



РоссельхозБанк



СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ: Фокус на дивиденды и перспективные отрасли

Аналитический отдел РСХБ



Несмотря на существенный рост с начала года российский рынок в долгосрочной перспективе продолжает оставаться одним из самых фундаментально недооцененных фондовых рынков мира. Текущая коррекция создает благоприятные возможности для формирования долгосрочного портфеля с фокусом на перспективные отрасли и дивидендную доходность. В этой стратегии мы предлагаем подборку наиболее привлекательных, с нашей точки зрения, российских компаний, акции которых могут показать существенный рост в 2022 году.

За последние 5 лет (с начала 2017 по 29.11.2021) индекс Мосбиржи, несмотря на существенные просадки на фоне обострения как геополитических, так и глобальных рисков, вырос более чем в 1,7 раза. Индекс Мосбиржи полной доходности с начала 2017 года вырос на 133,4%, демонстрируя среднегодовую доходность около 23%. С начала 2021 года индекс Мосбиржи вырос на 18,26%, при индекс полной доходности (с учетом дивидендов) – на 23,5%. В долларовом эквиваленте российский рынок (RTS Index) вырос с начала года на 18,2%.

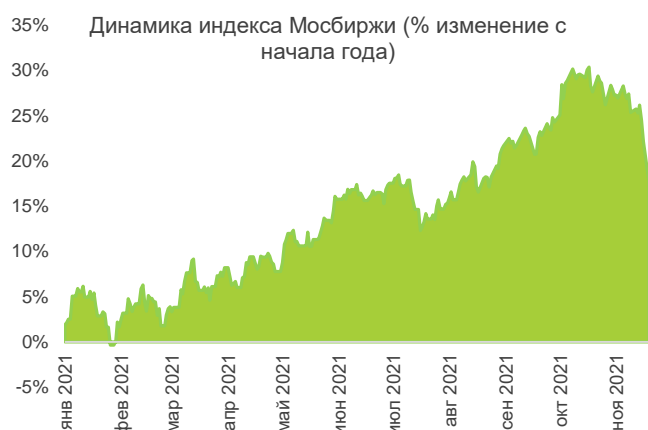
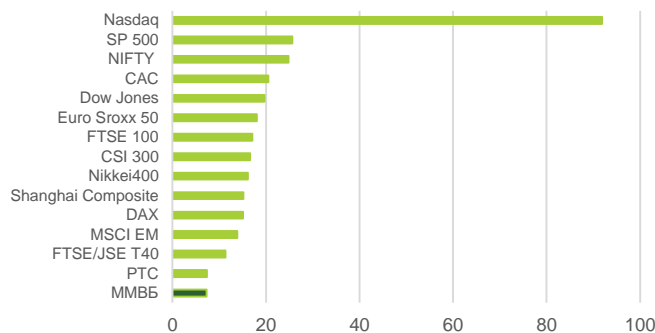
Одним из главных факторов роста капитализации российского рынка являлся значительный приток частных инвесторов - число активных клиентов по итогам октября 2021 года достигло рекордного уровня 2,4 млн. человек, а общее число количество клиентов - физических лиц возросло с 8.7 млн. в начале года до 14.5 млн. Кроме того, следует отметить фундаментальные факторы – восстановление экономики России и финансовых показателей компаний после 2020 года и, прежде всего, компаний **нефтегазовой отрасли**, которые продемонстрировали значительный рост операционных показателей при благоприятной рыночной конъюнктуре, а также **компаний финансовой сферы**, показавшие рекордную чистую прибыль за всю историю. Наибольший вклад в индекс Мосбиржи внесли акции Газпрома (рост на +58,8% с нач. года), TCS Group (+193,7% с нач. года), Лукойла (+28,4%) и Сбербанка (16,9%).

В отраслевом разрезе лидером роста с начала года стал сектор **«Химии и нефтехимии»**, продемонстрировав рост на 61,1%. В отраслевой индекс входят такие бумаги, как ФосАгро (PHOR +80,5% с нач. года), Нижнекамскнефтехим (NKNC +22,9%), Акрон (AKRN +121,7%). Основным драйвером послужила благоприятная конъюнктура на рынке удобрений из-за дефицита предложения, в том числе, на фоне энергетического кризиса в Европе.

Индекс строительных компаний продемонстрировал рост на 52,9% благодаря взлету акций Группы «ПИК» (PIKK +83,98%) и ГК «Самолет» (SMLT +398,43%). Застройщики показали рекордные финансовые результаты в условиях введения льготной ипотеки при относительно низких ставках, а также быстрого роста цен на рынке недвижимости вследствие повышенного спроса.

Замыкает тройку лидеров **финансовый индекс Мосбиржи**, прибавив 46,88% с начала года. Финансовый сектор быстро восстанавливался после коронакризиса – банки наращивали кредитование темпами, опережающими

Сравнение фондовых индексов по коэффициенту Цена/Прибыль



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

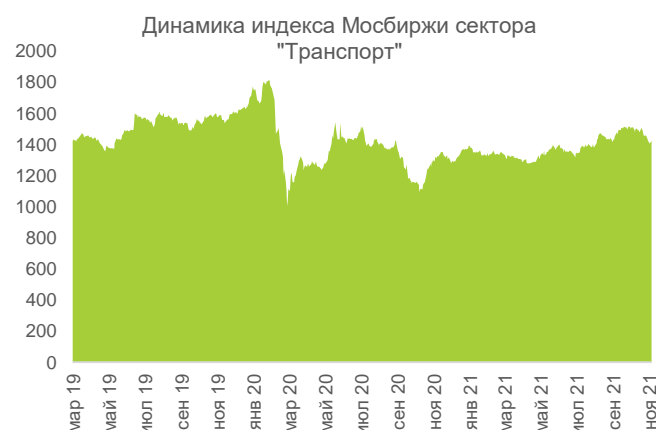
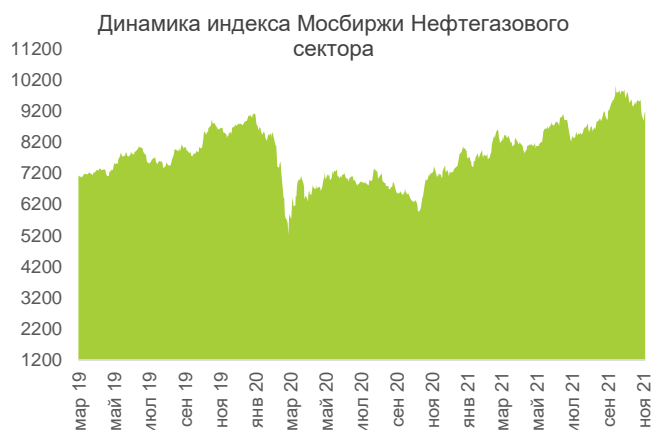
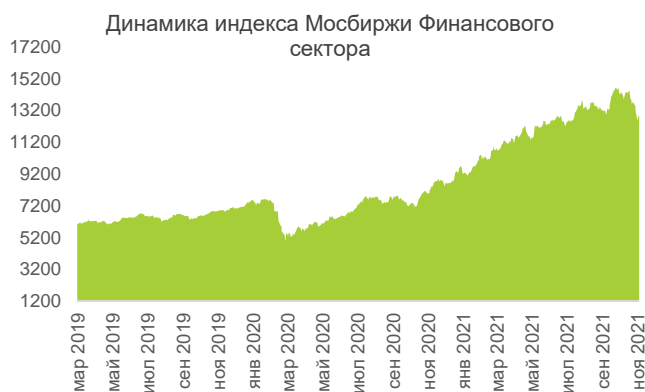
экономический рост, а также снижали расходы на резервирование, что оказало положительное влияние на финансовые результаты.

Согласно аналитическим материалам ЦБ РФ, совокупная чистая прибыль российских банков в октябре составила 231 млрд рублей, что на 18% больше, чем в сентябре. По итогам 10 месяцев 2021 года показатель составил рекордные 2 трлн рублей. Наибольший вклад в рост финансового индекса Мосбиржи внесли акции TCS Group (TSCG +193,7% с нач. года), ВТБ (VTBR+25%) и Сбера (SBER +16,9%). Аутсайдером финансового индекса Мосбиржи выступили акции QIWI plc, которые с начала года потеряли более 17% из-за ограничений на часть операций Киви банка (основной центр прибыли QIWI plc) и потери части букмекерского бизнеса.

Значительный вклад в рост индекса Мосбиржи внесли **нефтегазовые компании**, которые в среднем с начала года выросли на 20,4%. В конце 2020 на фоне снятия «ковидных» ограничений и постепенного восстановления мировой экономики, спрос на нефть начал расти, опережая предложение, что в итоге стало драйвером роста цен на нефть. Более того, сделка о поэтапном увеличении объемов добычи нефти ОПЕК+ поддерживала дефицит сырья на рынке. Краткосрочными факторами роста нефти стала остановка добычи в Мексиканском заливе из-за урагана «Ида». Цены на нефть марки Brent с начала года выросли на 36,7%, что позволило акциям нефтяных компаний обновить свои исторические максимумы. На рынке природного газа наблюдалось ралли – котировки газа с начала года взлетели более, чем на 300% в условиях повышенного спроса и перебоев с поставками газа, что явилось причиной энергетического кризиса в Европе. С начала года Газпром (GAZP) прибавил 58,8%, Новатэк (NVTK) +31,6%, Лукойл (LKOH) +28,4%, Роснефть (ROSN) +31,6%, Газпромнефть (SIBN) +57,8%, Сургутнефтегаз ао (SNGS) +6,52%.

Индекс **«Металлов и добычи»** с начала года также находится в плюсе, однако в более скромном, чем индексы других отраслей (+6,95% с нач. года). В начале года металлургические компании показывали опережающий рост в условиях благоприятной внешней и внутренней конъюнктуры, однако введение экспортных пошлин на черные и цветные металлы оказало существенное негативное влияние на котировки.

Транспортный сектор продемонстрировал рост с начала года на 3,4%. Индекс «вытягивали» акции Globaltrans (GLTR), которые прибавили 18,2% с начала года. Отрасль грузоперевозок в сегменте полувагонов демонстрировала довольно быстрое восстановление, что позволило компании показать сильные результаты и увеличить капитализацию. Акции компаний других отраслей транспортного сектора – авиа- и морских перевозок, показали в основном снижение на фоне более медленного восстановления – Аэрофлот (AFLT) -14,11%), Сомкомфлот (FLOT -9,5%), НМТП (NMTP -13,4%).



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

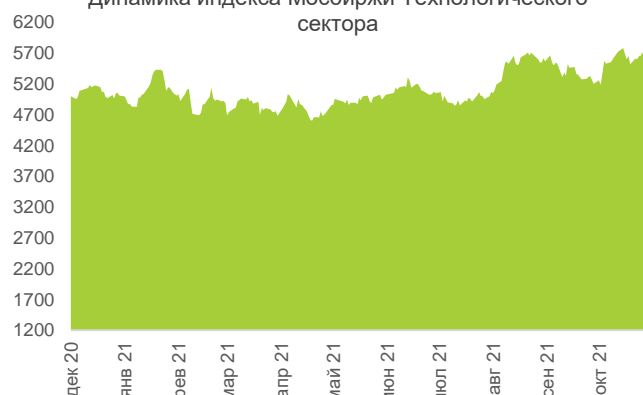
Индекс **технологического сектора** Мосбиржи прибавил с начала года 0,29%. Данный индекс по сути повторяет динамику акций Яндекса (YNDX), вес которого в данном индексе составляет 79,6%. Акции компании Яндекс (YNDX) с начала года прибавили всего 4,11%. Также в индекс ИТ Мосбиржи входят акции VK (бывш. Mail), которые с начала года упали на 37,6%, Ozon (OZON) снизились на 8,6%, а акции HeadHunter (HHRU) подскочили на 78,66%.

Потребительский сектор замыкает список отраслевых индексов Мосбиржи, продемонстрировавших положительную динамику с начала 2021 г. (+4,64%). Компании сектора, показали разнонаправленную динамику. Существенный рост в секторе показали **бумаги Белуги** (BELU +154,77%), Росарго (AGRO +32,2%), Европейского медицинского центра (GEMC +27,9% с июля 2021 г.).

Снижение продемонстрировали два сектора, входящих в индекс Мосбиржи - сектор **электроэнергетики** и **телекоммуникаций**. Что касается **энергетических компаний**, то явных фундаментальных факторов для падения их акций мы не видим. Основной причиной, по нашему мнению, является переток капитала инвесторов в нефтегазовые и финансовые компании, которые имели более осязаемые драйверы роста в текущем году. В связи с этим коррекция индекса энергетических компаний Мосбиржи с начала года составила 12,8%, хотя по итогам 2019 г. и 2020 г. отмечался рост на уровне 25% и 14% соответственно.

Индекс сектора телекоммуникаций с начала года потерял 11,1%. Телекоммуникационные компании интересны инвесторам во время нестабильности в экономике, как «защитные» акции, поскольку их бизнес менее чувствителен к негативной конъюнктуре. Поэтому рост акции телекоммуникационных компаний пришелся на 2020 г., когда мировая экономика была под ударом COVID-19, а уже в 2021 г. на фоне восстановления экономики инвесторы переключились на более рискованные активы.

Динамика индекса Мосбиржи Технологического сектора



Динамика индекса Мосбиржи сектора "Электроэнергетика"



Динамика индекса Мосбиржи сектора «Телекоммуникаций»



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Внешним фактором инвестиционной привлекательности компаний нефтегазового сектора будет рост цен на нефть в условиях восстанавливающегося спроса и ограниченного предложения, температурный фактор, рост потребления в азиатских странах и поддержка со стороны стран-членов ОПЕК+. При этом ключевыми рисками являются «зеленые» реформы, которые могут замедлить восстановление спроса на нефть, наращивание объемов добычи сверх установленных ограничений и появление дисбаланса на мировом рынке.

Нашими фаворитами сектора являются «Газпром», «Лукойл» и «Роснефть» из-за высокой ожидаемой дивидендной доходности, высокомаржинальных инвестиционных проектов и дисконта относительно российских и иностранных аналогов.

Считаем, что акции «Сургутнефтегаз» в будущем году не будут привлекательны из-за снижения базы див.выплат и имеющейся премии к аналогам по мультипликаторам. Ограниченный потенциал «Татнефть» мы связываем со значительным снижением дивидендных выплат в среднесрочной перспективе.

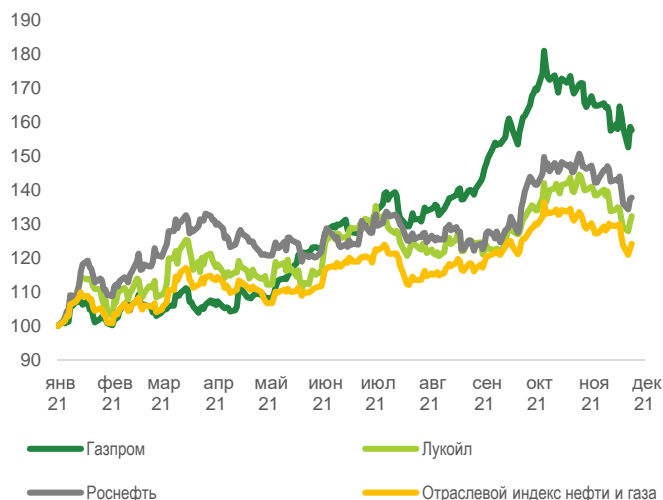
ГОРНО-МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

Наибольшим потенциалом, на нашем мнению, обладают ценные бумаги «Алроса», «Полюс», «ГМК «Норильский Никель» и «Северсталь». Наряду с внутренними факторами (сильные финансовые и операционные результаты, благоприятная див.политика, восстановление производства до уровней 2019 года), позитивное влияние на бизнес компаний оказывают внешние факторы, характерные для сегментов их деятельности. Так, в алмазном секторе наблюдаются восстановление спроса на ювелирную продукцию, дефицит сырья и снижение предложения добывающих компаний на фоне ограниченных возможностей по наращиванию производства. На рынке платины и палладия ожидается дефицит, способный привести к росту котировок; на рынках угля и железной руды вероятно понижательная коррекция. Основным риском является введение пошлин на экспорт металлов, что исключило из списка акций «НЛМК» и «ММК», значительная доля продукции которых поступает на экспортные рынки.

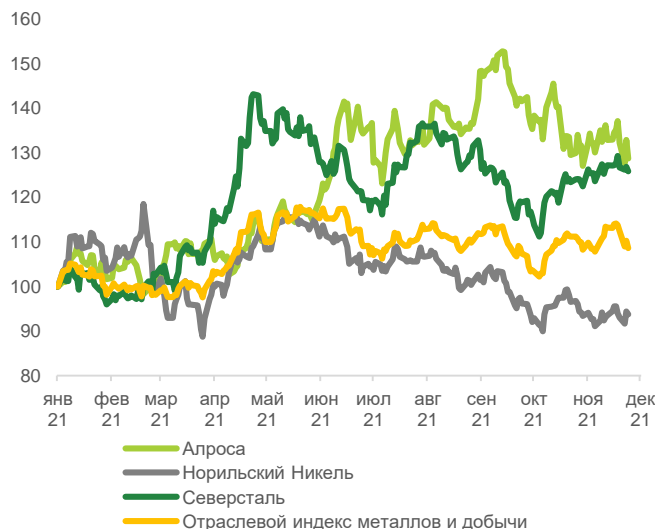
ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Ключевым фактором, определяющим ситуацию на финансовом рынке страны, будет являться политика ЦБ РФ. Рекордно высокие темпы инфляции заставляют регулятора переходить к ужесточению денежно-кредитной политики и, как следствие, повышать ключевую ставку. Это, в свою очередь, влияет на кредитные и депозитные ставки в отрасли, изменяя активность клиентов. Среди внутренних факторов на первый план выходит дивидендная политика и развитие нефинансовых сегментов деятельности. Ключевым риском является сценарий введения дополнительных санкций, при котором сократятся притоки инвестиций в акции.

