

**РЕБАЛАНСИРОВКА ДЛЯ МАКСИМАЛЬНОГО ДОХОДА В 2023 г.**

Пока российская экономика постепенно отходит от мобилизационного шока, индекс МосБиржи все еще находится на 14% ниже сентябрьского пика. Рассчитанное нами целевое значение индекса на конец 2023 г. в 2950 пунктов предполагает потенциал роста в 40% и отражает новые макроэкономические прогнозы и оценки крупнейших экспортеров. Мы оптимизировали структуру «Модельного портфеля», зафиксировав прибыль в лидерах роста и добавив взамен необоснованно отставшие от рынка бумаги. В результате совокупная ожидаемая на горизонте 12 месяцев доходность портфеля теперь составляет 65%, включая прогнозируемую дивидендную доходность в 10%.

**Катализаторы:** промежуточные дивиденды; приток денег с депозитов, переток из зарубежных акций и валюты; снижение ставки ЦБ РФ; деэскалация.

**Риски:** новые санкции; падение сырьевых цен; курс рубля к доллару ниже 60; продажа расконвертированных акций.

**Цель по индексу МосБиржи на конец 2023 г. — 2950 пунктов.** Мы недавно обновили макропрогнозы, понизив, в частности, прогноз по курсу USD/RUB на 2023 г. с 75 до 67, а на 2024 г. — с 76 до 72 и сблизив его со спотовым. Хотя мы и допускаем некоторую волатильность рубля, торговый баланс остается сильным, ограничивая масштабы возможной девальвации. Пересмотр прогноза по курсу рубля сократил расчетный потенциал роста в акциях металлургического и нефтегазового секторов, на которые приходится около 2/3 индекса, но даже в консервативном сценарии российские акции выглядят недооцененными.

**Промежуточные дивиденды остаются ключевой движущей силой.** Рынок акций получил поддержку в конце октября за счет промежуточных дивидендов в размере 1,4 трлн руб., выплаченных главным образом Газпромом, из которых не менее 150 млрд руб., по нашим оценкам, участники торгов реинвестировали обратно в акции. Следующая порция ожидается в январе, когда схожий объем выплатит ЛУКОЙЛ совместно с рядом эмитентов. Сопоставимый по масштабам приток, по нашим расчетам, может стать ближайшим катализатором роста рынка, чей среднесрочной оборот в декабре едва дотягивает до 20 млрд руб.

**Дополнительную поддержку окажут расширение списка дивидендных акций и восстановление нефтяных цен.** Более сильные, чем ожидалось, результаты Сбербанка за 11M22 и заявленные его руководством ориентиры могут найти отражение в выплате, после затянувшейся паузы, солидных дивидендов уже в 2023 г. Добавило оптимизма решение НЛМК возобновить выплаты, примеру которого, мы полагаем, могут последовать и другие производители стали. Снижение цен на нефть представляется временным: смягчение антиковидных ограничений в Китае, необходимость восполнения стратегических запасов США и потенциальное урезание мировой добычи стимулируют отскок цен, создавая «бычий» фактор для российских акций.

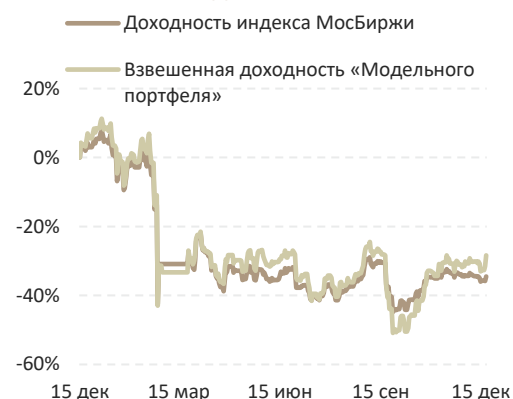
**По динамике с начала года «Модельный портфель» обыграл индекс МосБиржи на 600 б. п.** Совокупная ожидаемая на горизонте в год доходность нашего портфеля составляет 65%. Мы оптимизировали его структуру, чтобы отразить изменения во мнениях наших аналитиков и последние тенденции на рынке. Мы исключаем бумаги Polymetal и МТС (они еще в составе портфеля показали динамику на 650 б. п. и 100 б. п. лучше рынка соответственно), заменяя их на акции Сбербанка и Магнита. Мы снижаем вес ЛУКОЙЛа, акции которого уже торгуются «без дивиденда», и добавляем перепроданные расписки Globaltrans, учитывая восстановление ставок на аренду полувагонов.

**«МОДЕЛЬНЫЙ ПОРТФЕЛЬ» ИБ СИНАРА**

Бумага	Рейтинг	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Текущая цена, руб.	Рыночная капитализация, \$ млрд	Дивидендная доходность в 2023 г.	P/E		EV/EBITDA		Чистый долг/ EBITDA 2022П	Вес в портфеле
							2022П	2023П	2022П	2023П		
ЛУКОЙЛ	Покупать	5 300	30%	4 073	43,6	26%	2,3	3,3	1,4	1,8	отриц.	12%
Норникель	Покупать	21 500	45%	14 780	35,1	8%	5,3	5,3	4,3	4,3	0,9	12%
Роснефть	Покупать	413	20%	343	56,2	10%	4,9	3,8	3,4	3,8	1,9	10%
Сбербанк	Покупать	200	46%	137	45,9	11%	12,0	4,2	0,6*	0,5*	п/а	10%
НЛМК	Покупать	170	49%	114	10,6	10%	3,8	5,1	3,4	4,2	0,8	9%
РУСАЛ	Покупать	75	84%	41	9,6	5%	2,8	3,4	1,9	2,1	1,7	9%
НОВАТЭК	Покупать	1 280	22%	1 051	49,3	9%	5,7	5,9	8,1	9,3	0,0	7%
Yandex	Покупать	3 600	97%	1 829	9,3	0%	-	-	13,0	8,1	отриц.	7%
Транснефть (ап)	Покупать	179 000	104%	87 600	9,8	13%	4,1	3,8	2,4	2,4	0,7	5%
Мечел	Покупать	225	120%	102	0,7	0%	0,5	0,7	1,9	2,5	1,6	5%
Магнит	Покупать	6 200	44%	4 308	6,8	11%	6,1	5,4	4,1	3,6	1,4	4%
Интер РАО	Покупать	5,0	59%	3,1	5,1	7%	3,7	4,1	-0,3	-0,3	отриц.	3%
ФосАгро	Покупать	8 500	40%	6 078	12,2	11%	4,7	8,0	3,0	4,7	0,2	3%
Globaltrans	Покупать	500	81%	276	0,8	0%	2,3	3,1	1,4	1,8	0,1	2%
ПИК	Покупать	1 100	85%	595	6,1	0%	4,8	4,4	9,9	8,8	1,2	2%
<b>Средневзвешенное значение</b>			<b>55%</b>			<b>10%</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>		

