Федеральное агентство воздушного транспорта
Флоатер	Облигация с переменным купоном
ФНБ	Фонд национального благосостояния России
Форвардный мультипликатор	Мультипликатор на основе прогнозных финансовых показателей
ФРС	Федеральная резервная система
ЦБ РФ	Центральный Банк России

Эксперты

Управление продаж институциональным клиентам АТОН



Дмитрий Ерохин
Продажи, рынок акций
+7 (495) 287-92-85
dmitry.erokhin@aton.ru



Евгений Русских
Продажи, рынок акций
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3632)
evgeny.russkikh@aton.ru



Дмитрий Ансимов
Треjder, рынок акций
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3668)
dmitrii.ansimov@aton.ru



Алексей Кривошеев
Треjder, рынок акций
+7 (495) 287-92-87
alexey.krivosheev@aton.ru

Управление продаж институциональным клиентам АТОН



Виктор Дима
Руководитель департамента
анализа рынка акций
Потребительский сектор,
телекомы, ИТ
+7 (495) 213-03-44
victor.dima@aton.ru



Андрей Лобазов
Нефть и газ, металлы и добыча
+7 (495) 213-03-37
andrey.lobazov@aton.ru



Михаил Ганелин
Транспорт, банки, финансы,
недвижимость
+7 (495) 213-03-38
mikhail.ganelin@aton.ru



Александр Кудрин
Главный стратег
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)
alexander.kudrin@aton.ru

Эксперты

Аналитический департамент АТОН



Алексей Каминский

Ведущий стратег

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2644)
alexey.kaminskiy@aton.ru



Артём Привалов

Долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3665)
artem.privalov@aton.ru



Мария Федорова

Нефть и газ, металлы и добыча

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3649)
maria.fedorova@aton.ru



Алексей Товстогань

Долговые инструменты

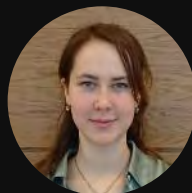
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
aleksey.tovstogan@aton.ru



Михаил Виноградов

Потребительский сектор,
телекомы, ИТ

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3651)
mikhail.vinogradov@aton.ru



Алина Караваева

Транспорт, банки, финансы,
недвижимость

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3645)
alina.karavaeva@aton.ru



подписаться

Еженедельная рассылка

Получайте на почту аналитические дайджесты
и подробный анализ наиболее важных тем
в текущей ситуации

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете ценные бумаги/цифровые финансовые активы/цифровая валюта 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. 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 может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги 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 такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. На данный материал не распространяются какие-либо запреты относительно распространения инвестиционно-аналитических продуктов. 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 ценных бумаг/цифрового финансового актива/цифровой валюты 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 ценных бумагах/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 ценные бумаги сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках. <https://www.aton.ru/support/document/dogovory/>

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, 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/document/dogovory/>

В случае если финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/цифровая валюта торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если инструмент/актив/валюта ограничены в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого инструмента/актива/валюты (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/цифровая валюта 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 физических лиц в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данные финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/цифровую валюту 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 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.

Информация, содержащаяся в этом материале, не должна рассматриваться как предложение, приглашение или стимул к покупке или продаже определенных ценных бумаг или других финансовых инструментов/цифровых финансовых активов/цифровой валюты; это не совет или индивидуальная инвестиционная рекомендация или любая другая форма нашего мнения о том, соответствует ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/цифровая валюта вашим финансовым или другим интересам, ожиданиям в отношении прибыльности от операций с финансовыми инструментами/цифровым финансовым активом/цифровой валютой, 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.

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/>

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 www.cbr.ru
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) www.naufor.ru
- Саморегулируемая организация «Национальная финансовая ассоциация» (СРО НФА) www.new.nfa.ru/