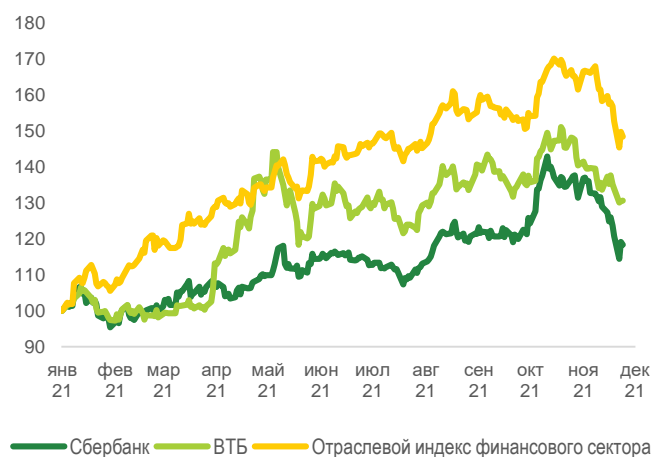
Динамика сектора нефти и газа



Динамика сектора металлов и добычи



Динамика финансового сектора



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

Лидерами сектора с наивысшим инвестиционным потенциалом считаем акции **ПАО «Сбербанк»** и **ПАО «ВТБ»**. Оба финансовых института обладают развитой экосистемой, генерирующей стабильный доход в дополнение к традиционному банковскому бизнесу, и имеют стабильную базу для дивидендных выплат и благоприятную для инвесторов дивидендную политику.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Рост цен будет основным фактором укрепления позиций ритейлеров внутри страны: увеличение размера среднего чека, напрямую зависящего от инфляции, является базой расчета выручки. Восстановление экономической активности и рост личных располагаемых доходов будет способствовать увеличению объемов покупок в абсолютном и денежном выражениях. Государственная политика поддержки семей с детьми благоприятна для непродуктовых ритейлеров. На этом фоне лидерами данного сектора нам представляются **«Магнит»**, **«Детский Мир»** и **ГК «РусАгро»**. К внутренним факторам, способствующим росту котировок, относятся благоприятная для инвесторов дивидендная политика, широкий ассортимент продукции и географическая диверсификация сбыта. Бумаги конкурентов кажутся менее привлекательными на фоне отсутствия дивидендных выплат (**Лента**), ограниченного потенциала роста и высоких мультипликаторов (**X5 Retail Group**), низкой ликвидности (**О'Кей**) и слабого развития онлайн-сегмента (**Fix Price**).

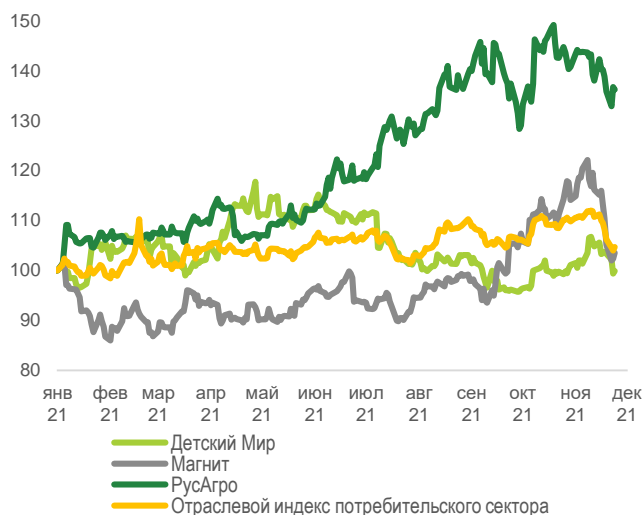
ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР

Компании данного сектора в наибольшей степени пострадали от пандемии коронавируса, закрытия границ и ограничения международного сообщения. Из-за появления новых штаммов и неоднородного охвата вакцинационной кампании, сектор восстанавливается более медленными темпами, чем ожидалось. Тем не менее, текущие уровни котировок ряда ценных бумаг являются привлекательными для покупки. Наибольшим потенциалом обладают акции **«Аэрофлот»** и **«НМТП»**. Дальнейшее открытие границ позволит **«Аэрофлот»** увеличить пассажиропоток, занятость кресел и, как следствие, финансовые показатели. Отсутствие дивидендных выплат может стать сдерживающим фактором, однако практически монопольное положение на российском рынке позволит получить наибольшие выгоды от восстановления конъюнктуры. **«НМТП»** станет основным бенефициаром сектора от восстановления цен на нефть, которая составляет около 80% грузооборота компании.

ПРОЧИЕ КОМПАНИИ

Ценные бумаги ряда компаний, не входящие в перечисленные сектора, также кажутся нам привлекательными. Позитивная переоценка акций **«Интер РАО»** возможна при изменении дивидендной политики, развитии новых проектов и диверсификации бизнеса по направлениям, указанным в «Стратегии-2025». Акции **«МТС»** воспринимаются инвесторами как квазиоблигации, поэтому большее внимание уделяется объему дивидендных выплат, нежели росту котировок. Кроме того, мы выделяем **«Сеgezу»** - единственного представителя лесопромышленного комплекса на фондовом рынке и **«Фосагро»** - бенефициара роста цен на продовольствие.

Динамика потребительского сектора



Прогнозные показатели

Компания	Целевая цена, руб.	P/E'22,x	EV/EBITDA '22,x	Див.дох'22, %
Газпром	400,9	3,8	3,3	14,4
Лукойл	7 950,0	7,3	3,7	12,8
Роснефть	720,0	5,4	4,1	9,8
Алроса	152,8	9,5	6,9	10,4
НорНикель	24 600,0	6,4	5,0	9,8
Северсталь	2 015,3	7,4	5,1	15,2
Полюс	17 150,0	10,8	7,8	4,4
Сбербанк	442,0	6,3	-	10,1
ВТБ	0,0562	3,8	-	11,8
Детский Мир	172,2	9,3	5,0	11,2
Магнит	6 500,0	11,9	4,0	8,6
РусАгро	1 350,0	6,8	4,3	7,8
Аэрофлот	80,0	6,0	4,7	0,0
НМТП	8,8	4,2	6,1	9,2
Интер РАО	6,1	4,3	1,8	6,4
МТС	396,7	8,6	4,6	10,4
Сеgezа	13,5	8,6	6,3	4,8
Фосагро	6 300,0	10,2	5,5	5,7

Источник: Bloomberg, расчеты PCXБ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР ПАО «ГАЗПРОМ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 400,9 РУБ., ПОКУПАТЬ



Резюме

- Компания представила рекордный отчет о финансовых результатах за 9 мес. 2021: выручка выросла до 6,7 трлн руб., EBITDA – до 2,2 трлн руб. чистая прибыль – до 1,6 трлн руб.
- Основными факторами инвестиционной привлекательности выступают один из самых высоких ожидаемых коэффициентов дивидендных выплат в отрасли и низкая оценка по мультипликаторам (дисконт по форвардной EV/EBITDA составляет 21,7% относительно аналогов и 18,4% относительно собственных средних исторических значений)
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 400,9 рубля за акцию (потенциал – 18,2%), **Покупать**.

Стратегическими регионами деятельности «Газпром» являются полуостров Ямал, Восточная Сибирь и Дальний Восток. На конец 2020 года запасы углеводородов составили 33 574,5 млрд куб. м природного газа, 1 494,4 млн тонн газового конденсата и 2 023,8 млн тонн нефти.

Компания владеет крупнейшей в мире газотранспортной системой протяженностью 176,8 тыс. км, что обеспечивает бесперебойность поставок. Дочерние компании общества занимают лидирующие позиции в своих сегментах: единым оператором на рынке газомоторного топлива является ООО «Газпром газомоторное топливо», генерирующие активы ПАО «Газпром» (ПАО «Мосэнерго», ПАО «ТГК-1», ПАО «МОЭК») составляют около 16% от общей установленной мощности российской энергосистемы.

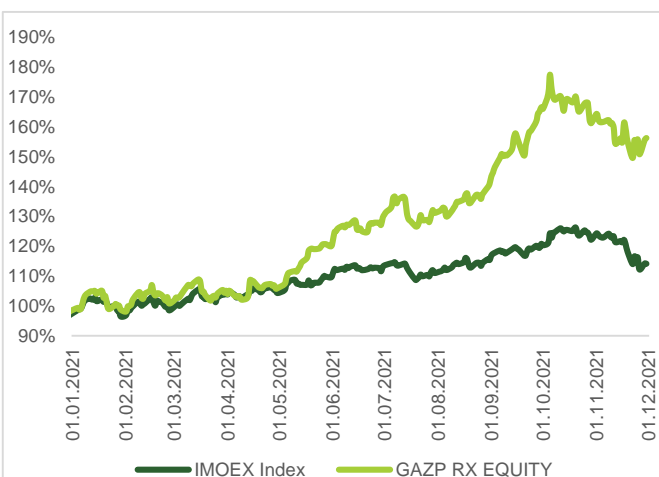
Росту финансовых показателей в 2021 г. способствовали восстановление цен на газ, дефицит газа в европейских ПХГ, позитивная дивидендная политика Компании и ожидания рекордных выплат в будущем году (текущая дивидендная политика предполагает направление на выплаты не менее 50% скорректированной чистой прибыли).

По оценкам компании, новые инвестиционные проекты могут принести ежегодный доход на уровне 9 млрд на горизонте 2023-2025 г. Диверсификация экспорта также позволит сократить издержки и увеличить финансовые показатели: «Газпром» рассматривает возможность прокладки трубопровода в Китай, где к 2030 году рост потребления газа прогнозируется на уровне 4,0% CAGR.

«Газпром» недооценена по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 21,7%.

Эмитент	ПАО «Газпром»
Тикер	GAZP RX
Цена, руб.	339,2
Мин. цена за год, руб.	180,0
Макс.цена за год, руб.	397,6
Капитализация, млрд. руб.	8030
Прогнозная див. дох-сть,%	13,3
Периодичность дивидендов	Годовая
Заккрытие реестра	15.07.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	400,9
Потенциал роста, %	18,2

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	6 321 559	10 073 143	10 939 119	10 091 999
EBITDA, млн руб.	1 646 984	3 414 085	3 736 137	3 202 284
Рентабельность, %	26,1%	33,9%	34,2%	31,7%
Чистая прибыль, млн руб.	191 751	2 209 818	2 418 584	1 951 337
Рентабельность, %	3,0%	21,9%	22,1%	19,3%
Чистый долг/EBITDA, x	2,22	1,02	0,99	1,23
EPS	8,1	94,6	98,6	77,8
DPS	12,6	42,6	48,2	39,4
P/E, x	41,7	3,6	3,4	4,3
EV/EBITDA, x	5,9	3,4	3,1	3,7
P/B, x	0,6	0,5	0,4	0,4



Итоги 2020 года:

В 2020 году пандемия COVID-19, снижение средних цен и объемов реализации газа, достаточные запасы газа в хранилищах оказали негативное влияние на бизнес компании. Выручка снизилась на 17,5%, до 6 321,6 млрд руб., EBITDA – на 21%, до 1 467,0 млрд руб. чистая прибыль – на 87,2%, до 162,4 млрд руб. по сравнению с 2019 годом.

Основное негативное влияние на финансовые показатели оказал европейский сегмент компании: чистая выручка от продаж снизилась на 27,3%, до 1,8 трлн руб. при сокращении средней цены на 23,9% и объемов реализации на 5,8%. При этом финансовый результат деятельности в странах бывшего Советского Союза и внутри страны снизился на 17,1% и 3,2% соответственно.

Восстановление экономической конъюнктуры, температурные факторы и недозаполненность газовых хранилищ Европы будут способствовать восстановлению операционных и финансовых показателей компании в 2021 г.

Итоги 9 месяцев 2021 года: новые рекорды и оптимистичные прогнозы

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла в 1,6 раза г/г, до 6 725,1 млрд руб., EBITDA – в 2,4 раза г/г, до 2 213,6 млрд руб., чистая прибыль составила 1 579,9 млрд руб. по сравнению с убытком в 202,2 млрд руб. годом ранее. Чистый долг сократился на 10% с начала года, до 3 484,6 млрд руб., долговая нагрузка за квартал снизилась с 1,5х до 1,27х.

Благоприятная рыночная конъюнктура позволяет компании сформировать базу для выплаты рекордных дивидендов по итогам 2021 года: за 9 месяцев 2021 года дивидендная база составила 1 407 млрд руб., что с учетом минимального коэффициента выплат в 50% позволит выплатить акционерам порядка 30 рублей на акцию. Топ-менеджмент ожидает выплаты не менее 36 рублей на акцию, что по текущей цене предполагает дивидендную доходность свыше 10%.

Перспективы отрасли

Рост краткосрочных котировок газового рынка ЕС до рекордных уровней привел к росту долгосрочных цен на топливо, что оказало влияние на цену долгосрочных контрактов «Газпром». По-прежнему слабая конкуренция со стороны СПГ в Европе, температурный фактор и рост потребления в Китае способны оказать поддержку ценам на газ в 2022 году, сдерживающими факторами выступают насыщение газовых хранилищ, рост предложения и полноценный запуск «Северного Потока-2».

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 400,9 рубля за акцию (потенциал – 18,2%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура выручки по регионам в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



«ЛУКОЙЛ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 7 950 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла в 1,6 раза г/г, до 6 667,1 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 1 009,4 млрд руб., чистая прибыль составила 539,7 млрд руб. по сравнению с убытком в 14,3 млрд руб. годом ранее. Свободный денежный поток, который является базой для выплаты дивидендов, вырос в 2,6 раза г/г, до 503,5 млрд руб.
- Росту финансовых показателей в 2021 - 2022 годах будет способствовать восстановление цен на нефть, рост операционных показателей и позитивная дивидендная политика Компании.
- «Лукойл» недооценена по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 11,7%. Текущая оценка предполагает целевую цену в **7 950** рубля за акцию (потенциал – 19,8%), **Покупать**.

«Лукойл» ведет свою деятельность в 14 странах, основными регионами присутствия являются Россия, Центральная Азия и Ближний Восток. 89% доказанных запасов углеводородов Компании приходится на Россию (Западная Сибирь), обеспеченность собственными запасами превышает 20 лет.

Бизнес компании разделен на два основных сегмента: upstream (разведка и добыча) и downstream (переработка и сбыт конечной продукции). Переработка осуществляется на собственных предприятиях компании: производственные мощности включают 8 нефтеперерабатывающих и 5 газоперерабатывающих заводов. Во II квартале 2021 г. на долю upstream-сегмента приходилось 40,6% общей выручки, на долю downstream-сегмента – 55,4%.

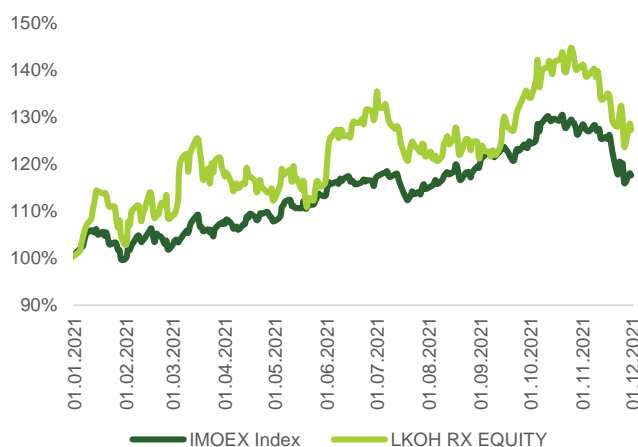
Росту финансовых показателей в 2021 г. способствовали восстановление цен на нефть (рост котировок нефти марки Brent составил 62,3% с начала года), смягчение условий сделки ОПЕК+ и позитивная дивидендная политика Компании (текущая дивидендная политика предполагает направление на выплаты не менее 100% свободного денежного потока).

Достаточная обеспеченность свободными денежными средствами наряду с низким показателем долговой нагрузки по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» позволяют Компании участвовать в международных проектах по слиянию и поглощению, тем самым избегая негативного эффекта от роста налоговой нагрузки в России.

«Лукойл» недооценена по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 11,7%.

Эмитент	ПАО «Лукойл»
Тикер	LKOH RX
Цена, руб.	6 637
Мин. цена за год, руб.	4 939
Макс. цена за год, руб.	7 525
Капитализация, млрд. руб.	4555
Прогнозная див. дох-сть, %	9,05
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	21.12.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	7 950
Потенциал роста, %	19,8

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	5 195 101	8 519 349	8 856 143	8 691 864
EBITDA, млн руб.	691 519	1 295 450	1 328 211	1 270 460
Рентабельность, %	13,3%	15,2%	15,0%	14,6%
Чистая прибыль, млн руб.	119 143	685 152	703 031	653 118
Рентабельность, %	2,3%	8,0%	7,9%	7,5%
Чистый долг/EBITDA, x	0,44	-0,04	-0,20	-0,36
EPS	183,0	1030,4	1007,9	950,6
DPS	396,0	709,0	862,3	783,0
P/E, x	37,6	6,4	6,6	7,0
EV/EBITDA, x	6,6	3,6	3,4	3,4
P/B, x	1,1	1,0	0,9	0,9



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19, снижение глобальной экономической активности, спроса и цен на углеводороды оказали негативное влияние на результаты деятельности компании. Выручка снизилась на 28,1%, до 5 639,4 млрд руб., EBITDA – на 44,1%, до 687,1 млрд руб. чистая прибыль – на 97,6%, до 15,2 млрд руб. по сравнению с 2019 годом.

С 1 мая 2020 г. в силу вступило соглашение ОПЕК+ о сокращении объема добычи нефти с последующим поэтапным увеличением, что повлияло на операционную деятельность компании. Добыча углеводородов снизилась на 11%, до 2 117 тыс. барр. н.э./сут., из них жидких углеводородов – на 9,0%, газа – на 17,1%. Производство нефтепродуктов на собственных НПЗ сократилось на 15,5%, до 55,0 млн тонн.

Восстановление экономической конъюнктуры и ослабление параметров сделки ОПЕК+ будут способствовать восстановлению операционных и финансовых показателей компании в 2021 -2022 г.

Итоги 9 месяцев 2021 года: улучшение прогнозов и рост основных показателей

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла в 1,6 раза г/г, до 6 667,1 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 1 009,4 млрд руб., чистая прибыль составила 539,7 млрд руб. по сравнению с убытком в 14,3 млрд руб. годом ранее. Свободный денежный поток, который является базой для выплаты дивидендов, вырос в 2,6 раза г/г, до 503,5 млрд руб.

Добыча углеводородов составляет 2 150 тыс. барр. н.э./сут. и превышает значения аналогичного периода предыдущего года на 1,2% из-за сделки ОПЕК+ и динамики добычи газа в Узбекистане. При этом добыча газа выросла на 13,0% г/г, до 23,5 млн куб.м. Производство нефтепродуктов на собственных НПЗ выросло на 6,1% г/г до 45,2 млн тонн с 42,6 млн тонн. Добыча нефти была сокращена по некоторым международным проектам: на Западной Курне-2 в Ираке добыча была приблизительно на 50 тыс. барр./сут ниже проектной мощности.

Перспективы отрасли

Международное Энергетическое Агентство повысило прогноз спроса на нефть на 2021 год до 96,3 млн барр./сутки, что незначительно превышает допандемийные значения. Восстановление глобального спроса, рекордные цены на уголь и газ, ограниченное предложение будут оказывать поддержку котировкам углеводородов.

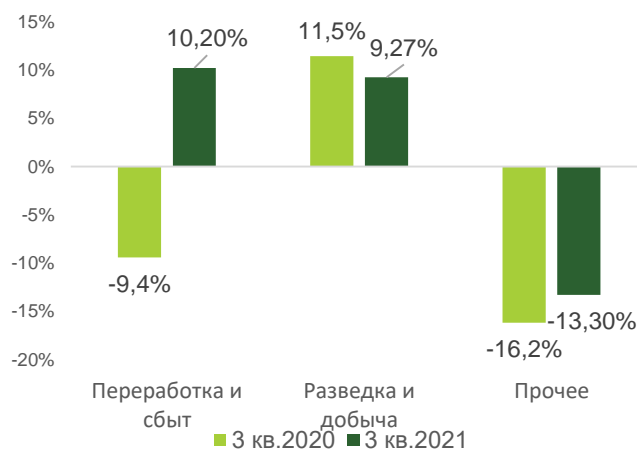
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 7 950 рубля за акцию (потенциал – 19,8%), **Покупать**.