Источник: ИБ Синара (\* - P/BV)

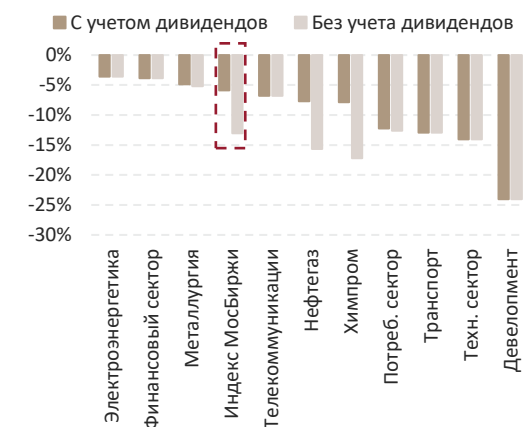
**ДИНАМИКА «МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ» В СРАВНЕНИИ С ИНДЕКСОМ**



Общая доходность, включая дивиденды

Источники: ИБ Синара, ПАО Московская Биржа

**ДИНАМИКА СЕКТОРОВ ПРОТИВ ИНДЕКСА С 1 СЕНТЯБРЯ 2022 Г.**



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

Аналитический департамент  
[Sinara\\_research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_research@sinara-finance.ru)

## ПРИТОК ДИВИДЕНДОВ — ОСНОВНОЙ КАТАЛИЗАТОР РОСТА

*Мобилизационный шок позади, но неопределенность сохраняется*

Объявленная 21 сентября частичная мобилизация спровоцировала отток значительных средств с рынка акций и изменила поведение потребителей. Распродажа ценных бумаг сопровождалась резким увеличением оборота, который в сентябре оказался самым высоким с марта 2022 г. Но в последующие месяцы объемы торгов упали до сезонно низких уровней августа, поскольку часть инвесторов покинула страну. И это ситуацию еще несколько выправили гигантские дивиденды Газпрома.

Начиная с августа нерезиденты из «дружественных» стран получили допуск к торгам российскими акциями, однако их влияние остается пренебрежимо малым. Более 80% объема торгов на Московской Бирже в ноябре пришлось на частных инвесторов, которые теперь стали доминирующей силой на рынке. Согласно последней доступной информации, для «недружественных» нерезидентов могут наконец запустить торги на счетах типа «С» в режиме переговорных сделок в 1K23, но по сути они останутся отрезанными от основного рынка. Таким образом, мы видим два основных фактора усиления рынка в ближайшее время — постепенное повышение аппетита частных инвесторов к риску и реинвестирование будущих дивидендов.

Хотя индекс МосБиржи отскочил на 20% с октябрьских минимумов, он все еще находится на 45% ниже значений начала года и на 10% — конца августа. Предполагая, что активная фаза мобилизации завершена, мы можем рассчитывать на постепенное восстановление уверенности потребителей, и такая тенденция уже наблюдается на рынках недвижимости и товаров длительного пользования. Акции российских эмитентов могут в 2023 г. стать убежищем для толерантных к риску инвесторов, если учесть нехватку альтернативных активов для инвестирования, сужение дисконтов российских ценных бумаг в Euroclear, относительно низкие доходности на рынке рублевых облигаций и ограничения в отношении операций с иностранными акциями.

*Промежуточные дивиденды — все еще основной катализатор роста*

Несмотря на многие опасения, 2022 г. оказался щедрым на дивиденды. С марта публичные компании анонсировали дивиденды на 3,8 трлн руб. (\$60 млрд), из которых 2,4 трлн руб. (\$38 млрд) уже выплачены акционерам. Около половины этой суммы пришлось на Газпром, и, по нашим расчетам, 150–170 млрд руб. участники реинвестировали в акции, оказав рынку дополнительную поддержку как в объеме торгов, так и в динамике.

В январе 2023 г. ряд эмитентов, включая голубые фишки, такие как ЛУКОЙЛ, Татнефть, Роснефть, НЛМК и ФосАгро, выплатят ранее объявленные дивиденды на 1,4 трлн руб. (\$22 млрд). Мы ожидаем, что от 120 до 150 млрд руб. также могут быть реинвестированы в рынок, что эквивалентно почти двухнедельному объему торгов. По нашим оценкам, в 2023 г. дивиденды российских компаний составят 3 трлн руб. (~\$45 млрд), что поможет индексу МосБиржи достичь нашего целевого уровня на горизонте 12 месяцев.

### Промежуточные дивиденды, объявленные в 2П22



Источники: данные компании, ИБ Синара

### Распределение дивидендных выплат в 2022–23 гг.

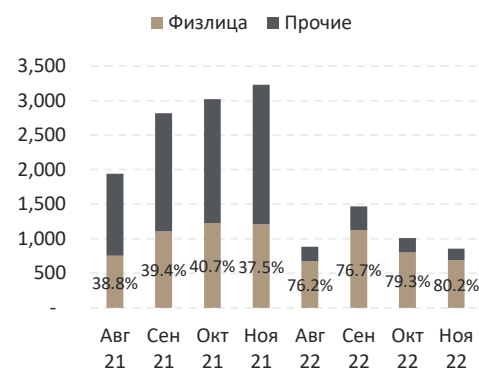


Источник: ИБ Синара (выплата в пределах 2 недель после отсечки)

## Оглавление

- Приток дивидендов — основной катализатор роста ... 2
- Макротренды ..... 3
- Нефтяные компании ..... 5
- Газовые компании ..... 6
- Финансовый сектор ..... 7
- Базовые металлы ..... 8
- Стальной и угольный сектор ..... 9
- Золото ..... 10
- Удобрения ..... 11
- Ретейл ..... 12
- Технологии ..... 13
- Телекоммуникации ..... 14
- Транспорт ..... 15
- Энергетика ..... 16
- Девелоперы ..... 17

## ОБЪЕМ ТОРГОВ АКЦИЯМИ В МЕСЯЦ, МЛРД РУБ.



Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

**Кирилл Таченников**

[TachennikovKV@sinaра-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinaра-finance.ru)

## МАКРОТРЕНДЫ

Наши ожидания относительно экономической активности в конце 2022 г. – 2023 г. более оптимистичны, чем консенсус-прогноз. Подчеркнем, что увеличение бюджетных расходов приведет в 2023 г. и к более высокому росту ВВП, и к ужесточению монетарной политики. При этом курс рубля к доллару в 2023 г. окажется немного крепче, чем в среднем в 2022 г. (USD/RUB 67 против 68).

Ожидаем, что российский ВВП в текущем году сократится менее чем на 3%. Экономические данные за октябрь превзошли наш прогноз и официальные оценки. Отрицательную динамику внутреннего спроса (о которой мы судим по розничным продажам) компенсировал аномальный рост строительного сектора. Таким образом, экономический спад в 4К22 окажется не таким серьезным, как прогнозировали в сентябре, поскольку негативное влияние частичной мобилизации на экономику оказалось кратковременным.

В будущем году мы ожидаем околонулевого роста ВВП, выше консенсус-прогноза. Ключевые фактором для экономического роста станет фискальное стимулирование при росте бюджетного дефицита в размере как минимум 2% ВВП или даже больше. Это явление мы уже наблюдали в текущем году, когда инвестиции в основной капитал за 9М22 выросли на 3,1%. Мы смотрим на рост ВВП в 2023 г. более позитивно, чем рынок. Недавний опрос аналитиков, проведенный ЦБ РФ, показал ухудшение их ожиданий (спад ВВП в 2023 г. на 2,1%). Мы, в свою очередь, прогнозируем околонулевою динамику.

Мы ожидаем среднего за 2023 г. курса USD/RUB 67. Обратим внимание на большую устойчивость курса рубля к колебаниям нефтяных цен. В нашем базовом сценарии мы прогнозируем цену на нефть Urals в \$75/барр. и полагаем, что курс USD/RUB останется на уровне 67. Обратим внимание инвесторов на две основные возможные причины ослабления рубля в 2023 г. Во-первых, это сокращение торгового баланса. Совокупный нефтегазовый экспорт уменьшится на \$45 млрд на фоне роста импорта. Вторая причина — это отток капитала населения. Россияне за 10М22 накопили на счетах в зарубежных банках более \$66 млрд. Если цена на нефть окажется выше так называемого базового уровня (Urals — \$70/барр.), Минфин может начать закупки юаня на рынке. Это окажет дополнительное негативное воздействие на рубль. В целом мы видим высокую вероятность более слабого рубля в 2023 г. по сравнению с 2П22.

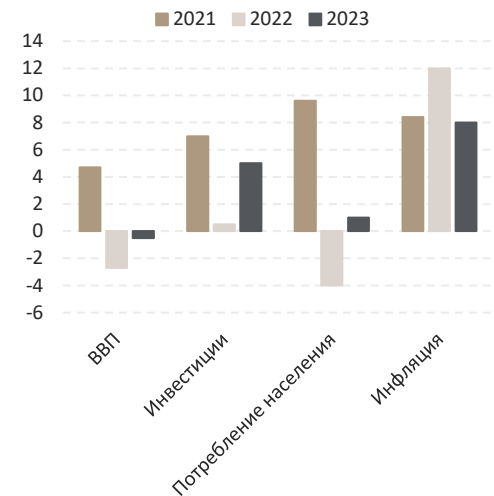
Ожидаем, что ЦБ РФ поднимет ключевую ставку с текущих уровней до как минимум 8% к концу 2023 г. Полагаем, что в 1П23 Банк России начнет ужесточать ДКП, в основном в связи с ростом бюджетного дефицита в 2022–2023 гг. Это потребует размещения госдолга в большем объеме и более высоких доходностей по долговым инструментам. Рынку нужно быть готовым к повышению ставки уже на первых заседаниях СД Банка России.

### ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2021		2022		2023		2024	
	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний	Новый	Прежний
ВВП России, % г/г	4,7	-5	-2,7	0	-0,5	1	0	
ИПЦ, % г/г (на конец года)	8,4	14	12	7	8	5	6	
Ставка Банка России, % (на конец года)	8,5	7	7	7	8	6	7	
Курс USD/RUB (средний за период)	73,7	71,5	68	75	67	75,6	72	
Brent, \$/барр.	70	100	100	100	100	95	95	
Urals, \$/барр.	69	79	77	80	75	85	80	
Спотовая цена на газ (ТТФ), \$/тыс. м3	570	1 548	1 395	1 688	1 688	1 175	1 379	
Газ (контракты Газпрома на поставки в дальнее зарубежье), \$/тыс. м3	315	909	877	832	830	521	846	
Палладий, \$/тр. унц.	2 395	2 150	2 125	1 800	1 800	1 650	1 650	
Платина, \$/тр. унц.	1 090	950	965	1 050	1 050	1 100	1 100	
Золото, \$/тр. унц.	1 799	1 825	1 800	1 750	1 700	1 650	1 650	
Никель, \$/т	18 450	24 900	25 465	19 500	22 000	18 000	19 500	
Медь, \$/т	9 320	8 750	8 825	8 500	8 500	9 000	9 000	
Алюминий, \$/т	2 479	3 000	2 700	2 700	2 700	2 800	2 800	
Коксующийся уголь, \$/т	225	360	360	270	270	200	200	
Железная руда, \$/т	163	130	118	110	105	95	90	
Сталь (г/к прокат), \$/т	875	750	710	700	650	650	600	
Аммиак, \$/т	548	1 100	1 100	650	650	500	500	
ДАФ, FOB Марокко, \$/т	650	970	861	750	700	600	600	

Источники: ИБ Синара

### ПРОГНОЗ КЛЮЧЕВЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ



Источники: Росстат, Банк России, ИБ Синара

### Наши обновленные макроэкономические прогнозы на 2023 г.:

- Средний курс USD/RUB 67 (ранее — 75)
- Инфляция в 8% в декабре (ранее — 7%)
- Ставка ЦБ РФ в 8% в декабре (ранее — 7%)
- Снижение ВВП России на 0,5% (ранее — отсутствие снижения)

Сергей Кобыгин

KonyginSS@sinaра-finance.ru



## НЕФТЯНЫЕ КОМПАНИИ

Российские нефтедобывающие компании показали в 2022 г. отличные результаты на уровне EBITDA благодаря и увеличению объемов, и высоким ценам. Эти факторы вряд ли, по нашему мнению, сильно ухудшатся в 2023 г. с введением эмбарго на поставки в ЕС и ценовых «потолков». До начала декабря отрасль сумела перестроить экспортные потоки, но целесообразно оценить эффект от ограничений на основе данных за полный месяц. Мы видим риски для экспорта нефтепродуктов, предполагая, что в будущем году его объем упадет на 20%. Нам нравится Роснефть за ее проект «Восток Ойл» и ЛУКОЙЛ — за низкие мультипликаторы и потенциальные высокие дивиденды.

**Катализаторы роста:** высокие дивиденды за 2022 г.; сокращение дисконта Urals и ослабление рубля

**Риски:** уменьшение объемов экспорта; дальнейшее повышение налогов для отрасли

**Хорошие результаты в 2022 г. за счет как объемов, так и цен.** Несмотря на воздействие внешних негативных факторов, российские нефтяные компании в 2022 г. нарастили добычу на 3% г/г и получили за Urals цену на 6% выше прошлогодней (в рублевом выражении). Заметный рост промежуточных показателей EBITDA Роснефти и Татнефти, решение нефтяных компаний продолжать выплачивать дивиденды — признаки хорошего состояния отрасли.