Структура выручки в 3 кв.2021



Маржинальность сегментов



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



«РОСНЕФТЬ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 720 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 46,9% г/г, до 6 224 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 1 654 млрд руб., чистая прибыль составила 696 млрд руб. по сравнению с убытком в 177 млрд руб. годом ранее. Свободный денежный поток вырос в 2,5 раза г/г, до 880 млрд руб.
- Росту финансовых показателей в 2021 - 2022 годах будет способствовать восстановление цен на нефть, рост операционных показателей и позитивная дивидендная политика Компании
- Проект «Восток - Ойл» может обеспечить компании \$16 млрд в год дополнительной EBITDA.

География деятельности «Роснефть» по разведке и добыче полезных ископаемых включает Восточную и Западную Сибирь, Дальний Восток, Арктический шельф. Компания также обладает рядом зарубежных проектов: в Египте (проект «Зохран»), Бразилии, Ираке, Иране, Мозамбике, Мьянме

Помимо разведки и добычи углеводородов, компания занимается переработкой: в состав перерабатывающего блока входят 13 НПЗ и Ангарская НКХ. Также компания является крупнейшим экспортером нефти в России, реализуя сырье как на международные рынки, так и на нефтеперерабатывающие заводы внутри страны и за рубежом. Во II квартале 2021 г. на долю upstream-сегмента приходилось 37,7% общей выручки, на долю downstream-сегмента – 60,8%.

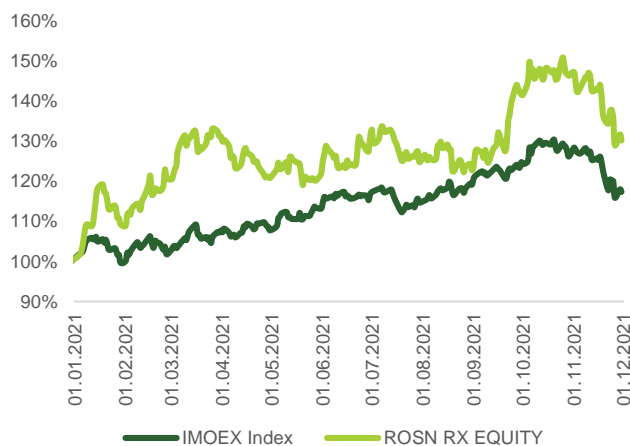
Росту финансовых показателей в 2021 г. способствовали восстановление цен на нефть, смягчение условий сделки ОПЕК+, положительный эффект «обратного акциза», увеличение объемов реализации углеводородов и сохранение операционных затрат на добычу на самом низком уровне в отрасли.

В 2020 году компания приступила к реализации масштабного проекта «Восток Ойл» для создания в Красноярском крае уникального нефтегазового кластера мирового значения. По расчетам Goldman Sachs чистая приведенная стоимость проекта оценивается на уровне \$75 млрд, что привлекает инвесторов: в конце 2020 года Trafigura приобрела 10%-ную долю в проекте, в октябре 2021 года консорциум компаний во главе с Vitol приобрел 5%-ную долю. Проект может обеспечить компании \$16 млрд в год дополнительной EBITDA.

«Роснефть» недооценена по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору P/E 2021 дисконт составляет 1,7%.

Эмитент	ПАО «Роснефть»
Тикер	ROSN RX
Цена, руб.	572,9
Мин. цена за год, руб.	417,5
Макс.цена за год, руб.	665,7
Капитализация, млрд. руб.	6 002
Прогнозная див. дох-сть,%	7,4
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	17.06.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	720,0
Потенциал роста, %	25,7

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	5 705 000	8 525 371	9 421 509	9 407 419
EBITDA, млн руб.	989 000	2 228 741	2 472 203	2 463 591
Рентабельность, %	17,3%	26,1%	26,2%	26,2%
Чистая прибыль, млн руб.	59 600	1 037 697	1 217 120	1 172 531
Рентабельность, %	1,0%	12,2%	12,9%	12,5%
Чистый долг/EBITDA, x	3,04	1,14	1,01	0,95
EPS	6,0	109,2	125,6	121,8
DPS	28,0	46,6	58,4	55,1
P/E, x	93,9	5,2	4,5	4,6
EV/EBITDA, x	9,2	4,1	3,7	3,6
P/B, x	1,1	0,8	0,8	0,7



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19 привела к снижению глобальной экономической активности и к критическому уровню волатильности спроса и цен на углеводороды. Благодаря высокой операционной и инвестиционной эффективности и трансформации портфеля добычи компания успешно справилась с вызовами. Выручка по итогам 2020 года снизилась на 33,6%, до 5 757 млрд руб., EBITDA – на 42,6%, до 1 209 млрд руб. чистая прибыль – на 79,1%, до 147 млрд руб. по сравнению с 2019 годом.

Соглашение ОПЕК+ о сокращении объема добычи нефти оказало влияние на операционную деятельность компании: добыча жидких углеводородов снизилась на 11%, до 204,5 млн тонн, газа – на 6%, до 62,8 млрд куб. м, переработка – на 6%, до 104,0 млн тонн.

Восстановление экономической конъюнктуры и ослабление параметров сделки ОПЕК+ будут способствовать восстановлению операционных и финансовых показателей компании в 2021 г. Возможность экспорта газа по трубопроводу «Северный Поток-2» также может выступить драйвером роста цены акций компании.

Итоги 9 месяцев 2021 года: позитивные результаты и улучшение финансовых прогнозов

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 46,9% г/г, до 6 224 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 1 654 млрд руб., чистая прибыль составила 696 млрд руб. по сравнению с убытком в 177 млрд руб. годом ранее. Свободный денежный поток вырос в 2,5 раза г/г, до 880 млрд руб.

Добыча жидких углеводородов сократилась на 10,3% г/г, до 4,2 млн барр. в сутки, добыча газа – на 6,0% г/г, до 46,8 млрд куб. м, нефтепереработка – на 6,2% г/г, до 70,0 млн тонн. Снижение обусловлено выполнением условий сделки ОПЕК+ и замещением ряда низкорентабельных месторождений гринфилдами.

Компания продолжает укреплять позиции в международных ESG-рейтингах В июне «Роснефть» была включена в список компаний-участников группы биржевых индексов FTSE4Good с высокой оценкой деятельности и прозрачности в раскрытии информации. В апреле 2021 года международное агентство Sustainalytics улучшило её позиции в своем рейтинге: с показателем 33,9 «Роснефть» стала лучшей среди российских нефтегазовых компаний.

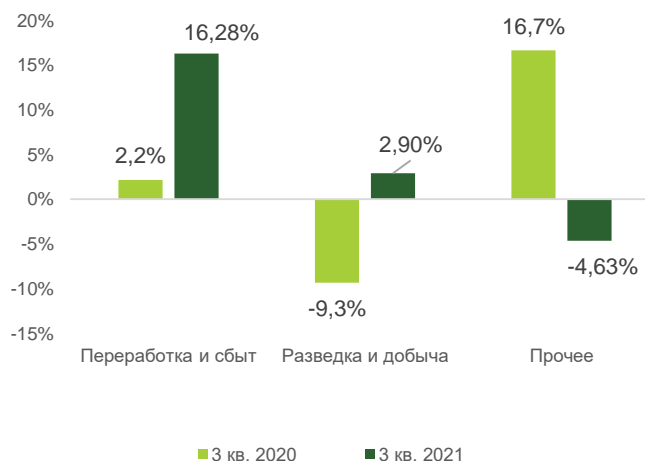
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 720 рублей за акцию (потенциал – 25,7%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Маржинальность сегментов



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «АЛРОСА»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 152,8 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла в 2,1 раза г/г, до 261,3 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 113,7 млрд руб., чистая прибыль – в 7,3 раза г/г, до 79,2 млрд руб., свободный денежный – в 6,3 раза г/г, до 89,2 млрд руб. Благоприятная рыночная конъюнктура позволила компании выплатить рекордные дивиденды в 2021 году (суммарный размер – 18,33 руб. на акцию).
- В 2022 году на рынке ожидается дефицит предложения на фоне структурного снижения добычи на 20% с допандемийных уровней. Наряду с ограниченными возможностями наращивания производства это может привести к росту цен на алмазы.
- «Алроса» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 10,3%. Текущая оценка предполагает целевую цену в 152,8 рубля за акцию (потенциал – 16,3%), **Покупать**.

Основная деятельность компании внутри страны сосредоточена в Якутии и Архангельской области. Зарубежные филиалы и дочерние компании расположены в Анголе, Гонконге, США, Израиле, Бельгии.

На долю компании приходится 26% мировой и около 90% российской добычи алмазов. Наличие собственного геологоразведочного комплекса обеспечивает поддержание и наращивание ресурсной базы, которая отличается высоким качеством: алмазы ювелирного и ооколоювелирного качества составляют около 70% добычи по объемам и около 98% по стоимости. Собственное предприятие по огранке и налаженная сбытовая система позволяют компании осуществлять полный цикл.

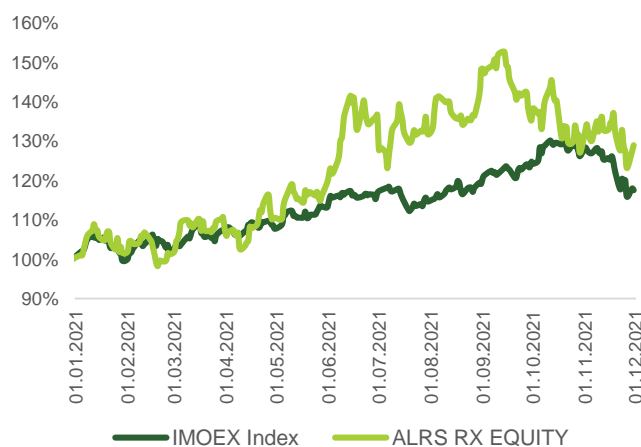
Росту финансовых показателей в I полугодии 2021 г. способствовали восстановление спроса на ювелирную продукцию в США и Китае (+35% и +15% по сравнению с допандемийным 2019 г.), рост объемов продаж (+38% по сравнению с 2019 г. и в 2,7 раза по сравнению с 2020 г.) и дефицит сырья.

Позитивными факторами влияния на котировки акций компании могут стать способность устойчиво генерировать денежный поток (который является базой для выплаты дивидендов) и значительное сокращение долговой нагрузки. Также более быстрое, чем предполагалось, восстановление рынка на фоне отстающего восстановления предложения способствуют росту цен акций.

«Алроса» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 10,3%.

Эмитент	ПАО «Алроса»
Тикер	ALRS RX EQUITY
Цена, руб.	131,4
Мин. цена за год, руб.	76,8
Макс.цена за год, руб.	153,7
Капитализация, млрд. руб.	967
Прогнозная див. дох-сть,%	5,7
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	14.07.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	152,8
Потенциал роста, %	16,3

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	221 484	320 218	307 271	319 961
EBITDA, млн руб.	98 971	149 569	152 740	160 218
Рентабельность, %	44,7%	46,7%	49,7%	50,1%
Чистая прибыль, млн руб.	30 630	98 620	100 768	106 154
Рентабельность, %	13,8%	30,8%	32,8%	33,2%
Чистый долг/EBITDA, x	0,31	0,33	0,25	0,23
EPS	4,3	13,1	13,7	14,4
DPS	1,7	15,7	13,3	14,2
P/E, x	29,8	9,7	9,3	8,8
EV/EBITDA, x	8,0	6,9	6,7	6,4
P/B, x	3,5	5,2	4,9	5,0



В 2020 году пандемия COVID-19, снижение средних цен и объемов продаж оказали умеренно негативное влияние на бизнес компании. В IV квартале 2020 года наблюдалось восстановление спроса на основную продукцию как со стороны конечных потребителей (что объяснялось рождественскими праздниками на основных рынках сбыта – США и Китае), так и со стороны гранильного сектора. Восстановление продаж позволило компании сократить долговую нагрузку путем погашения банковских кредитов и оставшейся части выпуска еврооблигаций.

Выручка по итогам 2020 года составила 221,5 млрд руб. (-7% г/г), EBITDA – 87,6 млрд руб. (-18% г/г), чистая прибыль – 32,2 млрд руб. (-49% г/г), свободный денежный поток – 79,5 млрд руб. (+67% г/г), чистый долг – 31,2 млрд руб. (-61% г/г).

Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 0,36х, снизившись с 0,74х в конце 2019 года.

Итоги 9 месяцев 2021 года: улучшение прогнозов и рекордный объем дивидендных выплат

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла в 2,1 раза г/г, до 261,3 млрд руб., EBITDA – в 2,0 раза г/г, до 113,7 млрд руб., чистая прибыль – в 7,3 раза г/г, до 79,2 млрд руб., свободный денежный – в 6,3 раза г/г, до 89,2 млрд руб.. Чистый долг снизился на 92% г/г, до 8,9 млрд руб.

Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» составила 0,1х, снизившись с 1,3х в конце сентября 2020 года.

Продажи алмазов ювелирного и технического качества увеличились в 2,1 и 3,5 раза г/г соответственно, чему способствовал рост спроса на основных рынках сбыта и потребительский оптимизм.

Благоприятная рыночная конъюнктура позволила компании выплатить рекордные дивиденды в 2021 году (суммарный размер – 18,33 руб. на акцию).

Перспективы отрасли

В 2021 году спрос на основных рынках сбыта рос двузначными темпами относительно высоких уровней 2018-2019 годов: ритейлеры и оптовики оптимистично оценивают динамику спроса до конца года. В 2022 году на рынке ожидается дефицит предложения на фоне структурного снижения добычи на 20% с допандемийных уровней. Наряду с ограниченными возможностями наращивания производства это может привести к росту цен на алмазы. При этом «Алроса» сохраняет политику продажи сырья только под обеспеченные реальным спросом заявки, что минимизирует риски.

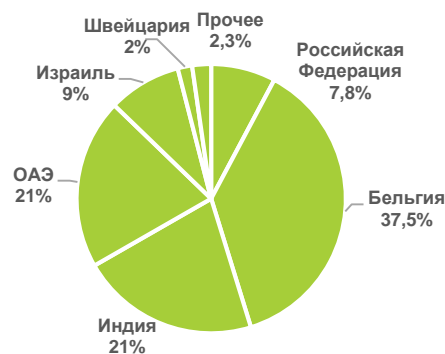
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 152,8 рубля за акцию (потенциал – 16,3%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура выручки по регионам в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ГМК «НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 24 600 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Итоги 1 полугодия 2021 года: макро-факторы способствовали росту финансовых результатов, несмотря на снижение объемов производства: выручка компании выросла на 33% г/г, до \$8,9 млрд, EBITDA – в 3 раза г/г, до \$5,7 млрд, чистая прибыль – в 96 раз г/г, до \$4,3 млрд, свободный денежный поток сократился на 48% г/г, до \$1,4 млрд из-за возмещения экологического ущерба и роста капитальных затрат. Коэффициент «Чистый долг/EBITDA составил 0,7х.
- По результатам 9 мес. 2021 года СД Норникеля рекомендовал дивиденды в размере 1523.17 р, что предполагает доходность на уровне 6.9%. По итогам года дивиденды могут составить 3489 р.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 24 600 рублей за акцию (потенциал – 14,5%), **Покупать**.

Компания занимает 1 место в мире по производству рафинированного никеля, палладия, 3 место по производству платины, 4 место по производству родия. На рынке кобальта компания занимает 8 место, на рынке меди – 11 место. Также в продуктовый портфель ГМК «Норильский Никель» входят золото, серебро, иридий, селен, рутений, теллур и сера.

Компания обладает привлекательным портфелем инвестиционных проектов, и дисциплинированным подходом к инвестициям: пороговый IRR для новых проектов составляет 20%.

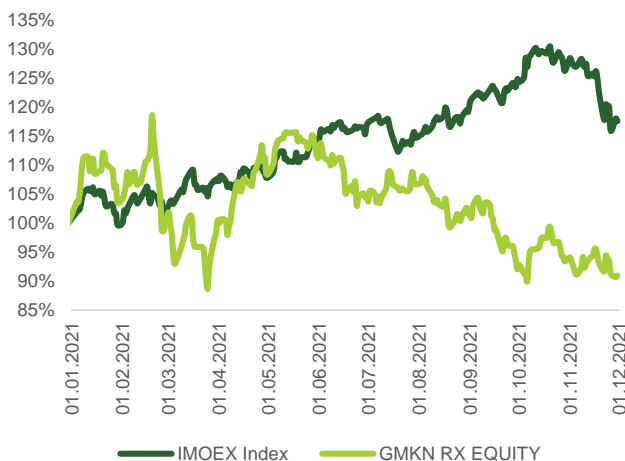
ГМК «Норильский Никель» владеет крупнейшим в отрасли транспортно-логистическим комплексом, энергетическими, газовыми и газотранспортными активами.

Дивидендная политика компании предполагает выплаты на уровне не менее 60% EBITDA, если значение показателя Чистый долг/EBITDA составляет менее 1,8х. С 2023 года Компания может перейти на выплаты, рассчитанные от величины свободного денежного потока.

В 2020 году пандемия COVID-19 существенно повлияла на рынок металлов платиновой группы и на всю последующую цепочку создания стоимости – от рудников и переработчиков вторсырья до промышленных потребителей. Разлив топлива, произошедший 29 мая 2020 года и последующие судебные и компенсационные выплаты со стороны ГМК «Норильский Никель» также оказали существенное влияние на финансовые результаты компании.

Эмитент	ПАО «ГМК «Норильский Никель»»
Тикер	GMKN RX
Цена, руб.	21 494,0
Мин. цена за год, руб.	20 974,0
Макс.цена за год, руб.	28 224,0
Капитализация, млрд. руб.	3311
Прогнозная див. дох-сть,%	15,2
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	31.05.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	24 600,0
Потенциал роста, %	14,5%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	1 124 337	1 334 777	1 353 986	1 293 710
EBITDA, млн руб.	555 478	813 810	819 931	763 067
Рентабельность, %	49,4%	61,0%	60,6%	59,0%
Чистая прибыль, млн руб.	263 230	552 588	547 047	501 228
Рентабельность, %	23,4%	41,4%	40,4%	38,7%
Чистый долг/EBITDA, х	0,61	0,70	0,79	0,83
EPS	1663,4	3572,5	3691,1	3261,5
DPS	1419,4	2557,2	2197,8	1977,7
P/E, х	12,5	6,1	5,9	6,7
EV/EBITDA, х	8,0	4,8	4,9	5,2
P/B, х	11,3	0,3	6,3	4,6



Итоги 1 полугодия 2021 года: макро-факторы способствовали росту финансовых результатов, несмотря на снижение объемов производства

По итогам 6 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 33% г/г, до \$8,9 млрд, EBITDA – в 3 раза г/г, до \$5,7 млрд, чистая прибыль – в 96 раз г/г, до \$4,3 млрд, свободный денежный поток сократился на 48% г/г, до \$1,4 млрд из-за возмещения экологического ущерба и роста капитальных затрат. Коэффициент «Чистый долг/EBITDA» составил 0,7х.