**2023 год — период рисков для объемов, но цена может как минимум частично компенсировать потери.** Данных по экспорту нефти из РФ, по которым можно сделать вывод о динамике после 5 декабря, нет, но сектор хорошо подготовился к эмбарго и ценовому потолку, поставляя в Азию более 80% нефти. Мы предполагаем, что в будущем году объем экспорта нефтепродуктов упадет на 20%. Более защищенными выглядят ЛУКОЙЛ и Газпром нефть, продающие большинство нефтепродуктов на территории РФ.

**В следующем году цена Urals в рублях снизится на 5% г/г.** Мы прогнозируем менее благоприятную конъюнктуру для сектора разведки и добычи в России в следующем году. По нашим оценкам, рубль укрепится на 2% г/г, а дисконт Urals к Brent расширится до \$25/барр. с \$23/барр. в 2022 г. Рублевая цена Urals ожидается на уровне 5 000 руб./барр., что близко к среднему значению за 2021 г. Прогнозные финансовые показатели 2023 г. были пересмотрены нами в сторону понижения, преимущественно из-за сильного рубля (ожидаем курс USD/RUB 67 против 75 в предыдущем прогнозе).

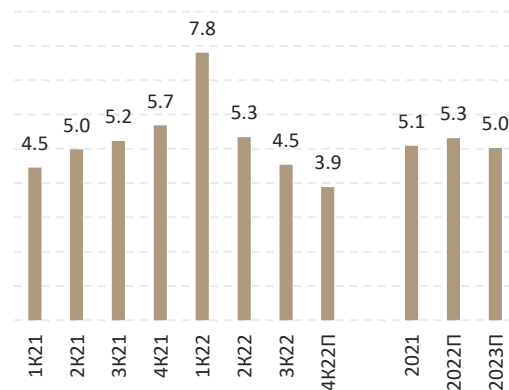
**Наши фавориты — Роснефть и ЛУКОЙЛ.** Дополнительные объемы добычи и рост финансовых показателей Роснефти связаны с проектом «Восток Ойл», запуск которого запланирован на 2024 г. Мы не исключаем положительных событий для компании в 2023 г., например вхождения новых партнеров в «Восток Ойл» или перепродажи доли BP азиатским инвесторам. ЛУКОЙЛ также выглядит недооцененной компанией в нефтяном секторе.

## ДИНАМИКА АКЦИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА

	С начала года	Последний месяц
Индекс МосБиржи	-43%	-3%
Роснефть	-44%	-3%
ЛУКОЙЛ	-30%	-1%
Газпром нефть	-14%	4%
СургутНГ (ao)	-44%	3%
СургутНГ (ap)	-35%	-2%
Татнефть (ao)	-29%	-6%
Татнефть (ap)	-25%	-7%
Транснефть (ap)	-46%	-7%
Башнефть (ao)	-32%	2%
Башнефть (ap)	-32%	-3%

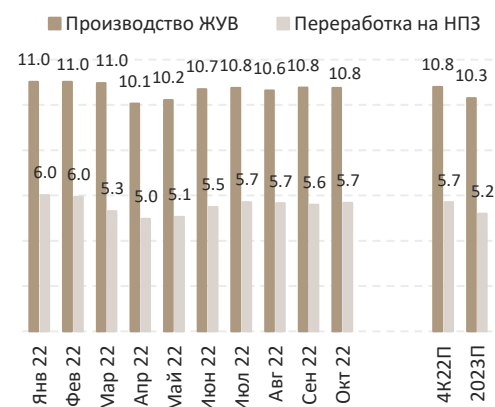
Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

## ЦЕНА НА URALS В РУБЛЯХ, ТЫС. РУБ./БАРР.



Источники: Минэкономразвития, Yahoo Finance, ИБ Синара

## ПРОИЗВОДСТВО ЖУВ И ПЕРЕРАБОТКА В РФ, МБС



Источники: ИнфоТЭК, ИБ Синара

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinarafinance.ru

## ГАЗОВЫЕ КОМПАНИИ

Текущий цикл очень высоких нефтяных цен, который продлится до 2025 г., благоприятен и для НОВАТЭКа, и для Газпрома, но первый сможет нарастить производство благодаря большей гибкости в вопросах транспорта, в то время как второму удастся использовать лишь 16% транспортных мощностей, созданных для экспорта газа в ЕС. Наш фаворит — НОВАТЭК, который продемонстрировал приверженность дивидендной политике (дивдоходность на следующие 12 месяцев — 9%) и завершает строительство первой линии «Арктик СПГ 2». Дивдоходность Газпрома на горизонте 12 месяцев может быть низкой (3%), без выплаты промежуточных дивидендов за 2023 г.

**Катализаторы роста:** запуск проекта НОВАТЭКа «Арктик СПГ 2»; окончательное инвестиционное решение по Обскому СПГ

**Риски:** дальнейшее снижение объемов экспорта Газпрома в ЕС; рост налогов

**Котировки TTF на 2023 г. должны превысить среднее значение за 2022 г.** Мировой рынок газа получит значимые дополнительные объемы СПГ только в 2025 г., когда на свой пик в примерно 43 млн т СПГ в год выйдут три крупных проекта в США («Голден Пасс», «Плакминс» и «Корпус-Кристи III»). В 1P22 поставки Газпрома сильно помогли ЕС заполнить свои хранилища, но с сентября экспорт из РФ сокращался, и Европа столкнется с большими сложностями в следующем отопительном сезоне — на 2023 г. мы прогнозируем котировки TTF на уровне \$1 688/тыс. м3, на 20% выше, чем в 2022 г.

**Газпром сохранил за собой только два маршрута в ЕС.** После взрывов, которые нанесли серьезный ущерб газопроводам «Северный поток», Газпром потерял возможность нарастить в краткосрочной перспективе поставки напрямую в ЕС — без транзита через другие государства. Объемы экспорта компании в Евросоюз упали до 85 млн м3 в сутки или лишь до 16% от потенциальных мощностей. Мы не ожидаем, что в 2023 г. суточные поставки в ЕС вырастут, и прогнозируем экспорт в 31 млрд м3. Кроме того, текущий контракт с Украиной о транзите действителен до конца 2024 г, а значит, после экспорт в ЕС может еще уменьшиться.

**Поставки в Китай растут; для создания хаба в Турции требуется время.** После того как в декабре этого года введут в эксплуатацию Ковыктинское месторождение, что позволит нарастить поставки газа через трубопровод «Сила Сибири», экспорт в Китай должен достигнуть в 2023 г. 22 млрд м3, прибавив 6 млрд м3 в годовом сопоставлении. Вместе с тем цена продажи газа в Китай вряд ли существенно превышает \$300/тыс. м3. Мы не ожидаем завершения строительства турецкого хаба в ближайшие несколько лет — для этого, как мы понимаем, требуется построить еще один трубопровод по дну Черного моря. Ключевой вопрос здесь — готовы ли потребители из ЕС покупать на хабе в Турции российские молекулы газа.

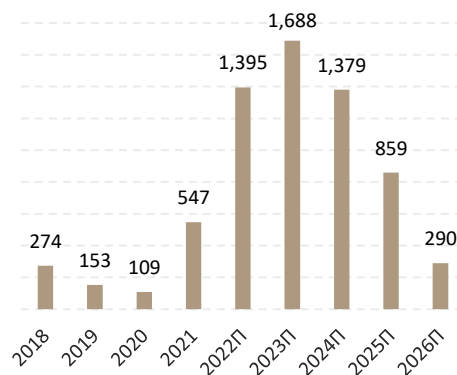
**Нам нравится НОВАТЭК в связи с приверженностью дивидендной политике и развитию СПГ-проектов.** Из газовых компаний мы предпочитаем НОВАТЭК, который выплачивает дивиденды соответственно своей дивидендной политике (как минимум 50% скорректированной чистой прибыли) и планирует запустить первую очередь проекта «Арктик СПГ 2» уже в 2023 г. Газпром, с нашей точки зрения, заплатит небольшие дивиденды в размере 5 руб./акцию за 2P22 в связи с высоким НДПИ и может не выплачивать промежуточные дивиденды в 2023 г.

## ДИНАМИКА АКЦИЙ ПРОТИВ ИНДЕКСА

	С начала года	Последний месяц
Индекс МосБиржи	-43%	-3%
Газпром	-51%	-7%
НОВАТЭК	-39%	-6%

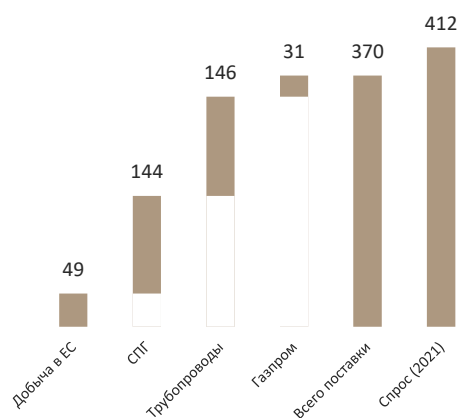
Источники: ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

## ДИНАМИКА ЦЕНЫ НА ГАЗ НА ХАБЕ TTF, \$/ТЫС. М3



Источники: ICE, ИБ Синара

## В 2023 Г. ЕС НУЖНЫ НОВЫЕ ИСТОЧНИКИ ГАЗА\*, МЛРД М3



\* Без учета газа в хранилищах

Источники: ЕС, ИБ Синара

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Скорость восстановления рентабельности банков (которое уже началось) зависит от качества их бизнес-моделей. Вместе с тем неопределенность высока, в первую очередь в связи с экономическими рисками и рисками санкций, а прозрачность сектора все еще недостаточна. Наш фаворит — TCS Group, которая сохраняет свою бизнес-модель и продолжает приоритизировать рост. Выручка Московской Биржи находится на пике, тенденция роста комиссий пока не установилась, оценки при этом невыразительны.

**Катализаторы роста:** первые признаки оживления экономики; большая финансовая прозрачность; стабилизация геополитической обстановки

**Риски:** экономические и регуляторные, риски в области корпоративного управления; дальнейшие санкции

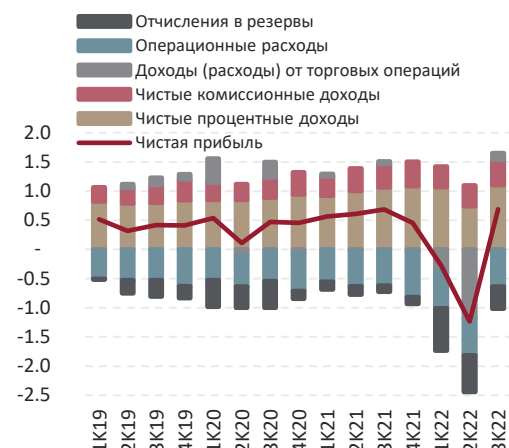
**Адаптация к новым реалиям.** После тяжелого удара, полученного в 1П22, российские банки адаптируются к изменившейся ситуации. В 3К22 они вновь стали приносить прибыль, оставив позади огромные торговые потери, резкое уменьшение чистой процентной маржи и необходимость создания резервов в изменяющихся макроэкономических условиях. Чистая процентная маржа нормализовалась одновременно с сокращением стоимости фондирования, стоимость риска составила умеренные ~1,9% после ~3,2% в 2К22. Вместе с тем ущерб капитальной базе варьируется в зависимости от банка, как и способность генерировать капитал — они отражают качество бизнес-моделей, которые, как мы полагаем, по большей части удалось сохранить.

**Высокая неопределенность, вопросы к корпоративному управлению.** Несмотря на созданный объем резервов, могут потребоваться дополнительные отчисления из-за возможного усиления санкционного давления на экономику. Сокращение инвестиций и спрос на кредитование могут выразиться в дополнительном снижении экономической активности. Реструктурированная задолженность также может создавать дополнительные риски, поскольку было реструктурировано 23% корпоративных кредитов — хотя в большинстве случаев не в связи с качеством активов. На фоне сохраняющейся неопределенности эти факторы могут оказать давление на акции банков. Также мы видим риски для миноритариев, положение которых может ухудшиться в связи с ослаблением стандартов корпоративного управления.

**TCS Group: рост снова в приоритете.** Несмотря ни на какие сложности, TCS продолжает расти, вкладываясь, как и прежде, в финансовые инновации, качество продуктов и лояльность клиентов. Не теряя набранного темпа, компания приобретает клиентскую базу, удвоившуюся за последние пару лет, притом что рост, как ожидается, продолжится в 2023 г. Финансовое положение TCS Group по-прежнему прочное: во-первых, показатели достаточности капитала даже улучшаются, пока группа остается в прибыли, при не увеличивающемся кредитном портфеле; во-вторых, в 1П22 были созданы резервы с макронадбавкой. Хотя сейчас даже двузначный рост выручки все еще отстает от роста расходов, мы рассчитываем на существенное улучшение показателей прибыльности в 2023 г., по мере того как TCS сможет монетизировать новых клиентов, возобновится рост кредитования и нормализуются отчисления в резервы. Мы прогнозируем, что рентабельность капитала TCS вернется в 2023 г. к значениям в районе 25%, а акции покажут лучшую по сравнению с рынком динамику.