Существенное влияние на производство в 1 половине 2021 года оказало затопление рудников «Октябрьский» и «Таймырский», которые обеспечивают около половины годовой добычи. Вследствие этого прогноз производства был снижен на 35 тыс. тонн по никелю, на 65 тыс. тонн по меди и на 22 тонны по металлам платиновой группы. Негативное влияние на котировки ценных бумаг также оказало ЧП на обогатительной фабрике в Норильске в феврале 2021 г.

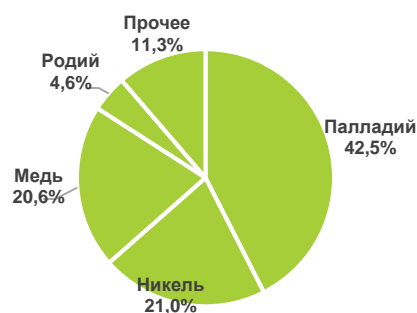
Перспективы отрасли

В своем обзоре рынка ГК «Норильский Никель» прогнозирует, что в 2022 году рынки металлов, составляющих продуктовую корзину компании, будут развиваться разнородно. Так, потребление металлов платиновой группы в 2022 году восстановится до докризисных уровней, на рынке палладия будет зарегистрирован дефицит, частичное нивелирование которого может произойти за счет распродажи сырья из запасов. На рынке платины, напротив, ожидается профицит в размере 1 млн унций из-за более быстрых темпов восстановления добычи и переработки относительно темпов роста инвестиционного спроса. Рынок никеля также столкнется с профицитом из-за расширения производства низкосортного сырья.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 24 600 рублей за акцию (потенциал – 14,5%), **Покупать**

Структура выручки по сегментам во 2 кв.2021



Структура выручки по регионам во 2 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «СЕВЕРСТАЛЬ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 2 015,3 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 63% г/г, до \$8,4 млрд, EBITDA – в 2,6 раза г/г, до \$4,5 млрд, чистая прибыль – в 4,9 раза г/г, до \$3,1 млрд, свободный денежный поток – в 3,9 раза г/г, до \$2,4 млрд. Коэффициент «Чистый долг/EBITDA» снизился до 0,29x с 0,77x на конец сентября 2020 года.
- Диверсифицированная корзина позволяет компании оставаться устойчивой к колебаниям предложения и цен на внешних и внутренних рынках. По уровню себестоимости производства компания является одним из лидеров сталелитейного сектора.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 2 015,1 рубля за акцию (потенциал – 24,6%), **Покупать**.

Компания состоит из двух дивизионов: «Северсталь Российская Сталь» и «Северсталь Ресурс». Торговля ведется через торговые компании «Северсталь Дистрибуция» и «Северсталь Экспорт». ПАО «Северсталь» обладает возможностью осуществления полного производственного цикла: от производства до дальнейшего передела и последующего сбыта.

Продуктовый портфель компании включает металлопрокат и трубы, метизную продукцию, продукцию сферы проектирования и строительства, сырье. Диверсифицированная корзина позволяет компании оставаться устойчивой к колебаниям предложения и цен на внешних и внутренних рынках. По уровню себестоимости производства компания является одним из лидеров сталелитейного сектора.

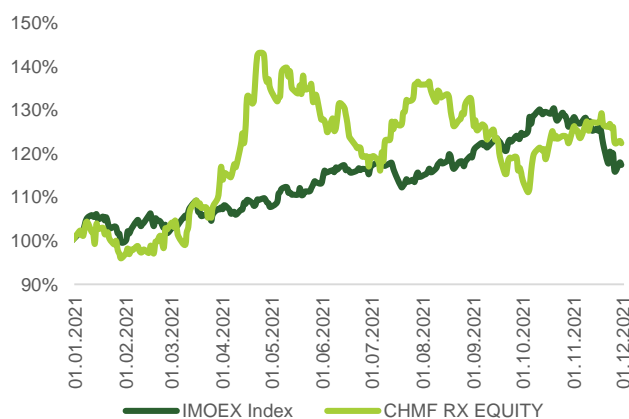
В 2020 году на фоне пандемии в компании заработала цифровая платформа «Metal Processing Hub», которая дает клиентам доступ к сети производственных мощностей, возможность выбора варианта выполнения заказа и возможность его быстрого оформления онлайн.

Компания является бенефициаром циклического роста металлургического рынка, который поддерживается динамикой жилищного строительства, программы инфраструктурной модернизации и программы поддержки промышленности.

Дивидендная политика компании благоприятна для инвесторов: на выплату ежеквартально направляется весь свободный денежный поток при долговой нагрузке не выше 1,0x.

Эмитент	ПАО «Северсталь»
Тикер	CHMF RX
Цена, руб.	1 617,0
Мин. цена за год, руб.	1 119,6
Макс.цена за год, руб.	1 911,2
Капитализация, млрд. руб.	1349
Прогнозная див. дох-сть,%	20,3
Периодичность дивидендов	Квартальная
Закрытие реестра	13.12.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	2 015,1
Потенциал роста, %	24,6%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	496 893	836 337	795 493	693 515
EBITDA, млн руб.	173 153	428 776	338 454	269 840
Рентабельность, %	34,8%	51,3%	42,5%	38,9%
Чистая прибыль, млн руб.	76 263	302 586	227 567	174 916
Рентабельность, %	15,3%	36,2%	28,6%	25,2%
Чистый долг/EBITDA, x	0,90	0,34	0,51	0,67
EPS	92,3	350,5	266,9	197,7
DPS	79,6	325,0	261,4	177,1
P/E, x	16,9	4,6	6,1	8,1
EV/EBITDA, x	6,9	3,5	4,5	5,6
P/B, x	6,5	3,1	4,2	4,3



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19, снижение цен на стальную продукцию и объемов продаж на фоне высокой базы 2019 года оказали умеренно негативное влияние на бизнес компании. В IV квартале 2020 года наблюдалось восстановление спроса на основную продукцию и рекордный рост цен на сырье. Также в эксплуатацию были введены ключевые инвестиционные проекты компании: доменная печь и коксовая батарея, дополнительные эффекты от которых начали проявляться в конце 2020 года.

Выручка составила \$6,9 млрд (-15,8% г/г), EBITDA – \$2,4 млрд (-13,7% г/г), чистая прибыль – \$1,0 млрд (-42,5% г/г), свободный денежный поток – \$838 млн (-23,7% г/г). При этом рентабельность по EBITDA выросла на 0,9 п.п., до 35,3%.

Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 0,84x, увеличившись с 0,56x в конце 2019 года.

Итоги 9 месяцев 2021 года: макро-факторы способствовали росту финансовых результатов

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 63% г/г, до \$8,4 млрд, EBITDA – в 2,6 раза г/г, до \$4,5 млрд, чистая прибыль – в 4,9 раза г/г, до \$3,1 млрд, свободный денежный поток – в 3,9 раза г/г, до \$2,4 млрд. Коэффициент «Чистый долг/EBITDA» снизился до 0,29x с 0,77x на конец сентября 2020 года.

Производство продукции показало незначительный прирост за январь-сентябрь 2021 года: объемы производства чугуна составили 8,0 млн тонн (+12% г/г), стали – 8,6 млн тонн (+1% г/г). Продажи не продемонстрировали единой динамики: сокращение объемов продаж стальной продукции составило 1% г/г, до 8,0 млн тонн, железной руды и угля -24% (до 3,4 млн тонн) и -32% (до 754 тыс. тонн) г/г, соответственно, что объясняется реализацией экологической стратегии компании. При этом доля продукции с НДС выросла на 4% г/г, до 3,7 млн тонн.

Перспективы отрасли

Основным фактором, который будет оказывать влияние на отрасль в III-IV кварталах 2021 года, является введение 15%-ной экспортной пошлины на сталь, которой будет облагаться продукция до 31 декабря 2021 года. На внешних рынках в первой половине 2021 года наблюдались рекордно высокие цены на уголь и железную руду на фоне роста спроса в Китае при одновременном запрете импорта сырья из Австралии. Ожидается, что до конца года на рынке будет наблюдаться понижающаяся коррекция цен, однако высокие показатели рентабельности компании и сильные финансовые результаты позволят компании выполнить свои обязательства перед инвесторами.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 2 015,1 рубля за акцию (потенциал – 24,6%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура выручки по регионам в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «ПОЛЮС»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 17 150 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 5% г/г, до \$3,7 млрд, скорректированная EBITDA – на 3% г/г, до \$2,6 млрд, чистая прибыль – в 2,2 раза г/г, до \$1,8 млрд, свободный денежный поток сократился на 5,9% г/г, до \$1,7 млрд на фоне роста операционного денежного потока (+3% г/г) при одновременном увеличении капитальных затрат (+41% г/г). Коэффициент «Чистый долг/EBITDA составил 0,5х.
- В среднесрочной перспективе месторождение Сухой Лог будет основным драйвером котировок ПАО «Полюс». В соответствии с оценками, запасы превышают 40 млн унций, ресурсы – 67 млн унций
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 17 150 рубля за акцию (потенциал – 22,3%), **Покупать**.

В структуре акционерного капитала 76,3% приходится на долю Polyus Gold International Limited (С.Керимов), 1,0% - на долю менеджмента компании, 0,8% составляют казначейские акции и 21,9% находятся в свободном обращении.

До 2027 года (прогнозируемый запуск месторождения Сухой Лог) основное влияние на финансовые показатели будет оказывать динамика мировых цен на золото, которое в условиях роста инфляции и неопределенности на фондовых рынках воспринимается инвесторами как защитный актив. В случае отрицательной динамики цен на золото низкая себестоимость производства позволит сгладить негативный эффект на финансовые показатели.

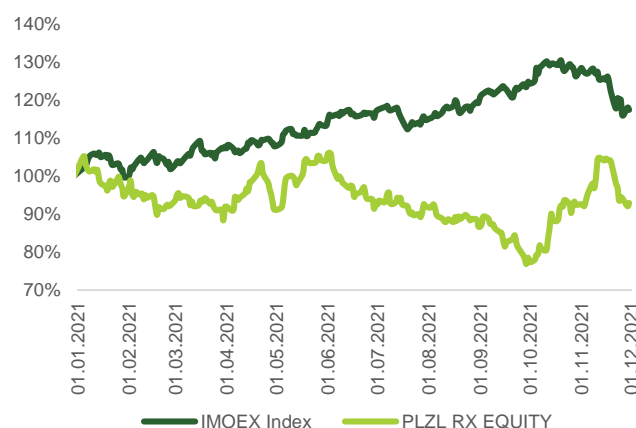
Помимо геологоразведочных проектов, к факторам привлекательности «Полюс» можно отнести одну из самых высоких в отрасли рентабельность, привлекательную дивидендную политику (30% EBITDA при соотношении Чистый Долг/ EBITDA ниже 2,5х), проводимую политику обратного выкупа акций и оценку компании по мультипликаторам: после коррекции акции оценивались в 8,5х по EV/EBITDA, что находится на уровне оценки среднеотраслевых значений зарубежных аналогов и чуть выше оценки российских аналогов.

На конец 2020 года доказанные и вероятные запасы «Полюс» составляли 104 млн унций (+71% по сравнению с 2019 годом), что дало компании статус крупнейшей в мире сырьевой базы. База обеспечит сохранение добычи на текущем уровне ближайшие 38 лет.

Основные активы компании расположены в Красноярском крае, Иркутской и Магаданской областях, в Республике Саха (Якутия), включают в себя 5 действующих рудников, золотосодержащие россыпи, несколько проектов в стадии строительства и развития.

Эмитент	ПАО «Полюс»
Тикер	PLZL RX
Цена, руб.	14 018,0
Мин. цена за год, руб.	11 525,0
Макс.цена за год, руб.	16 212,0
Капитализация, млрд. руб.	1901
Прогнозная див. дох-сть,%	4,8
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	07.06.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	17 150,0
Потенциал роста, %	22,3%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	364 216	356 987	406 606	410 854
EBITDA, млн руб.	253 612	245 948	283 003	286 638
Рентабельность, %	69,6%	68,9%	69,6%	69,8%
Чистая прибыль, млн руб.	122 673	163 516	161 907	190 689
Рентабельность, %	33,7%	45,8%	39,8%	46,4%
Чистый долг/EBITDA, x	0,61	0,61	0,31	0,16
EPS	913,0	1222,5	1188,6	1403,4
DPS	578,2	579,6	635,6	631,3
P/E, x	15,4	11,4	11,8	10,0
EV/EBITDA, x	8,2	8,8	7,4	7,2
P/B, x	10,8	7,8	5,0	3,8



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году компании-золотодобытчики стали одними из немногих, чьи финансовые результаты улучшились по сравнению с 2019 годом. Этому способствовал статус золота как защитного актива и, как следствие, возросший спрос инвесторов и кратный рост его котировок (средняя цена реализации аффинированного золота выросла на 27,3% г/г, до \$1 786 за унцию).

Выручка по итогам 2020 года составила \$5,0 млрд (+25% г/г), скорректированная EBITDA – \$3,7 млрд (+38% г/г), чистая прибыль – \$1,6 млрд (-15% г/г), свободный денежный поток – \$2,4 млрд (+55% г/г), чистый долг - \$2,5 млрд (-24% г/г). Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 0,7х, сократившись с 1,2х в конце 2019 года. Поддержку ряду финансовых показателей оказал рост общего объема реализации золота (+7% г/г), рост средней цены реализации и сокращение общих денежных затрат (-1% г/г)

Итоги 9 месяцев 2021 года: макро-факторы способствовали росту финансовых результатов, несмотря на снижение объемов производства

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 5% г/г, до \$3,7 млрд, скорректированная EBITDA – на 3% г/г, до \$2,6 млрд, чистая прибыль – в 2,2 раза г/г, до \$1,8 млрд, свободный денежный поток сократился на 5,9% г/г, до \$1,7 млрд на фоне роста операционного денежного потока (+3% г/г) при одновременном увеличении капитальных затрат (+41% г/г). Коэффициент «Чистый долг/EBITDA составил 0,5х.

Результаты «Полюс» оказались позитивными, что соответствовало ожиданиям инвесторов. Ключевым фактором роста финансовых метрик стал рост реализации золотой продукции при небольшом росте цен. При этом чистая прибыль вышла на рекордные уровни. На фоне роста основных финансовых показателей дивидендные выплаты составили \$491 млн или 267,48 руб. на акцию, что соответствует дивидендной доходности в 1,69%.

Перспективы отрасли

Цены на золото чувствительны к ожиданиям инвесторов: рост котировок характерен в периоды высокой волатильности при сильном отклонении инфляции от средних ожиданий (в октябре годовая инфляция в России превысила 8,1%, в США – 6,2%). Продолжающаяся тенденция роста цен наряду с неопределенностью на фондовых рынках может оказать поддержку котировкам золота. Также золото имеет обратную корреляцию с реальными доходностями по «длинным» гособлигациям США и долларом: чем ниже реальные процентные ставки, тем выше цена золота. Ожидания сворачивания политики количественного смягчения и повышения ставок способствуют укреплению курса доллара и снижению привлекательности золота относительно госбумаг.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 17 150 рублей за акцию (потенциал – 22,3%), **Покупать**.

Структура активов по месторождениям в 3 кв.2021



Структура выручки по месторождениям в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «СБЕРБАНК»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 442 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Рекордные показатели 9 месяцев 2021 года: чистая прибыль увеличились на 75,1% г/г, до 978,1 млрд руб. Рентабельность капитала составила 25,8% +9,8 п.п., активов – 3,5% (+1,3 п.п.),
- Ключевой фактор инвестиционной привлекательности ценных бумаг Сбербанка являются дивиденды. По итогам 2021 года размер дивидендов может достичь 25 - 30 руб., что предполагает дивдоходность на уровне 7.8%-9.4%;
- «Сбербанк» существенно недооценен по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору P/E2021 дисконт составляет 63,6% при показателях ROE и ROA превышающих среднеотраслевые значения; Текущая оценка предполагает целевую цену в 442 рубля за акцию (потенциал – 40,1%), **Покупать**.

В рамках новой стратегии предполагается трансформация Сбербанка в технологическую компанию под едином брендом «Сбер»: экосистема будет включать основной бизнес и небанковские услуги (продукты питания, транспорт, страхование, медицинские услуги. Первоочередная цель – получение от нефинансовых услуг не менее 5% суммарной операционной прибыли и достижение их безубыточности к 2023 году.

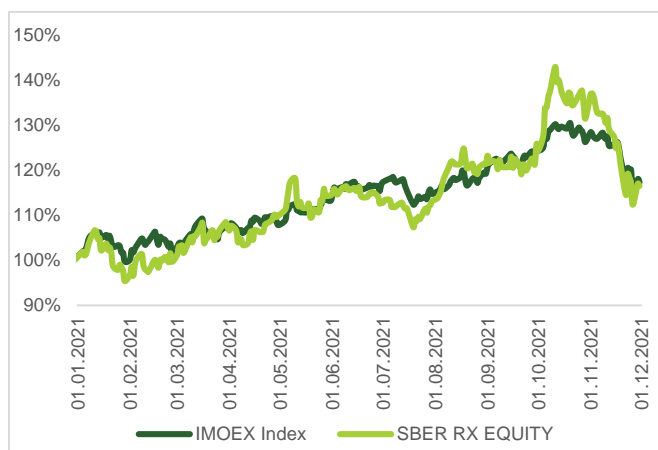
Банк обладает высокими показателями операционной эффективности и удерживает отношение расходов к доходам на уровне 30-35%, расходов к средним активам – 2,0-2,3%

Одним из основных факторов привлекательности ценных бумаг Сбербанка являются дивиденды. В соответствии с дивидендной политикой, уровень выплат установлен в размере 50% от чистой прибыли по МСФО. За 2020 год банк направил рекордные 422,4 млрд рублей на дивиденды, за 2021 год дивидендные выплаты могут быть увеличены благодаря сильным финансовым результатам за этот период и возможному роспуску части резервов под кредитные убытки.

ПАО «Сбербанк» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору P/E2021 дисконт составляет 63,6%.