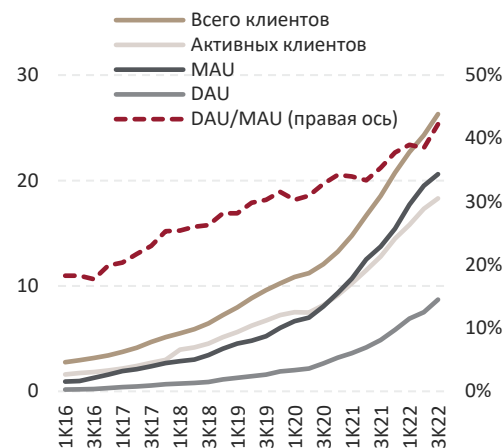
**Мосбиржа: выручка, вероятно, достигла пикового значения.** Московская Биржа отчиталась о рекордно высокой чистой прибыли за 3К22 (8,7 млрд руб.) на благоприятном фоне высоких процентных ставок и роста комиссионного дохода примерно на 11% к/к. Вместе с тем такой результат может оказаться кратковременным, поскольку процентные ставки стремительно снизились. Рост комиссионного дохода при этом не вполне сформировался, поскольку объемы торгов в 4К22 падают. Мосбиржа покажет высокую прибыль за текущий год, но перспективы 2023 г. выглядят менее радужно, в особенности с учетом существующих рисков для российской финансовой системы. Дивидендные выплаты также стали менее вероятными, поскольку компания не может получать дивиденды от НРД, входящего в группу «Московская биржа». Мосбиржа торгуется по P/E 2022П лишь на уровне 6, но по P/E 2023П — на уровне 9, и наш рейтинг по бумагам компании — «Держать».

## КЛЮЧЕВЫЕ СТАТЬИ ОТЧЕТА О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, ТРЛН РУБ.



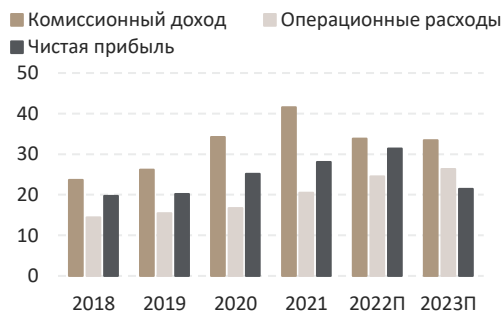
Источники: Банк России, ИБ Синара

## КЛИЕНТСКАЯ БАЗА TCS GROUP ТАК ЖЕ БЫСТРО РАСТЕТ, В ТОМ ЧИСЛЕ КОЛИЧЕСТВО ПОЛЬЗОВАТЕЛЕЙ СУПЕРПРИЛОЖЕНИЯ, МЛН



Источники: Банк России, ИБ Синара

## В 2023 Г. ОЖИДАЕМ СНИЖЕНИЯ ВЫРУЧКИ МОСБИРЖИ ПРИ СОКРАЩЕНИИ ПРОЦЕНТНОГО ДОХОДА



Источники: данные компании, ИБ Синара

**Ольга Найдёнова**  
NaidenovaOA@sinarafinance.ru

## БАЗОВЫЕ МЕТАЛЛЫ

Мы понизили наши прогнозы цен на большинство цветных металлов и золото (кроме алюминия) на 2023 г. из-за ухудшения макроэкономических настроений и укрепления доллара — последние 6–9 месяцев это были ключевые факторы спада цен. Ожидаем, что КНР постепенно отойдет от политики «нулевой терпимости» к COVID-19, а вмешательство государства в ситуацию в секторе недвижимости может улучшить спрос в Китае к весне 2023 г. Однако мы сомневаемся, что цены уже достигли дна, и, полагаем, по-прежнему можно будет увидеть некоторое снижение, пока рынки не начнут восстанавливаться в 2К22. Несмотря на сдерживающие факторы на сырьевых рынках, мы по-прежнему считаем акции российских производителей цветных металлов «защитными» в текущих условиях и подтверждаем наш рейтинг «Покупать» для ОК РУСАЛ и Норильского никеля.

**Катализаторы роста:** ослабление рубля (до курса USD/RUB 70–75); выплаты дивидендов в соответствии с дивидендной политикой; макроэкономическая среда, оказывающая поддержку ценам на металлы.

**Риски:** более сильный, чем ожидалось, рубль; спад на рынке недвижимости Китая; ухудшение глобальных макроэкономических настроений.

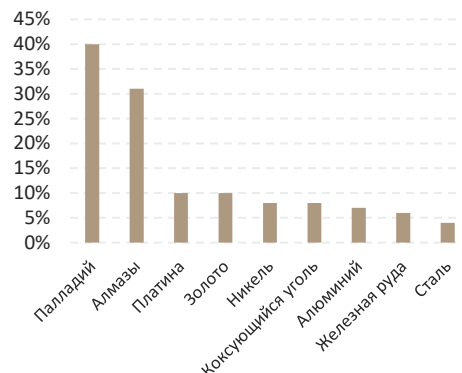
**РУСАЛ и Норникель защищены от западных санкций.** Санкционные риски для РУСАЛА и Норникеля, на наш взгляд, остаются низкими, поскольку поставки палладия, никеля и алюминия из России имеют решающее значение для мировой экономики. Потенциальное введение экспортных ограничений на эти металлы создаст значительный разрыв в мировом спросе и предложении в 2022–2023 гг., что приведет к росту цен. Таким образом, мы не ожидаем снижения объемов продаж Норникеля или РУСАЛа.

**Компании продолжают платить дивиденды.** Мы ожидаем, что РУСАЛ и Норникель выплатят промежуточные и итоговые дивиденды за 2022 г. Для Норникеля 2021 г. стал последним финансовым годом, когда действовало соглашение акционеров о выплате дивидендов (коэффициент выплаты — 60% от EBITDA), а Интеррос и EN+ сейчас ведут переговоры о выплате дивидендов. Новая формула выплаты, скорее всего, будет привязана к FCF (75%). Мы оцениваем дивиденд на акцию на 2022 ф. г. для Норникеля в 1157 руб. С другой стороны, РУСАЛ приятно удивил рынок, объявив дивиденды за 1П22 в размере \$0,02/акцию (1,3 руб./акцию) — первые с 2017 г. Дивиденд на акцию в 2022 ф. г. составляет 2,6 руб. (дивидендность — 7%).

**Изменения в прогнозах цен на металлы.** В своих прогнозах мы ожидаем более низких цен на базовые металлы в 2023 г., учитывая более слабый мировой спрос и потенциальные риски рецессии. На 2023 г. мы прогнозируем среднюю цену на алюминий на уровне \$2700/т (без изменений по сравнению с прошлым годом) и среднюю цену на никель на уровне \$22 000/т (\$25 465/т в 2022 г.). Наш прогноз по цене меди на 2023 г. предполагает некоторое снижение с \$8825/т в 2022 г. до \$8500/т в следующем году. Наши ценовые прогнозы на 2024–2025 гг. практически не изменились.

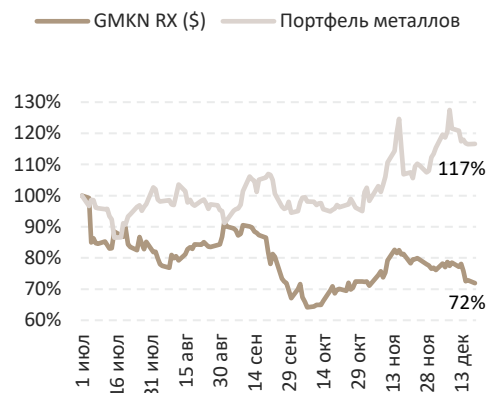
**РУСАЛ остается нашим фаворитом в секторе.** Мы снизили нашу целевую цену для Норникеля и РУСАЛа на 5–10% до 21 500 руб./акцию и 75 руб./акцию соответственно на фоне укрепления рубля и пересмотра наших прогнозов по сырьевым товарам. Наши новые целевые цены предполагают солидный потенциал роста в размере 45% для Норникеля и 90% для РУСАЛа. РУСАЛ и Норильск торгуются по привлекательным коэффициентам EV/EBITDA на 2023 г. (4,3 и 2,0 соответственно), что подразумевает значительные скидки к историческим мультипликаторам и средним значениям мировых горнодобывающих компаний-аналогов. Мы оцениваем дивидендность на горизонте 12 месяцев для Норникеля в 8%, а для РУСАЛа — в 7%. Данные цифры должны быть положительным фактором для котировок компаний.

## ДОЛЯ РФ В ПРОИЗВОДСТВЕ КЛЮЧЕВЫХ ТОВАРОВ



Источники: данные компании, Yahoo Finance, ИБ Синара

## В 2П22 АКЦИИ НОРНИКЕЛЯ ПРОИГРАЛИ 45% ДИНАМИКЕ ПОРТФЕЛЯ ЕГО МЕТАЛЛОВ



Источники: Yahoo Finance, ПАО Московская Биржа, ИБ Синара

**Дмитрий Смолин**  
SmolinDV@sinarafinance.ru



## СТАЛЬНЫЙ И УГОЛЬНЫЙ СЕКТОР

Перспективы металлургического сектора в 2022 г. резко ухудшились. Отрицательные факторы включают в себя замедление темпов роста мировой экономики, высокие цены на энергоносители, ускорение инфляции, сбои в цепочках поставок, экономический спад в Китае из-за проблем в секторе недвижимости и строгих мер по ограничению распространения COVID-19. Более того, российские экспортные цены на г/к прокат упали с апреля на 47% до \$535/т, российские производители стали решили не публиковать отчетность по МСФО за 1П22 и 9М22 и, скорее всего, не станут выплачивать дивиденды за этот период (кроме НЛМК), а курс USD/RUB 60–65 не оказывал поддержки сектору. В результате акции российских сталелитейных компаний потеряли в стоимости 50–55% с начала года, отставая от рынка. Мы ожидаем, что российские и мировые цены на сталь, вероятно, восстановятся в 2023 г. по сравнению с текущими уровнями, и прогнозируем, что цена на российскую экспортную сталь вырастет со спотового уровня в \$535/т до \$650/т в 2023 г., что, помимо более слабого рубля, должно стать основным катализатором для акций сталелитейных компаний РФ.

**Катализаторы роста:** ослабление рубля (до USD/RUB 70–75); возобновление выплаты дивидендов в 2П22; восстановление экспортных цен на сталь.

**Риски:** более сильный, чем ожидалось, рубль; дальнейшие западные санкции против отраслевых компаний и основных акционеров; отсутствие дивидендов.

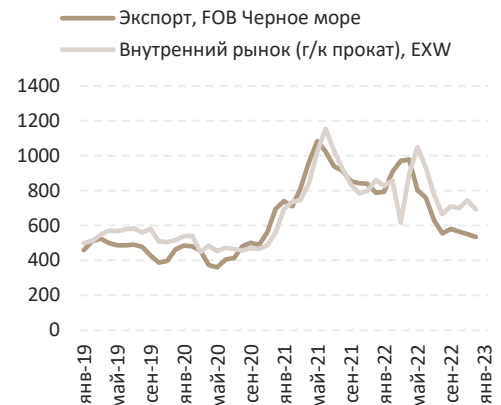
**Самый уязвимый сектор.** Мы считаем российский сталелитейный сектор одним из наиболее уязвимых для западных санкций и самым чувствительным к замедлению экономического роста в Китае, поскольку Россия играет лишь скромную роль в качестве экспортера стали на мировых рынках (чего нельзя сказать об экспорте палладия, никеля или алюминия). Мы отмечаем, что экспортные маршруты в Азию ограничены, а местные цены на сталь упали, согласуясь с экспортными. В то же время мы ожидаем, что объемы продаж российской стали в 2023 г. останутся на прежнем уровне благодаря стабильному внутреннему спросу.

**Изменения в наших прогнозах по сырьевым товарам.** Мы понизили наш прогноз на 2023 г. по экспортной цене г/к с \$700/т до \$650/т и по цене на железную руду с \$110/т до \$105/т, что отражает недавнее уменьшение спотовых цен и замедление роста спроса в Китае. Наш прогноз на 2023 г. по коксующемуся углю остается неизменным на уровне \$270/т, поскольку цены на твердый коксующийся уголь в Австралии выросли за последние четыре месяца на 30% по сравнению со спотовой ценой в \$255/т из-за ограниченного спроса и предложения на рынке.

**НЛМК – лучший выбор в стальной отрасли.** НЛМК — наш выбор в сталелитейном секторе, так как он меньше всего пострадал от ухудшения ситуации в мировом масштабе благодаря сильной позиции ключевого поставщика на рынке стальных полуфабрикатов, а также собственным сталепрокатным мощностям в Европе и США. Важно отметить, что НЛМК недавно объявил дивиденды за 3К22 в размере 2,6 руб./акцию, что стало первым объявлением дивидендов в российском металлургическом секторе с 3К21. НЛМК — это взвешенная ставка на ослабление рубля и увеличение дивидендных выплат в 4К22 и 2023 г.

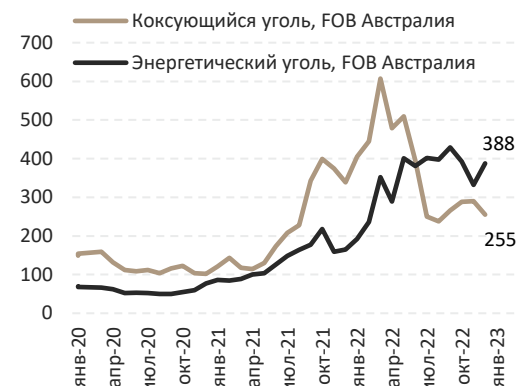
**Угольные компании выглядят привлекательно.** Австралийский коксующийся уголь сейчас торгуется на уровне \$255/т, в то время как внутренние цены на коксующийся уголь в целом соответствуют российским экспортным (около \$200–205/т, CFR Китай). Несмотря на снижение цен, мы считаем, что акции Распадской и Мечелы остаются привлекательными с коэффициентами P/E на 2022 г. на уровне 3,1 и 0,6 соответственно, и подтверждаем наш позитивный взгляд на компании. Они должны зафиксировать рекордную прибыль за этот год, и мы также ожидаем, что обе выплатят дивиденды за 2022 г. – 41 руб. на акцию Распадской и 70 руб. на привилегированную акцию Мечелы, что предполагает дивдоходность в 19% и 55% соответственно.