Эмитент	ПАО «Сбербанк»
Тикер	SBER RX EQUITY
Цена, руб.	315,6
Мин. цена за год, руб.	246,0
Макс.цена за год, руб.	388,1
Капитализация, млрд. руб.	6 812
Прогнозная див. дох-сть,%	7,2
Периодичность дивидендов	Годовая
Закрытие реестра	11.05.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	442,0
Потенциал роста, %	40,1

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	3 264 800	2 534 282	2 813 469	3 049 907
EBITDA, млн руб.	-	-	-	-
Рентабельность, %	-	-	-	-
Чистая прибыль, млн руб.	776 280	1 196 654	1 254 621	1 362 506
Рентабельность, %	23,8%	47,2%	44,6%	44,7%
Чистый долг/EBITDA, x	-	-	-	-
EPS	35,0	55,6	58,1	61,6
DPS	18,7	29,8	31,0	33,1
P/E, x	9,0	5,7	5,4	5,1
EV/EBITDA, x	-	-	-	-
P/B, x	1,4	1,2	1,1	1,0



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

Итоги 9 месяцев 2021 года: быстрое восстановление и закрепление лидирующей позиции на финансовых рынках

По итогам 9 месяцев 2021 года чистые процентные доходы увеличились на 12,6%, до 1 330,6 млрд руб., чистые комиссионные доходы – на 15,6%, до 455,7 млрд руб., чистая прибыль – на 75,1% г/г, до 978,1 млрд руб. Рентабельность капитала составила 25,8% +9,8 п.п.), активов – 3,5% (+1,3 п.п.), чистая процентная маржа – 5,26% (-0,26 п.п.). Стоимость риска опустилась до 57 б.п. с 219 б.п. за аналогичный период прошлого года.

Суммарный объем выданных кредитов с начала года вырос на 9,9% г/г, до 27 490,9 млрд руб., из них объем кредитов юридическим лицам увеличился на 4,8% г/г, до 16 458,8 млрд руб., физическим – на 18,5% г/г, до 11 032,1 млрд руб.

Банковский бизнес по-прежнему обеспечивает значительную долю доходов банка, при этом доминирование в сегментах розничных депозитов и зарплатных проектов помогает удерживать очень высокую долю в платежном бизнесе. Выручка нефинансовых активов выросла в 3 раза г/г, до 120 млрд руб.

Перспективы отрасли

Ожидается сохранение транзакционной активности клиентов, что приведет к росту кредитного портфеля и ускорению корпоративного кредитования. Продолжение жесткой ДКП со стороны ЦБ РФ на фоне высокого уровня инфляции может привести к увеличению кредитных и депозитных ставок в отрасли/

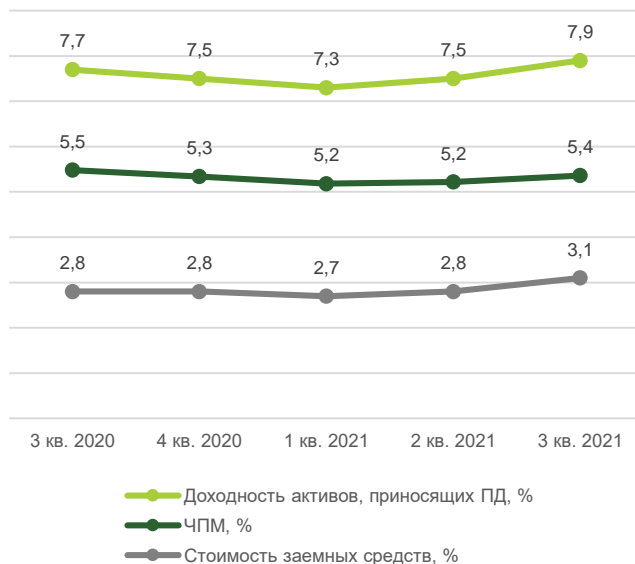
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 442 рубля за акцию (потенциал – 40,1%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Чистая процентная маржа



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «ВТБ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 0,0562 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года чистые процентные доходы увеличились на 22,8%, до 475,7 млрд руб., чистые комиссионные доходы – на 28,8%, до 123,5 млрд руб., чистая прибыль – в 4,4 раза, до 257,6 млрд руб.
- «ВТБ» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору P/E2021 дисконт составляет 73,7%.
- Прогнозная дивидендная доходность по итогам 2021 года по обыкновенным акциям ВТБ составляет 11,8%.

На долю банка приходится 16,6% кредитов, выдаваемых юридическим лицам, 18,1% - физическим лицам и 19,8% от всей выдаваемой в стране ипотеки. При этом внутри страны банк обеспечивает 26% всего инвестиционно-банковского обслуживания и 58% рынка долгового капитала.

В 2019 году ВТБ создал крупного игрока на зерновом рынке – ООО «Деметра-Холдинг», объединяющий активы в области транспортной экспортной логистики и трейдинга. Менеджмент компании не исключает выход холдинга на IPO, что может способствовать росту инвестиционной привлекательности самой Группы.

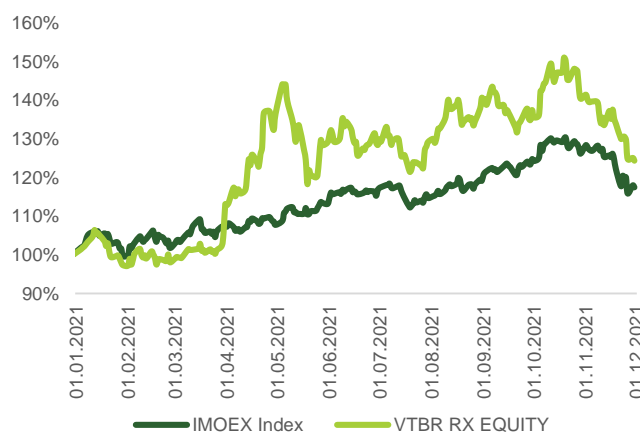
В новой стратегии банка определены ключевые приоритеты на 2022 год. Финансовые приоритеты включают получение 310 млрд руб. чистой прибыли, 15%-ого возврата на капитал и 50%-ого коэффициента дивидендных выплат.

Программа трансформации «600 дней» направлена на развитие розничного бизнеса, её основные задачи включают расширение количества активных клиентов до 18 млн в розничном сегменте и до 1 млн в сегменте малого и среднего бизнеса к 2022 году.

«ВТБ» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору P/E2021 дисконт составляет 73,7%.

Эмитент	ПАО «ВТБ»
Тикер	VTBR RX EQUITY
Цена, руб.	0,0505
Мин. цена за год, руб.	0,0339
Макс. цена за год, руб.	0,0575
Капитализация, млрд. руб.	655
Прогнозная див. дох-сть, %	11,8
Периодичность дивидендов	Годовая
Закрытие реестра	14.07.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	0,0562
Потенциал роста, %	11,3%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	1 429 600	817 798	927 301	948 454
EBITDA, млн руб.	-	-	-	-
Рентабельность, %	-	-	-	-
Чистая прибыль, млн руб.	177 160	282 887	237 937	283 557
Рентабельность, %	12,4%	34,6%	25,7%	29,9%
Чистый долг/EBITDA, x	-	-	-	-
EPS	0,012	0,015	0,014	0,016
DPS	0,020	0,006	0,006	0,006
P/E, x	3,8	3,0	3,2	3,0
EV/EBITDA, x	-	-	-	-
P/B, x	0,6	0,4	0,3	0,3



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

Итоги 9 месяцев 2021 года: рекордные финансовые показатели и повышение годовых ориентиров

По итогам 9 месяцев 2021 года чистые процентные доходы увеличились на 22,8%, до 475,7 млрд руб., чистые комиссионные доходы – на 28,8%, до 123,5 млрд руб., чистая прибыль – в 4,4 раза, до 257,6 млрд руб.

Суммарный объем выданных кредитов с начала года вырос на 8,9% г/г, до 14 336,1 млрд руб., из них объем кредитов юридическим лицам увеличился на 6,0% г/г, до 9 865,2 млрд руб., физическим – на 15,9% г/г, до 4 470,9 млрд руб. Стоимость риска сократилась на 120 б.п. г/г, до 0,7%, на фоне продолжения восстановления экономики. Доля неработающих кредитов сократилась на 110 б.п. г/г, до 4,6%.

Корпоративно-инвестиционный бизнес по-прежнему приносит большую часть доходов Группы – свыше 44,1% (при суммарных активах около 10,1 трлн руб.). На долю розничного бизнеса приходится 38,1% (суммарные активы – 6,1 трлн руб.), на долю среднего и малого бизнеса – 9,7% (при активах в 2,3 трлн руб.).

Перспективы отрасли

Ожидается сохранение транзакционной активности клиентов, что приведет к росту кредитного портфеля и ускорению корпоративного кредитования. Продолжение жесткой ДКП со стороны ЦБ РФ на фоне высокого уровня инфляции может привести к увеличению кредитных и депозитных ставок в отрасли

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 0,0562 рубля за акцию (потенциал – 11,3%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура комиссионных доходов в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «МАГНИТ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 6 500 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 14,4% г/г, до 1 311,5 млрд руб., EBITDA – на 15,0% г/г, до 93,0 млрд руб., чистая прибыль – на 37,0% г/г, до 36,5 млрд руб. Общий оборот товаров составил 5,2 млрд руб. (рост в 1268 раз г/г), среднее количество заказов – 19 705 (рост в 256 раз г/г), средний чек – 1 013 руб. (+12,6% г/г). Темпы роста среднего чека и сопоставимых продаж являются одними из самых высоких по отрасли.
- «Магнит» недооценено по сравнению с конкурентами: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 34,8%.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 6 500 рублей за акцию (потенциал – 11,9%). Рекомендация – Покупать.

Компания оставила неизменными свои долгосрочные приоритеты 2021-2025 гг., которые предполагают органический рост, увеличение мощности e-grocery платформы, стабильное улучшение рентабельности по EBITDA, сохранение долговой нагрузки на комфортном уровне не выше 1,5х, фокус на дивидендной доходности и создании дополнительной ценности для акционеров.

Наряду с продажей товаров розничная сеть занимается производством продуктов питания под собственной торговой маркой, управлением несколькими предприятиями по выращиванию овощей, производству бакалеи и кондитерских изделий, владеет одной из крупнейших в России сетью тепличных и грибных комплексов

Компания имеет свои представительства во всех густонаселенных регионах России, клиентская база превышает 13 миллионов человек

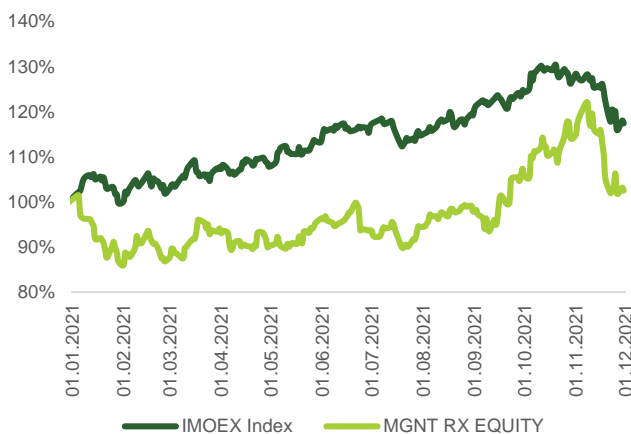
В 2021 году «Магнит» провел одну из крупнейших M&A сделок на российском рынке продуктового ритейла, приобретя 100% акций «Дикси» за 87,6 млрд руб. Как следствие, доля компании на российском рынке увеличится на 1,9%, на приоритетных рынках Москвы и Московской области – в 2,1 раза, Санкт-Петербурга и Ленинградской области – в 1,7 раза.

Росту лояльности потребителей способствует запуск электронной коммерции, развитие собственной доставки и партнерских отношений с агрегаторами.

«Магнит» недооценено по сравнению с конкурентами: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 34,8%.

Эмитент	ПАО «Магнит»
Тикер	MGNT RX
Цена, руб.	5 809,5
Мин. цена за год, руб.	4 865,0
Макс.цена за год, руб.	7 011,5
Капитализация, млрд. руб.	592
Прогнозная див. дох-сть,%	10,9
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	31.12.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	6 500,0
Потенциал роста, %	11,9%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	1 553 777	1 776 009	2 019 471	2 254 673
EBITDA, млн руб.	159 911	207 106	200 940	230 307
Рентабельность, %	10,3%	11,7%	10,0%	10,2%
Чистая прибыль, млн руб.	32 807	41 137	47 453	54 068
Рентабельность, %	2,1%	2,3%	2,3%	2,4%
Чистый долг/EBITDA, x	2,99	1,43	1,40	1,24
EPS	336,0	426,7	469,7	534,2
DPS	245,3	409,8	413,1	424,5
P/E, x	17,4	13,6	12,4	10,9
EV/EBITDA, x	6,2	4,3	4,4	3,8
P/B, x	3,1	3,0	3,0	2,9



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19 оказала умеренное влияние на финансовые результаты компании: переориентация на онлайн-продажи наряду с ростом торговых площадей и среднего чека на фоне восстановления экономики позволили продемонстрировать уверенные финансовые результаты..

Общая выручка составила 1 553,8 млрд руб. (+13,5% г/г), EBITDA – 109,4 млрд руб. (+21,0% г/г), чистая прибыль – 33,0 млрд руб. (рост в 3,4 раза г/г). Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 1,1х, по сравнению с 2,1х на конец 2019 года.

Рост показателей рентабельности объясняется сильной динамикой валовой выручки и сокращением расходов. Так, маржа EBITDA выросла на 97 б.п., до 7,0%, маржа чистой прибыли – на 120 б.п., до 2,4%

Итоги 9 месяцев 2021 года: рост финансовых и операционных результатов и крупнейшая сделка в ритейл-сегменте России

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 14,4% г/г, до 1 311,5 млрд руб., EBITDA – на 15,0% г/г, до 93,0 млрд руб., чистая прибыль – на 37,0% г/г, до 36,5 млрд руб. Общий оборот товаров составил 5,2 млрд руб. (рост в 1268 раз г/г), среднее количество заказов – 19 705 (рост в 256 раз г/г), средний чек – 1 013 руб. (+12,6% г/г)

В III квартале 2020 года ПАО «Магнит» начало тестирование сервисов в онлайн-коммерции, за год к сервису подключились более 2700 офлайн-магазинов и 15 дарксторов в 64 регионах страны. При этом 66% выручки генерировалось за пределами Москвы и Санкт-Петербурга.

Консолидация приобретённых активов «Дикси» началась с 22 июля 2021 года, полное окончание процесса и финальная оценка присоединения ожидается не ранее 2023 года. Текущие финансовые и операционные результаты «Дикси» пока отражаются отдельно. Консолидированные данные будут публиковаться не ранее III квартала 2022 года.

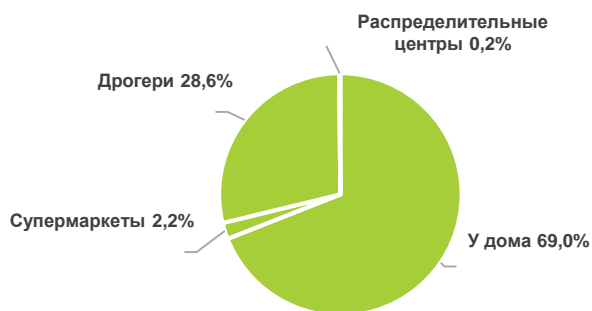
Перспективы отрасли

По оценкам самой компании, стабильный экономический рост поддержит российский розничный рынок. Так, рост ВВП в реальном выражении будет достигнут за счет восстановления экономической активности, что, в свою очередь, вызовет рост реальных располагаемых доходов населения и, как следствие, рост объемов покупок в абсолютном и стоимостном выражении. Текущий уровень инфляции (>8%) является благоприятным для ритейла, поскольку ведет к увеличению среднего чека. В условиях высокой конкуренции добиться роста продовольственной торговли смогут только крупные игроки, поэтому «ПАО» Магнит наращивает свое присутствие на рынках.

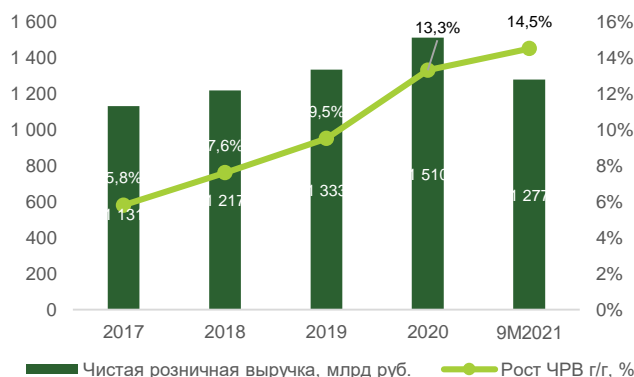
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 6 500 рублей за акцию (потенциал – 11,9%). Рекомендация – Покупать.

Распределение магазинов по форматам



Динамика чистой розничной выручки



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «ДЕТСКИЙ МИР»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 172,2 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Первое полугодие 2021 года стало одним из самых успешных за последние несколько лет: сильные финансовые результаты были получены за счет восстановления продаж в розничном секторе при одновременном сохранении высокого темпа роста онлайн-сегмента.
- В 2021-2022 годах дополнительным фактором поддержки секторов, ориентированных на потребительские расходы, станет поддержка семей с детьми школьного возраста государства на общую сумму около 600 млрд рублей.
- Компания является лидером в секторе по ожидаемой в 2022 году дивидендной доходности (>10%). Текущая оценка предполагает целевую цену в 172,2 рубля за акцию (потенциал – 25,2%), **Покупать**.

Группа объединяет розничные сети магазинов и пункты выдачи заказов «Детский мир». На данный момент сеть представлена 832 магазинами, 16 ПВЗ и 20 магазинами сети «Зоозавр», общая торговая площадь – 897 тыс. кв. м

Основная деятельность компании сосредоточена в России, Казахстане и Белоруссии, на долю компании приходится 22% всех продаж детских товаров, осуществляемых в России

Ключевые факторы инвестиционной привлекательности – общенациональная узнаваемость бренда (99%), быстрая цифровизация бизнеса (в 2020 году темпы роста онлайн-продаж составили 140%) и низкая капиталоемкость бизнеса (рентабельность инвестированного капитала составляет 76%). Также компания выигрывает от государственной программы стимулирования рождаемости в России.

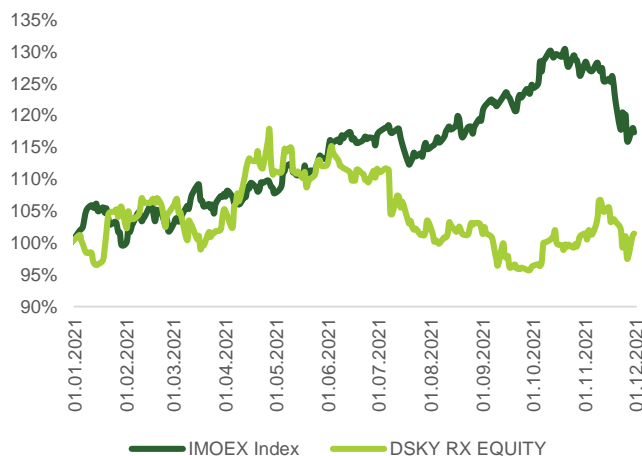
«Детский Мир» обладает высокими показателями операционной эффективности, превышающими средние по индустрии коэффициенты маржинальности (10,2% против 6,5% в среднем по сектору в 2020 году)

В июне Altus Capital увеличила долю участия в капитале «Детского Мира» до 30% на фоне долгосрочных перспектив увеличения стоимости компании и её лидирующих позиций на стремительно развивающемся рынке детских товаров. Теперь котировки ценных бумаг компании будут в большей степени зависеть от финансовых результатов, а не от продажи акций.

Компания является лидером в секторе по ожидаемой в 2022 году дивидендной доходности (>10%), стабильные дивидендные выплаты и прозрачная дивидендная политика также являются факторами привлечения инвесторов.

Эмитент	ПАО «Детский Мир»
Тикер	DSKY RX EQUITY
Цена, руб.	137,5
Мин. цена за год, руб.	125,7
Макс.цена за год, руб.	162,0
Капитализация, млрд. руб.	102
Прогнозная див. дох-сть,%	10,1
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	26.12.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	172,2
Потенциал роста, %	25,2%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	142 882	164 726	189 553	215 376
ЕБИТДА, млн руб.	25 046	29 129	30 679	36 351
Рентабельность, %	17,5%	17,7%	16,2%	16,9%
Чистая прибыль, млн руб.	6 803	11 122	11 630	13 352
Рентабельность, %	4,8%	6,8%	6,1%	6,2%
Чистый долг/ЕБИТДА, x	2,19	2,06	1,81	1,66
EPS	9,3	15,4	15,5	17,9
DPS	5,1	13,3	15,1	16,8
P/E, x	14,8	8,9	8,9	7,7
EV/ЕБИТДА, x	6,4	5,7	5,3	4,6
P/B, x	0,0	57,2	27,0	14,4



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19 оказала умеренное влияние на финансовые результаты Группы: быстрый переход к онлайн-продажам позволил увеличить большинство финансовых показателей по итогам года.

Консолидированная выручка составила 142,9 млрд руб. (+11,0% г/г), скорректированная EBITDA – 17,0 млрд руб. (+15,2% г/г), скорректированная прибыль – 8,4 млрд руб. (+4,2% г/г). Общие сопоставимые продажи в России и в Казахстане увеличились на 3,9% г/г при снижении сопоставимого количества чеков на 1,5% г/г и росте их размера на 5,5% г/г

Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 1,1х, при продолжающейся полноценной реализации инвестиционной и дивидендной программ по сравнению с 1,3х на конец 2019 года.

Итоги 1 полугодия 2021 года: укрепление лидерских позиций и сильные финансовые результаты

По итогам 1 полугодия 2021 года выручка группы выросла на 22,0% г/г, до 73,1 млрд руб., скорректированная EBITDA – на 29,3% г/г, до 7,5 млрд руб., скорректированная прибыль – в 3,1 раза г/г, до 4,3 млрд руб. Общий объем продаж Группы составил 81,5 млрд руб. (+23,6% г/г), при этом доля России составила подавляющие 95,3%, Казахстана – 3,6%, Белоруссии – 1,0%

Первое полугодие 2021 года стало одним из самых успешных за последние несколько лет: сильные финансовые результаты были получены за счет восстановления продаж в розничном секторе при одновременном сохранении высокого темпа роста онлайн-сегмента. В новой стратегии Компания к 2024 году планирует увеличить объем общих продаж вдвое, долю онлайн-сегмента в общих продажах до 45%.

Развитие омниканальной модели позволяет компании осуществлять продажи без ограничений даже в рамках закрытия розничных магазинов, что оказывает поддержку финансовым и операционным результатам.

Перспективы отрасли

В 2021-2022 годах дополнительным фактором поддержки секторов, ориентированных на потребительские расходы, станет поддержка семей с детьми школьного возраста государства на общую сумму около 600 млрд рублей. Помимо этого, восстановление реальных располагаемых доходов населения может увеличить спрос, а растущая инфляция – размер среднего чека. Продолжающаяся автоматизация бизнес-процессов способствует сокращению среднего количества персонала и, как следствие, снижению издержек.

Оценка акций компании

ПАО «Детский Мир» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA₂₀₂₁ дисконт составляет 25,4%.

Текущая оценка предполагает целевую цену в 172,2 рубля за акцию (потенциал – 25,2%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам во 2 кв.2021



Структура выручки по регионам во 2 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ГК «РУСАГРО»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 1 350 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- ГК «РусАгро» является основным бенефициаром роста инфляции внутри страны и роста цен на внешних сельскохозяйственных рынках, корреляция доходов с инфляцией и наличие экспортной составляющей делают бизнес компании устойчивым к внешним рискам
- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 45% г/г, до 157,6 млрд руб., скорректированная EBITDA – на 52% г/г, до 30,7 млрд руб., чистая прибыль – на 126% г/г, до 35,4 млрд руб., соотношение Чистый Долг/EBITDA составило 1,63x
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 1 350 рублей за акцию (потенциал – 22,0%), **Покупать**.

ГК «РусАгро» - крупнейший вертикальный агрохолдинг России, занимающий лидирующие позиции в производстве сахара, свиноводстве, растениеводстве и масложировом бизнесе. Основными акционерами компании являются Вадим Мошкович (57%), Максим Воробьев (10%), Максим Басов (8%), 25% ценных бумаг компании находятся в свободном обращении

Активы компании расположены в Белгородской, Тамбовской, Свердловской, Самарской, Саратовской, Воронежской, Курской и Орловской областях, а также в Приморском крае. Продажа производимой продукции осуществляется в 80 регионах России и более чем в 60 странах мира.

Компания занимает ведущие позиции в ключевых сегментах внутри страны: лидер по производству подсолнечного масла, потребительского маргарина и майонеза, 2 место по производству сахара и промышленных жиров, 3 место по размеру сельскохозяйственного банка и по производству свинины.

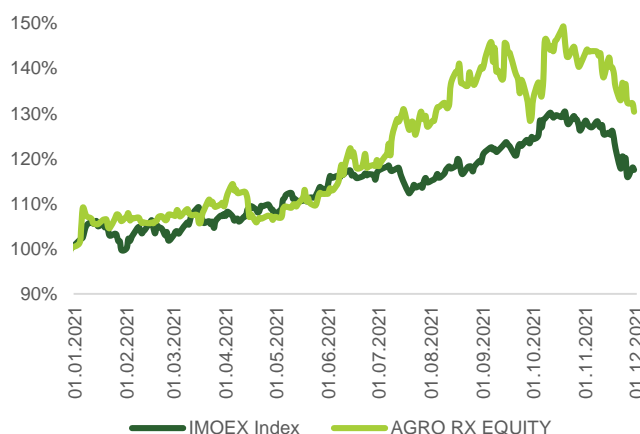
ГК «РусАгро» обладает относительно короткой историей выплат, что объясняется фазой активного роста. В 2020 году компания прошла пик инвестиционных расходов, что гарантирует направление части доходов на увеличение дивидендных выплат. 13 сентября 2021 года в дивидендную политику были внесены изменения: минимальный уровень выплат был поднят с 25 до 50% чистой прибыли по МСФО.

В октябре 2021 года компания провела SPO, в рамках которого в состав акционеров вошел М.Воробьев. Генеральный директор компании М.Басов увеличил свою долю до 7,73%, что было воспринято инвесторами как позитивный момент.

Несмотря на рост цен в течение 2021 года, компания по-прежнему существенно недооценена к своим российским и зарубежным аналогам: дисконт по мультипликатору EV/EBITDA составляет 32,9%, по мультипликатору P/E – 56,1%.

Эмитент	ПАО «РусАгро»
Тикер	AGRO RX EQUITY
Цена, руб.	1 106,6
Мин. цена за год, руб.	776,0
Макс.цена за год, руб.	1 264,8
Капитализация, млрд. руб.	147
Прогнозная див. дох-сть,%	9,0
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	18.04.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	1 350,0
Потенциал роста, %	22,0%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	164 872	205 847	196 535	202 008
EBITDA, млн руб.	34 384	40 060	35 521	35 427
Рентабельность, %	20,9%	19,5%	18,1%	17,5%
Чистая прибыль, млн руб.	24 185	30 697	24 126	23 987
Рентабельность, %	14,7%	14,9%	12,3%	11,9%
Чистый долг/EBITDA, x	3,16	1,89	1,78	1,48
EPS	179,8	219,5	175,5	174,4
DPS	14,3	142,1	86,6	87,7
P/E, x	6,1	5,0	6,2	6,3
EV/EBITDA, x	6,7	5,7	6,1	5,8
P/B, x	1,2	1,1	1,0	1,0



Пандемия COVID-19 не оказала существенного влияния на деятельность компании: несмотря на логистические проблемы и государственные ограничения, ГК «РусАгро» удалось сохранить высокую производительность и эффективно провести сбор урожая. Повышение спроса на потребительские товары, ставшее одним из последствий пандемии, позитивно отразилось на финансовых результатах компании и, как следствие, повысило котировки её ценных бумаг.

Выручка за 2020 года составила 159,0 млрд руб. (+15% г/г), скорректированная EBITDA – 32,0 млрд руб. (+65% г/г), чистая прибыль – 24,3 млрд руб. (+150% г/г). Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 2,15х.

Существенному росту показателей рентабельности и прибыльности способствовали позитивные переоценки биологических активов в течение года – статья обеспечила дополнительные 5,9 млрд руб. прибыли.

Итоги 9 месяцев 2021 года: рост финансовых показателей и умеренные ожидания

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 45% г/г, до 157,6 млрд руб., скорректированная EBITDA – на 52% г/г, до 30,7 млрд руб., чистая прибыль – на 126% г/г, до 35,4 млрд руб., соотношение Чистый Долг/EBITDA составило 1,63х.

Рост финансовых результатов поддерживается благоприятной конъюнктурой на основных рынках сбыта по всем сегментам. Рост прибыли может позитивно отразиться на будущем уровне дивидендов, но поскольку положительное влияние было во многом вызвано единоразовыми неденежными статьями, текущие уровни нельзя назвать устойчивыми. До конца 2021 года поддержку котировкам окажет продовольственная инфляция внутри страны, по итогам 12 месяцев 2021 года можно ждать умеренного роста финансовых показателей по сравнению с 12 месяцами 2020 года.

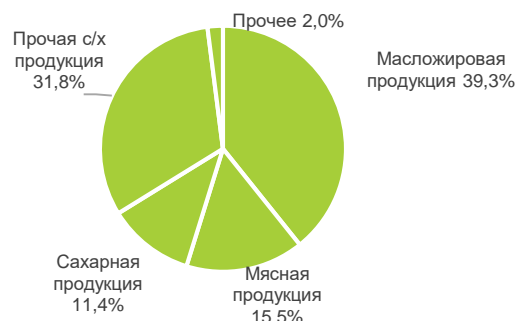
Перспективы отрасли

Диверсифицированный продуктовый портфель компании позволяет нивелировать отрицательные ценовые колебания на одних рынках за счет повышательной конъюнктуры на других. В 2022 году менеджмент компании ожидает рост производства по всем основным сегментам за исключением сахарного, в котором объемы предложения на 2,9 млн тонн будут превышать объемы спроса и ограничивать увеличение цен. Основные ограничения внутри страны могут быть связаны с заморозкой цен при их кратном росте, что сдерживает оптовые и розничные цены, повышая спрос потребителей, но ограничивая производителей и приводя к недополучению части доходов.

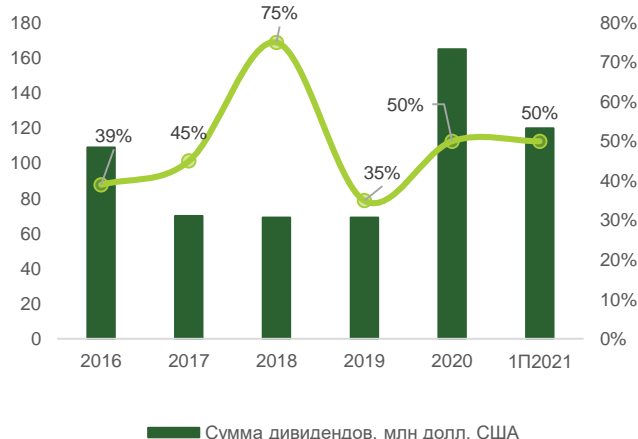
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 1 350 рублей за акцию (потенциал – 22,0%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Дивидендные выплаты



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «АЭРОФЛОТ»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 80 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Постепенное восстановление: по итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 30,7% г/г, до 195,1 млрд руб., EBITDA – в 3,7 раза г/г, до 41,6 млрд руб., рентабельность показателя – на 13,9 п.п., до 21,3%.
- Повсеместная вакцинация населения и снятие ограничений в зарубежных странах в 2022 году позволит расширить компании долю международных рейсов относительно текущего уровня.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 80 рублей за акцию (потенциал – 30,9%), **Покупать**.

Группа «Аэрофлот» - крупнейшая авиакомпания России и одна из крупнейших в Европе и мире, которая работает в ключевых сегментах рынка для повышения мобильности населения и транспортной доступности России и её регионов. Головной компанией Группы является «Аэрофлот», в состав также входят сетевая авиакомпания «Россия» и лоукостер «Победа». Основным акционером «Аэрофлот» является Российская Федерация (57,3%). 2,0% акций составляют квазиказначейские акции, 0,0002% находятся в распоряжении менеджмента, 40,7% - в свободном обращении.

География деятельности компании включает американский, азиатский и европейский регионы, страны СНГ и ближнего зарубежья, Ближнего Востока и внутрироссийские направления.

Одно из ключевых преимуществ группы – современный парк судов, средний возраст которых составляет 5,6 года. На конец 2020 года парк Группы насчитывал 342 воздушных судна.

Компания обладает одним из самых узнаваемых брендов в стране, благодаря чему занимает лидирующие позиции на рынке Российской Федерации: на конец 2020 года доля компании составляла 41%

Позитивным фактором переоценки акций может выступить дальнейшее открытие границ, восстановление международного авиасообщения и пассажиропотока. Реструктуризация лизинговых обязательств с переносом сроков выплаты на более позднее также способствует улучшению ликвидности баланса и сокращению краткосрочных расходов и, как следствие, улучшению финансовых показателей.

При этом сдерживающими факторами будут выступать отсутствие дивидендных выплат (по оценкам компании, возврат к выплате дивидендов возможен не раньше 2023 года) и правительственные инициативы по введению qr-кодов на транспорте. Заместитель главы Министерства Транспорта России не исключил, что данная инициатива может привести к трудностям с бизнесом, поэтому Министерство рассмотрит вопрос субсидий.

Эмитент	ПАО «Аэрофлот»
Тикер	AFLT RX
Цена, руб.	61,1
Мин. цена за год, руб.	59,2
Макс.цена за год, руб.	75,5
Капитализация, млрд. руб.	148
Прогнозная див. дох-сть,%	0,0
Периодичность дивидендов	Годовая
Заккрытие реестра	02.07.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	80,0
Потенциал роста, %	30,9%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	302 182	470 591	648 428	774 910
EBITDA, млн руб.	22 974	120 155	189 849	201 241
Рентабельность, %	7,6%	25,5%	29,3%	26,0%
Чистая прибыль, млн руб.	-114 619	-35 273	11 484	39 364
Рентабельность, %	-37,9%	-7,5%	1,8%	5,1%
Чистый долг/EBITDA, x	28,61	5,47	3,50	3,56
EPS	-85,2	-12,7	6,4	8,9
DPS	0,0	0,0	1,0	2,7
P/E, x	0,0	0,0	9,4	6,8
EV/EBITDA, x	35,7	6,7	4,3	4,3
P/B, x	-	-	-	-



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

Компании транспортной отрасли в наибольшей степени пострадали от пандемии коронавируса в 2020 году. Значительные ограничения на внутренние полеты и полное закрытие международного сообщения привели к рекордному обвалу операционных показателей и к ухудшению финансовых результатов. Перепрофилирование части флота и осуществление пассажирскими самолетами грузовых перевозок не смогло в значительной мере повлиять на итоговые результаты деятельности Группы.

Выручка за 2020 снизилась на 55,4% и составила 302,2 млрд руб., EBITDA – 27,0 млрд руб. (-84,0% г/г), рентабельность показателя снизилась на 16 п.п., до 8,9%. Чистый убыток составил 123,2 млрд руб. по сравнению с прибылью в 13,5 млрд руб., полученной по итогам 2019 года.

Совокупный пассажиропоток сократился на 50,3% г/г, до 30,2 млн человек, при этом на международных линиях – на 77,9% г/г, на внутренних – на 28,1% г/г.

Итоги 1 полугодия 2021 года: постепенное восстановление за счет внутреннего рынка

По итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 30,7% г/г, до 195,1 млрд руб., EBITDA – в 3,7 раза г/г, до 41,6 млрд руб., рентабельность показателя – на 13,9 п.п., до 21,3%. Чистый убыток сократился на 52,4% г/г, до 27,7 млрд руб.

Совокупный пассажиропоток поддерживался запуском новых внутренних и международных рейсов, хотя сама компания заявляла, что пандемия по-прежнему оказывает негативное влияние на производственные результаты группы. За 6 месяцев 2021 года компания перевезла 16,6 млн пассажиров (+43,6% г/г) и повысила заполняемость кресел на 10,5 п.п., до 78,8%.

В центре внимания компании находится вопрос повышения ликвидности: существенную поддержку оказало увеличение числа бронирований билетов перед высоким сезоном и выпуск пятилетних рублевых облигаций, позволивший сократить долю краткосрочных обязательств в пользу долгосрочных.

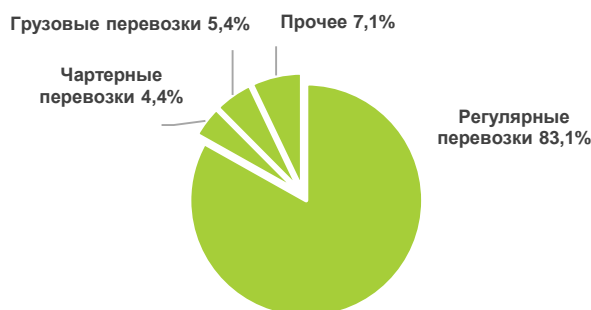
Перспективы отрасли

Решающее влияние на отрасль по-прежнему будет оказывать пандемия коронавируса. Повсеместная вакцинация населения может служить позитивным фактором и способствовать росту доходов. Снятие ограничений в зарубежных странах и открытие границ позволит расширить компании долю международных рейсов относительно текущего уровня. При этом ограничения, накладываемые на отрасль внутри страны в 2022 году, могут привести к снижению доли внутренних рейсов. По прогнозам аналитиков, в 2022 году авиакомпании по-прежнему не смогут превзойти результаты допандемийного 2019 года.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 80 рублей за акцию (потенциал – 30,9%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам во 2 кв.2021



Структура выручки неосновных сегментов 2 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «НМТП»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 8,8 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- 1 полугодие 2021 года: улучшение прогнозов и рекордные дивидендные выплаты. По итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 8,9% г/г, до 26,9 млрд руб., EBITDA – на 7,2% г/г, до 18,9 млрд руб., чистая прибыль – на 112,0% г/г, до 12,7 млрд руб.
- Стратегия развития порта до 2029 года предполагает увеличение грузооборота на дополнительные 21,8 млн тонн.
- «НМТП» недооценен по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 28,8%. Текущая оценка предполагает целевую цену в 8,8 рубля за акцию (потенциал роста 25,7%), **Покупать**.

Группа «НМТП» - ведущий стивидорный оператор в России, третий по объему грузооборота порт в Европе. Основными акционерами «НМТП» являются ПАО «Транснефть» (62,0%), Росимущество (20,0%), JP Morgan AG (счет депо GDR – 5,6%). На долю миноритариев приходится 12,6% всех акций. В программе приватизации федерального имущества на 2020-2022 гг. планов по продаже пакета акций «НМТП» нет, хотя в прогнозный план компания входила

Основными регионами деятельности компании являются Азово-Черноморский и Балтийский бассейны, обеспечивающие доступ к пересечению международных транспортных коридоров, связывающих Россию со Средиземноморьем, Ближним Востоком, Африкой, Южной и Юго-Восточной Азией, Северной и Южной Америкой

Основная часть доходов и обязательств номинирована в долларах США, поэтому компания сильно выигрывает в случае сильного снижения курса рубля.

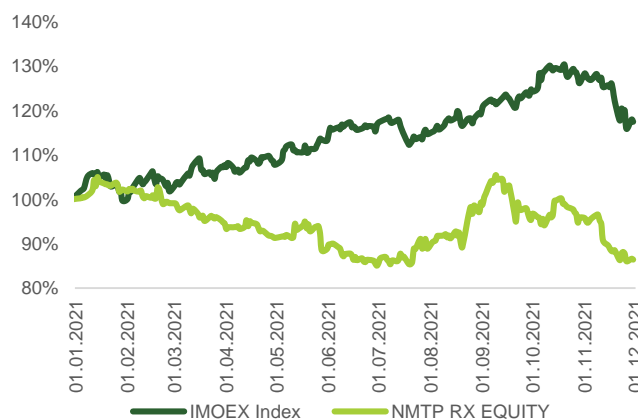
Стратегия развития порта до 2029 года предполагает увеличение грузооборота на дополнительные 21,8 млн тонн. Для этих целей компания планирует увеличить капитальные затраты и направить денежные средства на строительство дополнительного контейнерного терминала в порту Новороссийска, терминала минеральных удобрений, универсального перегрузочного комплекса АО «НСПЗ» и терминала растительных масел.

На развитие мощностей планируется направить 108 млрд рублей, что может оказать давление на показатели чистой прибыли. Однако поэтапная реализация стратегии будет нивелировать потери за счет планируемого прироста выручки на дополнительные 6% г/г.

«НМТП» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 28,8%.

Эмитент	ПАО «НМТП»
Тикер	NMTP RX
Цена, руб.	7,0
Мин. цена за год, руб.	6,9
Макс.цена за год, руб.	8,7
Капитализация, млрд. руб.	135
Прогнозная див. дох-сть,%	9,4
Периодичность дивидендов	Годовая
Закрытие реестра	04.07.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	8,8
Потенциал роста, %	25,7%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	6M2021	2021LTM
Выручка, млн руб.	45 732	26 932	24 735
EBITDA, млн руб.	29 533	18 929	17 652
Рентабельность, %	64,6%	70,3%	71,4%
Чистая прибыль, млн руб.	4 843	12 714	5 997
Рентабельность, %	10,6%	47,2%	24,2%
Чистый долг/EBITDA, x	1,73	0,95	1,72
EPS	0,2		
DPS	0,0		
P/E, x	33,6		
EV/EBITDA, x	6,4		
P/B, x	1,9		



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 негативное влияние на финансовые результаты и динамику цены акций оказало действие соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи нефти. Выручка компании напрямую привязана к объему перевалки грузов, 80% грузооборота состоит из перевалки сырой нефти и нефтепродуктов. Рост чистого долга в отчетном периоде объясняется резким сокращением остатков денежных средств из-за значительных дивидендных выплат.

Выручка в 2020 году составила 45,6 млрд руб. (-18,7% г/г), EBITDA – 30,7 млрд руб. (-26,5% г/г), чистая прибыль – 4,8 млрд руб. (-92,1% г/г), рентабельность EBITDA – 67,3% (-7,2 п.п. г/г), чистый долг – 30,4 млрд руб. (+26,8% с начала года).

Консолидированный грузооборот Группы составил 110,6 млн тонн: из них 87,8 млн тонн наливных и 22,8 млн сухих грузов, что ниже показателей за 2019 год на 22,4% г/г по совокупному результату и на 23,3% и 18,9% г/г – по каждому из сегментов. **Итоги 1 полугодия 2021 года: улучшение прогнозов и рекордный объем дивидендных выплат**

По итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 8,9% г/г, до 26,9 млрд руб., EBITDA – на 7,2% г/г, до 18,9 млрд руб., чистая прибыль – на 112,0% г/г, до 12,7 млрд руб., рентабельность EBITDA снизилась на 1,1 п.п., до 70,3%, чистый долг снизился на 40,6% с начала года, до 18,1 млрд руб.

Консолидированный грузооборот группы сократился на 6,9% г/г, до 58,4 млн тонн, при этом объем наливных грузов сократился на 9,2% г/г, до 46,2 млн тонн, сухих грузов – увеличился на 3,4% г/г, до 12,2 млн тонн.

Умеренному росту финансовых показателей способствовали увеличение объема перевалки таких грузов, как контейнеры, черные металлы и химические грузы. При этом соглашение ОПЕК+ и, как следствие, сокращение перевалки сырой нефти по-прежнему продолжило оказывать негативный эффект на операционные и финансовые результаты.

Перспективы отрасли

Страны ОПЕК+ планируют ежемесячно увеличивать добычу на 400 барр./сутки. Среднесуточная добыча нефти в России может восстановиться до допандемийных уровней (11,5 млн тонн) уже в 2022 году. Температурный фактор, недостаточная доля возобновляемых источников энергии в мировом энергобалансе, рост потребления в азиатских странах будут способствовать росту мирового спроса на жидкие углеводороды однозначными годовыми темпами до 2030-2035 г. МЭА прогнозирует спрос на нефть на 2021 год на уровне 96,3 млн барр./сутки, что уже превышает допандемийные значения.

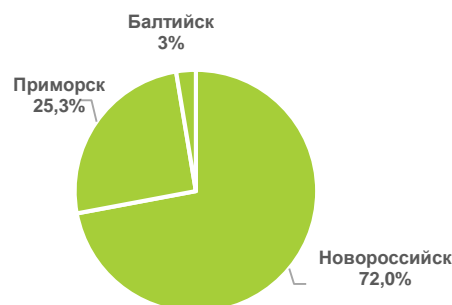
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 8,8 рубля за акцию (потенциал – 25,7%), **Покупать**.

Структура грузооборота во 2 кв.2021



Структура выручки по портам во 2 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «ИНТЕР РАО»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 6,1 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 19,4% г/г, до 851,3 млрд руб., EBITDA – на 38,0% г/г, до 119,4 млрд руб., чистая прибыль – на 37,3% г/г, до 78,8 млрд руб.
- Позитивным фактором переоценки акций может выступить вероятное изменение дивидендной политики: «Интер РАО» – одна из немногих госкомпаний, направляющих на дивиденды 25% чистой прибыли вместо 50%.
- «Интер РАО» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 79,9%, по P/E – 51,6%. Текущая оценка предполагает целевую цену в 6,1 рубля за акцию (потенциал – 41,2%), **Покупать**.

Группа «Интер РАО» - диверсифицированный энергетический холдинг, управляющий активами в Росс, Европе и ряде стран СНГ. Деятельность компании охватывает производство электрической и тепловой энергии, энергосбыт, международный энерготрейдинг, инжиниринг, управление распределительными сетями за пределами страны. География деятельности компании включает Российскую Федерацию, Финляндию, Белоруссию, Литву, Грузию, Азербайджан, Казахстан, Китай и Монголию. Генерирующие активы включают 41 ТЭС, 6 генерирующих установок малой мощности, 10 ГЭС (в том числе 5 малых), 2 ветропарка. Установленная совокупная мощность на сегодняшний день составляет 30,7 ГВт.

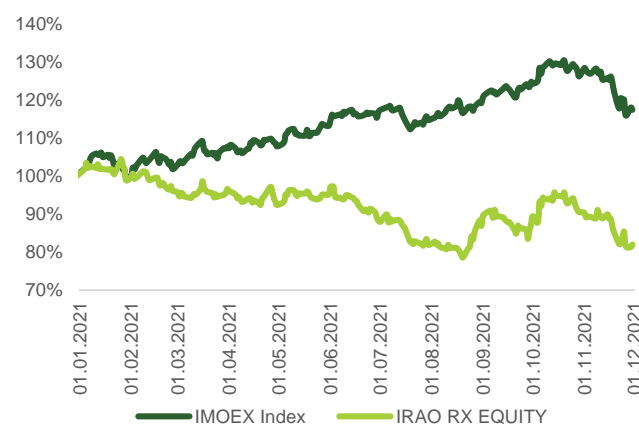
Новая стратегия компании принята на период до 2025 года и предполагает развитие по 4 направлениям. Рост стоимости компании планируется осуществлять через модернизацию существующих мощностей, заключения сделок M&A и построения новых проектов. Диверсификация бизнеса предполагает развитие сегмента машиностроения и розничного бизнеса. Работа по направлению «цифровизация» позволит оптимизировать затраты через синергию бизнес-процессов. Устойчивое развитие компании планируется проводить путем установки ESG-целей и снижения удельного углеродного следа.

Позитивным фактором переоценки акций может выступить изменение дивидендной политики: «Интер РАО» – одна из немногих госкомпаний, направляющих на дивиденды 25% чистой прибыли вместо 50%. Консервативный подход в дивидендной политике является сдерживающим фактором покупки акций для большинства инвесторов.

«Интер РАО» недооценено по сравнению с российскими и иностранными компаниями: по мультипликатору EV/EBITDA2021 дисконт составляет 79,9%, по P/E – 51,6%.

Эмитент	ПАО «Интер РАО»
Тикер	IRAO RX EQUITY
Цена, руб.	4,32
Мин. цена за год, руб.	4,16
Макс. цена за год, руб.	5,61
Капитализация, млрд. руб.	455
Прогнозная див. дох-сть, %	4,2
Периодичность дивидендов	Годовая
Закрытие реестра	06.06.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	6,10
Потенциал роста, %	41,2%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	986 292	1 128 132	1 163 447	1 239 172
EBITDA, млн руб.	111 213	153 836	149 053	146 634
Рентабельность, %	11,3%	13,6%	12,8%	11,8%
Чистая прибыль, млн руб.	76 352	95 743	91 075	87 588
Рентабельность, %	7,7%	8,5%	7,8%	7,1%
Чистый долг/EBITDA, x	-2,18	-1,51	-1,61	-1,54
EPS	1,0	1,2	1,1	1,1
DPS	0,2	0,2	0,3	0,2
P/E, x	4,2	3,6	3,8	4,1
EV/EBITDA, x	2,6	1,4	1,4	1,5
P/B, x	0,5	0,5	0,4	0,4



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году наблюдалось снижение финансовых показателей из-за влияния пандемии COVID-19, которая привела к сокращению объема экспортных поставок, снижению цен на рынке Nord Pool и общему снижению деловой активности. Негативная конъюнктура на рынке на сутки вперед объяснялась повышенной приточностью и ростом выработки на ГЭС. Окончание сроков действия договоров о предоставлении мощности по ряду генерирующих объектов и ослабление курса рубля также способствовали недополучению ряда доходов.

Выручка составила 986,3 млрд руб. (-4,4% г/г), EBITDA – 122,3 млрд руб. (-13,6% г/г), чистая прибыль – 75,5 млрд руб. (-7,9% г/г), чистый долг – 233,6 млрд руб. (+18,9% г/г), капитальные затраты – 28,5 млрд руб. (+16,7% г/г).

Выработка электроэнергии сократилась на 18,5% г/г, до 106,1 ТВт*ч, объем экспортно-импортных операций – на 37,6% г/г, до 13,1 ТВт*ч, объем полезного отпуска электроэнергии – на 2,4% г/г, до 193,7 ТВт*ч.

Итоги 9 месяцев 2021 года: ожидания роста дивидендов и улучшение прогнозов на фоне позитивных финансовых и операционных результатов

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 19,4% г/г, до 851,3 млрд руб., EBITDA – на 38,0% г/г, до 119,4 млрд руб., чистая прибыль – на 37,3% г/г, до 78,8 млрд руб. Капитальные расходы снизились на 2,1% г/г, до 18,5 млрд руб., чистый долг – на 12,8% с начала года, до -203,7 млрд руб.

Выработка электроэнергии увеличилась на 11,9% г/г, до 86,5 ТВт*ч, объем экспортно-импортных операций – на 78,7% г/г, до 16,8 ТВт*ч, объем полезного отпуска электроэнергии – на 7,9% г/г, до 150,9 ТВт*ч.

Умеренному росту финансовых показателей способствовали увеличение динамики потребления электроэнергии на 6,0% г/г, рост цен РСВ в первой ценовой зоне на 15,2% г/г, рост цен на топливо (+3,3% г/г на газ и +7,1% г/г на уголь) и температурный фактор (холодная зима и теплый весенне-летний период).

Перспективы отрасли

На фоне рекордных цен на газ и жидкие углеводороды, спрос на электроэнергетику в осенне-зимний период 2021-2022 годов может увеличиться. Температурный фактор наряду с началом отопительного сезона и дальнейшим восстановлением экономики после ограничений способны оказать поддержку отпускным ценам и объемам электроэнергии, направляемым компанией на экспорт. Внутри страны повышенная конкуренция за потребителя со стороны гидрогенерирующих компаний может ограничить доходы в будущем году.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 6,1 рубля за акцию (потенциал – 41,2%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура выручки по регионам в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «МТС»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 396,7 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Главным среднесрочным драйвером роста является принятие в 2022 году новой дивидендной политики.
- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 8,2% г/г, до 390,7 млрд руб., скорректированная OIBDA – на 6,9% г/г, до 173,9 млрд руб., чистая прибыль – на 3,2% г/г, до 49,9 млрд руб.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 396,7 рублей за акцию (потенциал – 34,2%), **Покупать**.

«МТС» ведущая компания в России и странах СНГ по предоставлению услуг мобильной и фиксированной связи, передачи данных и доступа в интернет, кабельного и спутникового ТВ-вещания, провайдер цифровых сервисов. Абонентская база «МТС» составляет 86,5 млн абонентов, по фиксированной связи – более 2,2 млн

Наряду с основными направлениями деятельности компания развивает розницу, финтех, медиа и сферу цифровых и облачных решений для бизнеса. Во II квартале 2021 года вклад нетелекоммуникационных сервисов в прирост выручки составил более 50%.

Сеть дочерних компаний «МТС» включает ПАО «МГТС» (предоставление услуг фиксированной связи на территории Москвы), АО «РТК» (розничная сеть, через которую осуществляется продажа оборудования и услуг), ПАО «МТС-Банк» (осуществление банковских операций), ЗАО «МТС Армения» (предоставление услуг связи на территории Армении)

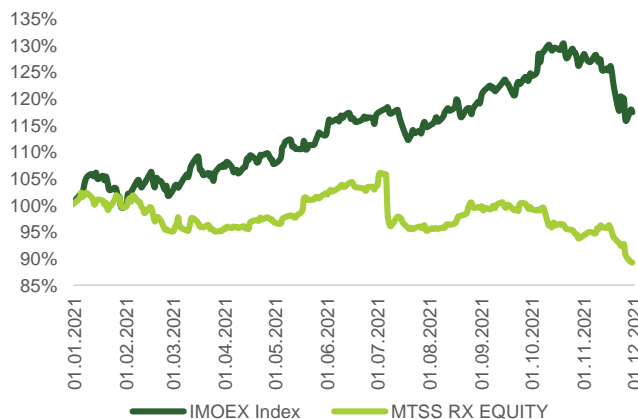
Главным среднесрочным драйвером роста является уменьшение уставного капитала, после чего компания сможет принять новую дивидендную политику. Текущая див.политика заканчивается в 2021 год и предполагает направление на выплаты не менее 28 рублей на акцию на полугодовой основе. Увеличение доходов акционеров также осуществляется через программу обратного выкупа акций: в 2019 и 2021 годах компания потратила на эти цели около 15 млрд руб.

Акции «МТС» рассматриваются инвесторами как квазиоблигации: ставка делается не на рост котировок, а на стабильный дивидендный доход. Однако расширение бизнеса компании на фоне отсутствия основных конкурентов на биржевом рынке могут оказать поддержку и цене акций.

ПАО «МТС» торгуется на уровне российских и зарубежных аналогов: по мультипликатору P/E 2021 премия составляет 1,6%.

Эмитент	ПАО «МТС»
Тикер	MTSS RX
Цена, руб.	295,6
Мин. цена за год, руб.	292,4
Макс.цена за год, руб.	351,0
Капитализация, млрд. руб.	590
Прогнозная див. дох-сть,%	12,9
Периодичность дивидендов	Полугодовая
Закрытие реестра	08.07.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	396,7
Потенциал роста, %	34,2%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	494 926	531 070	552 881	574 806
OIBDA, млн руб.	207 222	229 689	241 070	251 567
Рентабельность, %	41,9%	43,3%	43,6%	43,8%
Чистая прибыль, млн руб.	60 390	63 234	69 111	76 184
Рентабельность, %	12,2%	11,9%	12,5%	13,3%
Чистый долг/OIBDA, x	2,17	1,89	1,79	1,50
EPS	34,3	38,3	42,4	45,8
DPS	29,5	34,0	31,7	34,2
P/E, x	8,6	7,7	7,0	6,4
EV/OIBDA, x	5,3	4,6	4,3	3,9
P/B, x	17,8	30,8	12,8	8,6



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

В 2020 году пандемия COVID-19 не оказала существенного негативного влияния на бизнес компании: рекордно высокие финансовые результаты были зарегистрированы в большинстве сегментов. Общегрупповая выручка выросла на 5,2% г/г, до 494,9 млрд руб., скорректированная OIBDA – на 1,7% г/г, до 215,2 млрд руб. чистая прибыль – на 13,2% г/г, до 61,4 млрд руб.

Рост финансовых показателей объясняется увеличением мобильной выручки, связанным с ростом потребления трафика и услуг связи, а также ростом потребления финтех и медиа-продуктов, услуг МТС Банка, облачных и цифровых решений для корпоративных клиентов.

Отстающий рост OIBDA объясняется снижением доходов от международного роуминга на фоне пандемии COVID-19 и эффектом высокой базы в I квартале 2019 года, полученным вследствие единоразовых сделок с недвижимостью.

Итоги 9 месяцев 2021 года: рост традиционных сегментов и улучшение показателей по всем направлениям экосистемы

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 8,2% г/г, до 390,7 млрд руб., скорректированная OIBDA – на 6,9% г/г, до 173,9 млрд руб., чистая прибыль – на 3,2% г/г, до 49,9 млрд руб. Соотношение Чистый Долг/OIBDA находится на комфортном уровне в 1,8х.

Рост выручки обусловлен ростом потребления телекоммуникационных и финансовых услуг, увеличением продаж телефонов и аксессуаров, а также вкладом в выручку цифровых и облачных решений для бизнеса и медиа-продуктов. На показатель OIBDA оказал первоочередное влияние положительный вклад МТС Банка и телекоммуникационных услуг.

Свободный денежный поток компании сократился на фоне роста капитальных затрат, повышения активности компании в области слияний и поглощений в I полугодии 2021 года и высокой базы I полугодия 2021 года за счет поступлений от продажи ассоциированных компаний.

Обновленный прогноз на 2021 год предполагает высокий одноцифровой рост выручки Группы, рост скорректированной OIBDA на уровне 6% или более и объем капитальных затрат в размере 100-110 млрд руб.

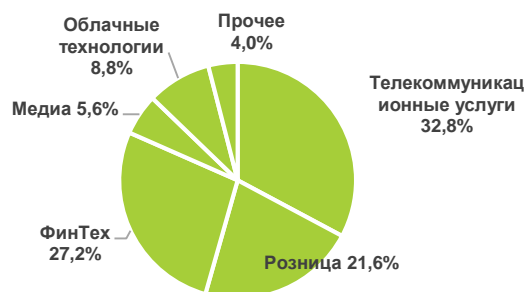
Перспективы отрасли

Ежегодные темпы прироста могут составить 2,5-3,0% на фоне исчерпания возможностей для увеличения доходов ввиду совершенствования тарифных планов и высокой степени насыщенности рынка. Пандемия способствовала развитию процессов цифровизации: ожидается, что основной доход будут генерировать такие сегменты, как интернет вещей, облачные сервисы и 5G технологии.

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 396,7 рублей за акцию (потенциал – 34,2%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Структура выручки по регионам в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «СЕГЕЖА ГРУПП»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 13,5 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 36% г/г, до 68,3 млрд руб., скорректированная OIBDA – в 2,1 раза г/г, до 23,7 млрд руб., чистая прибыль составила 11,3 млрд руб. по сравнению с убытком в 5,5 млрд руб. годом ранее.
- Компания демонстрирует одну из самых высоких рентабельностей в отрасли: маржа скорректированной OIBDA составляет 34,7%
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 13,5 рублей за акцию (Потенциал роста – 27,0%), **Покупать**

«Сегежа Групп» - это ведущий лесопромышленный холдинг с вертикально интегрированной структурой, полным циклом лесозаготовки и глубокой переработкой древесины. На данный момент ПАО «Сегежа Групп» является крупнейшим лесопользователем в Европейской части России, расчетная лесосека превышает 8,1 млн куб.м, доля обеспеченности собственным сырьем – 80,2%. 83% арендуемых лесов сертифицировано по стандартам международной добровольной лесной сертификации.

Компания занимает 1 место в России и 2 в Европе по производству бумажных мешков, 1 место в России по объему производства пиломатериалов, 1 место в России и 3 в мире по производству небелёной мешочной бумаги, 1 место в России по производству КДК и домов из кленового бруса. Сбалансированный портфель активов, включающий в себя арендованный лесной фонд, лесозаготовительные предприятия и перерабатывающие активы, позволяют максимально эффективно монетизировать лесные ресурсы

В состав компании входят российские и европейские предприятия лесной, деревообрабатывающей, целлюлозно-бумажной промышленности. Производственные активы и представительства расположены в 11 странах мира и 6 регионах РФ, на предприятиях работает более 13 тыс. человек.

В октябре 2021 года компания приобрела ООО «Интер Форест Рус», благодаря чему расчетная лесосека увеличится на 86%, производство пиломатериалов – на 133%, пеллет – на 154%, фанеры – на 17%. По завершении сделки коэффициент Чистый Долг/OIBDA составит 1,7-1,8x, что является хорошим значением для компании, реализующей крупную инвестпрограмму.

Дивидендная политика предполагает выплаты в размере 3-5,5 млрд руб., с 2024 г. предполагается переход на выплаты от свободного денежного потока.

Компания торгуется на уровне своих российских и зарубежных аналогов: текущий мультипликатор EV/OIBDA составляет 6,5x.

Эмитент	ПАО «Сегежа Групп»
Тикер	SGZH RX
Цена, руб.	10,6
Мин. цена за год, руб.	6,8
Макс.цена за год, руб.	11,5
Капитализация, млрд. руб.	166
Прогнозная див. дох-сть,%	4,5
Периодичность дивидендов	Нерегулярная
Закрытие реестра	13.06.2022
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	13,5
Потенциал роста, %	27,0%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	68 987	91 260	115 531	126 587
EBITDA, млн руб.	16 092	29 713	37 364	39 906
Рентабельность, %	23,3%	32,6%	32,3%	31,5%
Чистая прибыль, млн руб.	-2 424	15 555	20 169	19 016
Рентабельность, %	-3,5%	17,0%	17,5%	15,0%
Чистый долг/EBITDA, x	3,76	1,46	1,86	1,65
EPS	-0,1	1,0	1,2	1,1
DPS	0,0	0,4	0,4	0,4
P/E, x	0,0	10,6	8,6	9,4
EV/EBITDA, x	0,0	7,1	6,3	5,8
P/B, x	14,5	3,3	2,7	2,3



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ

Пандемия COVID-19 оказала ограниченное влияние на деятельность компании: выручка всех сегментов бизнеса выросла благодаря увеличению объемов продаж, производства и росту цен на пиломатериалы и фанеру. Также положительное влияние оказала динамика курса валют к рублю (в среднем на 11%), поскольку 72% всей выручки компания получает в валюте. Сдерживающее влияние оказал рост стоимости логистики, снижение цен на бумагу и бумажную упаковку по сравнению с 2019 годом.

В 2020 году компания продолжила реализацию инвестиционной программы: капитальные затраты выросли в 2,0 раза, до 15,3 млрд руб.

Выручка за 2020 год составила 69,0 млрд руб. (+17,9% г/г), скорректированная OIBDA – 17,5 млрд руб. (+24,5% г/г). Чистый убыток составил 1,3 млрд руб. по сравнению с прибылью в 4,8 млрд руб. в 2019 году, соотношение Чистый Долг/OIBDA – осталось на уровне прошлого года и составило 2,8х.

Итоги 9 месяцев 2021 года: рост финансовых показателей и рентабельности

По итогам 9 месяцев 2021 года выручка компании выросла на 36% г/г, до 68,3 млрд руб., скорректированная OIBDA – в 2,1 раза г/г, до 23,7 млрд руб., чистая прибыль составила 11,3 млрд руб. по сравнению с убытком в 5,5 млрд руб. годом ранее. Коэффициент Чистый Долг/OIBDA сократился с 2,8х на конец сентября 2020 года до 1,1х на конец сентября 2021 года.

Компания демонстрирует одну из самых высоких рентабельностей в отрасли: маржа скорректированной OIBDA составляет 34,7%

Основной драйвер положительных финансовых результатов – рекордный рост цен на продукцию (так, фанера подорожала на 65%, кленовый брус – на 93%), повышенный спрос, опережающий рост выручки относительно издержек.

Перспективы отрасли

Потенциал отечественного лесного комплекса в значительной мере недооценен: государственная поддержка наряду с возможностями расширения бизнеса внутри страны делают лесную промышленность привлекательной для крупных игроков. В 2017 году была принята «Стратегия развития лесного комплекса РФ до 2030 года», в которой выделены основные направления развития операционной деятельности и оптимизации бизнес-процессов. Государственная поддержка предприятий лесопромышленного комплекса (через механизм льгот в части НДС, таможенного регулирования и субсидирования) может способствовать притоку инвестиций и появлению новых инвестиционных проектов с высокой нормой доходности.

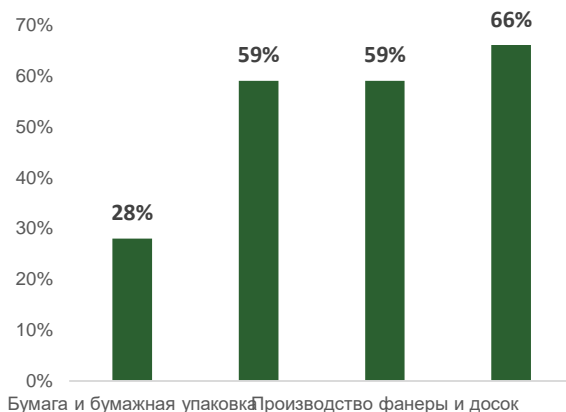
Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 13,5 рублей за акцию (потенциал – 27,0%), **Покупать**.

Структура выручки по сегментам в 3 кв.2021



Маржинальность сегментов в 3 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



ПАО «ФОСАГРО»: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 6 300 РУБ., ПОКУПАТЬ

Резюме

- Развитие энергетического кризиса, рост цен на природный газ с последующим сокращением производства удобрений в странах Европы и Азии, а также ограничение экспорта из Китая в пользу внутренних поставок может способствовать дальнейшей эскалации цен на минеральные удобрения
- По итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 42,2% - до 176,3 млрд руб., EBITDA – на 83,4% - до 73,1 млрд руб., скорректированная чистая прибыль – в 2 раза г/г, до 45,3 млрд руб., свободный денежный поток – на 68,8% г/г, до 34,2 млрд руб.
- Текущая оценка предполагает целевую цену в 6 300 рублей за акцию (потенциал – 11,4%). Рекомендация – **Покупать**

«ФосАгро» - вертикально-интегрированная компания, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих удобрений. Ассортимент продукции компании включает более 50 марок минеральных удобрений, аммиак, кормовые фосфаты, апатитовый концентрат. **«ФосАгро»** обладает собственными запасами минеральных ресурсов: самообеспечение апатитовым концентратом и фосфорной кислотой составляет 100%, аммиаком – 90%, серной кислотой – 87%. Компания обладает ресурсной базой на ближайшие 50 лет по данным JORC.

Активы компании расположены в Волгоградской, Мурманской, Саратовской и Ленинградской областях. Продажи осуществляются в более чем 100 стран Европы, Азии, Африки, Северной и Южной Америки через собственную трейдинговую сеть.

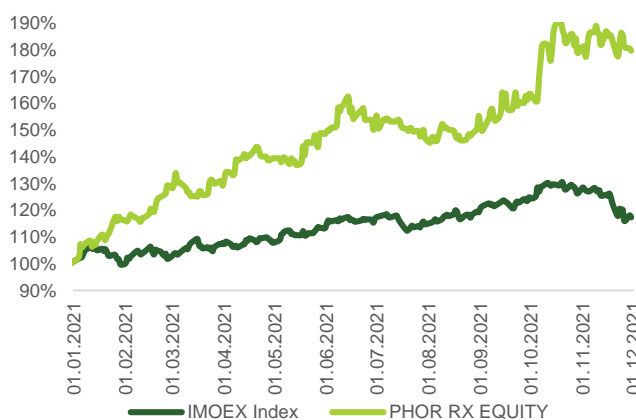
Компания занимает 1 место в мире по объему производства высокосортного фосфатного сырья, по объему производства фосфорсодержащих удобрений в Европе, по мощностям производства карбамида и минеральных удобрений на одном производственном комплексе, входит в топ-5 крупнейших по объему мощностей производителей DAP/MAP в мире.

Основным фактором поддержки котировок ценных бумаг компании в 1 половине 2021 года выступила экономическая конъюнктура на основных рынках сбыта. Цены на азотные и фосфатные удобрения росли на фоне высоких цен на сельскохозяйственную продукцию, сохранения остаточного спроса на внутреннем рынке США и Европы, развития сезонного спроса на рынках Латинской Америки и угрозы введения экспортных ограничений в Китае.

В III квартале 2021 года ФосАгро прошла оценку соответствия требованиям национального стандарта улучшенной продукции. Вводящим самые жесткие в мире ограничения на содержание тяжелых металлов и мышьяка

Эмитент	ПАО «ФосАгро»
Тикер	PHOR RX EQUITY
Цена, руб.	5 654,0
Мин. цена за год, руб.	2 988,0
Макс.цена за год, руб.	6 130,0
Капитализация, млрд. руб.	729
Прогнозная див. дох-сть,%	8,8
Периодичность дивидендов	Квартальная
Закрытие реестра	20.12.2021
Рейтинг	Покупать
Таргет, 12 мес., руб.	6 300
Потенциал роста, %	11,4%

Финансовые и оценочные показатели	2020A	2021E	2022E	2023E
Выручка, млн руб.	253 879	367 243	380 919	349 953
EBITDA, млн руб.	86 113	166 035	160 127	127 909
Рентабельность, %	33,9%	45,2%	42,0%	36,6%
Чистая прибыль, млн руб.	17 099	104 626	97 945	69 619
Рентабельность, %	6,7%	28,5%	25,7%	19,9%
Чистый долг/EBITDA, x	1,80	0,86	0,74	0,79
EPS	132,0	473,9	535,1	296,4
DPS	252,0	332,4	372,8	253,4
P/E, x	42,6	11,9	10,5	19,0
EV/EBITDA, x	7,5	5,2	5,2	6,4
P/B, x	6,8	7,4	5,4	5,3



Пандемия COVID-19 оказала слабое влияние на деятельность компании: 2020 год стал рекордным как с точки зрения производства, так и по способности бизнеса генерировать денежный поток. Этому способствовали благоприятная ценовая конъюнктура на глобальных рынках сбыта, рост объемов реализации на фоне роста спроса на все основные виды минеральных удобрений.

Выручка составила 253,9 млрд руб. (+2,3% г/г), EBITDA – 84,3 млрд руб. (+11,5% г/г), скорректированная чистая прибыль – 46,8 млрд руб. (+26,3% г/г), свободный денежный поток – 42,5 млрд руб. (+50,4% г/г), чистый долг – 156,9 млрд руб. (+19,2% г/г).

Долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый Долг/EBITDA» на конец 2020 года составила 1,86х, по сравнению с 1,74х в конце 2019 года.

Объем продажи фосфатных удобрений составил 7 669 тыс. тонн (+5,7% г/г), азотных удобрений – 2 286 тыс. тонн (+4,0% г/г)

Итоги 1 полугодия 2021 года: улучшение прогнозов и рекордный объем дивидендных выплат

По итогам 1 полугодия 2021 года выручка компании выросла на 42,2% г/г, до 176,3 млрд руб., EBITDA – на 83,4% г/г, до 73,1 млрд руб., скорректированная чистая прибыль – в 2 раза г/г, до 45,3 млрд руб., свободный денежный поток – на 68,8% г/г, до 34,2 млрд руб. Чистый долг снизился с начала года на 19,5%, до 126,3 млрд руб. Соотношение Чистый Долг/EBITDA составило 1,07х по сравнению с 1,86х на конец 2020 года.

Рост финансовых показателей объясняется благоприятной экономической конъюнктурой, ростом доли продажи высокомаржинальных видов минеральных удобрений и отчасти реализацией долгосрочной программы развития компании, которая позволила запустить новые мощности и существенно увеличить производительность текущих.

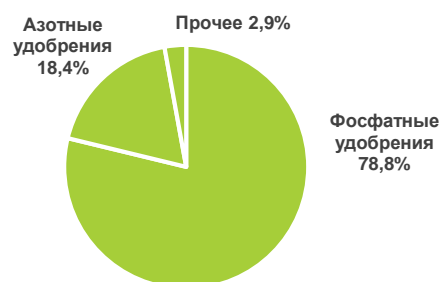
Перспективы отрасли

В течение 2021 года цены на фосфорные удобрения обновляли многолетние максимумы на фоне сохранения высоких цен на продукцию сельского хозяйства и развитию сезонного спроса. Развитие энергетического кризиса, рост цен на природный газ с последующим сокращением производства удобрений в странах Европы и Азии, а также ограничение экспорта из Китая в пользу внутренних поставок может способствовать дальнейшей эскалации цен на минеральные удобрения. Приближение основного сезонного спроса на ключевых рынках также способно оказать поддержку и способствовать достижению новых максимумов

Оценка акций компании

Текущая оценка предполагает целевую цену в 6 300 рублей за акцию (потенциал – 11,4%). Рекомендация – Покупать.

Структура выручки по сегментам во 2 кв.2021



Структура выручки по регионам во 2 кв.2021



Источник: Bloomberg, расчеты РСХБ



НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ

Ограничение ответственности

АО «Россельхозбанк» Генеральная лицензия на осуществление банковских операций № 3349 (выдана Банком России 12.08.2015)

Лицензия на осуществление брокерской деятельности (выдана Федеральной службой по финансовым рынкам от 19.05.2005 №077-08455-100000)

Представленные в настоящем документе сведения носят исключительно информационный характер, оценки и мнения выражены с учетом ситуации на дату публикации документа. Настоящий документ не является предложением по покупке либо продаже финансовых инструментов и не должен рассматриваться как рекомендация к действиям.

Представленная информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Представленная информация, мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные. Однако за достоверность предоставленной информации АО «Россельхозбанк» ответственности не несет. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, если прямо не указано иное, представлены АО «Россельхозбанк» на соответствующую дату. Банк оставляет за собой право по своему усмотрению без предварительного уведомления клиентов изменять либо не актуализировать информацию и мнения, содержащиеся в данном документе. Клиентам не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению собственного анализа. Банк, его аффилированные лица и сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования представленной в настоящем документе информации, а также за ее достоверность. Банк не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и клиент может в конечном счете не получить первоначально инвестированную сумму. АО «Россельхозбанк» не несет ответственности перед клиентом за финансовые потери, являющиеся результатом изменения рыночных котировок, изменения курса валют, дефолта эмитента ценных бумаг и иных рыночных факторов.

АО «Россельхозбанк» не осуществляет деятельность по инвестиционному консультированию, не является инвестиционным советником и не предоставляет индивидуальных инвестиционных рекомендаций в рамках Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в документе, могут не соответствовать инвестиционному профилю клиента и его инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам клиента, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей клиента.

Банк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения

Средства, инвестированные в рамках заключенных с Банком соглашений об оказании брокерских услуг и/или соглашений об оказании брокерских услуг с использованием индивидуального инвестиционного счета, не застрахованы в соответствии с Федеральным законом «О страховании вкладов в банках Российской Федерации» от 23.12.2003 № 177-ФЗ.

Клиент должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках. Все основные риски описаны в Приложениях 12.1 -12.4 к Регламенту оказания брокерских услуг АО «Россельхозбанк» № 15-Р, с которыми можно ознакомиться на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru в разделе «Брокерское обслуживание». До совершения сделок с финансовыми инструментами клиентам следует ознакомиться с указанными документами, описывающими основные риски при инвестициях на финансовом рынке.

Всю информацию об условиях предоставления продуктов и услуг Банка, а также о тарифах клиент может получить на официальном сайте Банка по адресу www.rshb.ru, а также в офисах Банка.

Настоящим АО «Россельхозбанк» информирует о возможном наличии конфликта интересов при предложении упомянутых в документе продуктов, услуг, финансовых инструментов, который может возникнуть ввиду совмещения Банком различных видов профессиональной деятельности на финансовых рынках, а также тем, что Банк является эмитентом ценных бумаг. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк руководствуется интересами своих клиентов.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Россельхозбанк». Данная информация не может воспроизводиться, передаваться и распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Россельхозбанк».

Адрес электронной почты: invest@rshb.ru Отдел брокерского обслуживания

©2021 АО «Россельхозбанк». Все права защищены.