### ЭКСПОРТНАЯ ЦЕНА НА Г/К ПРОКАТ СНИЗИЛАСЬ С НАЧАЛА ГОДА НА 31%, \$/Т



Источники: ИБ Синара, «Металл Эксперт»

### ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ УГОЛЬ ТОРГУЕТСЯ С ПРЕМИЕЙ К КОКСУЮЩЕМУСЯ



Источники: ИБ Синара, «Металл Эксперт»

Дмитрий Смолин

[SmolinDV@sinarafinance.ru](mailto:SmolinDV@sinarafinance.ru)

## ЗОЛОТО

Несмотря на то что 2022 г. оказался тяжелым для отрасли, объем производства золота, как ожидается, не изменился по сравнению с прошлым годом, общие денежные затраты выросли на 10–15%, а значительных дисконтов при продаже российского золота не было. Вместе с тем с начала года сектор показал худшие результаты по сравнению с остальными российскими компаниями сектора металлургии и горнодобывающей промышленности и индексом МосБиржи: начала года рыночная капитализация Polymetal упала на 72%, Полюса — на 44% и Селигдара — на 25%. Среди причин — укрепление рубля, давление на цены на золото, возможное введение санкций и ограничений на поставки золота из РФ. Тем не менее мы считаем, что все негативные моменты должны быть уже учтены в цене. Мы рассматриваем Полюс как лучший выбор в секторе с потенциалом роста 52%; инвесторы, полагаем, должны обратить внимание на низкие денежные затраты и планируемый рост добычи, структуру акционеров с низким уровнем риска и возобновление выплаты дивидендов (за 2022 г.).

**Катализаторы роста:** ослабление рубля до USD/RUB 70–75; возобновление дивидендных выплат; макросреда, поддерживающая цены на золото.

**Риски:** санкционные риски и дальнейшие ограничения экспорта российского золота; растущий дисконт цены на российское золото; крепкий рубль.

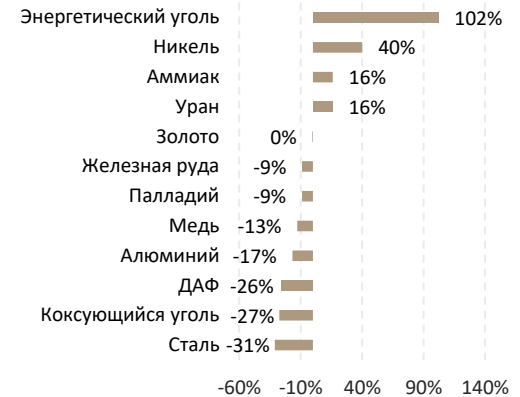
**Цена на золото может снизиться в 2023 г. до \$1700/унцию.** Несмотря на недавнее снижение, цена на золото по-прежнему выглядит завышенной по сравнению с реальными и номинальными курсами, а также по отношению к доллару США, что подразумевает риск дальнейшего снижения. На 2023 г. мы прогнозируем среднюю цену на уровне \$1700/унцию, что также частично отражает геополитические и рецессионные риски, а также вероятность того, что в следующем году инфляция останется высокой. Мы полагаем, что сценарий глобальной экономической рецессии в 2023 г., резкое замедление инфляции в США, а также разворот доходности казначейских облигаций США остаются потенциальными катализаторами роста цены на золото.

**Полюс остается недооцененным по EV/EBITDA 2023П на уровне 5,0.** В связи с недавними изменениями в структуре акционеров, включая передачу крупнейшего пакета акций Полюса в размере 46,35% Wandle Holdings в Фонд поддержки исламских фондов, мы считаем, что риск ввода санкций в отношении компании в ближайшее время невелик. В будущем это позволит Полюсу возобновить выплату дивидендов (мы оцениваем дивиденд за 2022 г. в размере 547 руб./акцию). Полюс остается недооцененным по EV/EBITDA 2023П на уровне 5,0 против 4,4 у Polymetal и 4,5 у Селигдара. Мы подтверждаем рейтинг «Покупать» по акциям компании с целевой ценой в 11 500 руб./акцию, что предполагает 52%-ный потенциал роста.

**Polymetal: реструктуризация бизнеса, отсутствие дивидендов.** Компания временно отложила планы по продаже российских активов. Именно риски, связанные с оценкой такой сделки, а также неопределенность условий раздела компании оказали давление на ее акции. Polymetal, что позитивно, сохраняет свой производственный план (1,7 млн унций в 2023–2024 гг.) и ожидаемый уровень расходов. После падения котировок на 72% с начала года мы видим потенциал роста стоимости акций Полиметалла на 59% и ожидаем, что переоценка корпоративных рисков положительно скажется на бумагах компании. Polymetal торгуется по EV/EBITDA 4,4, что предполагает 40%-ный дисконт к среднему показателю за пять лет.

**Селигдар: рост производства золота уже учтен в котировках.** Мы оцениваем EV/EBITDA Селигдара 2022 г. на уровне 5,7, что выше, чем у Полюса и Polymetal. Более высокий коэффициент Селигдара можно объяснить перспективами увеличения объемов производства золота до 2030 г. Мы подтверждаем наш рейтинг «Держать», но с новой целевой ценой на горизонте 12 месяцев в 45 руб./акцию (по сравнению с 50 руб./акцию ранее) с потенциалом роста в 4%. Полагаем, Селигдар продолжит выплачивать дивиденды, и прогнозируем дивидендную доходность в 2022 г. около 5%.

## ЦЕНА НА ЗОЛОТО НЕ МЕНЯЕТСЯ С НАЧАЛА ГОДА



Источники: ИБ Синара, Yahoo Finance

## ПО ЦЕНЕ НА ЗОЛОТО В 2022 Г. УДАРИЛ СИЛЬНЫЙ КУРС ДОЛЛАРА США



Источники: ИБ Синара, Yahoo Finance

**Дмитрий Смолин**  
SmolinDV@sinara-finance.ru

## УДОБРЕНИЯ

Акции ФосАгро — одна из самых безопасных и защитных бумаг в условиях нынешней геополитической турбулентности. Во-первых, у компании прозрачная дивидендная политика, и ФосАгро уже возобновила выплаты (100% FCF). Во-вторых, быстрый рост цен на удобрения в этом году должен привести к рекордным доходам, FCF и дивидендам. В-третьих, ФосАгро хорошо защищена от санкций благодаря важности экспорта удобрений из РФ для мировых рынков. Наконец, риски, связанные с экспортными пошлинами на удобрения, должны иметь лишь ограниченное негативное влияние на бизнес компании (около 10% от EBITDA) и уже должны быть учтены в цене акций. После достижения рекордно высокого уровня в 2022 г. ожидаем, что средние цены на ДАФ снизятся на 19% г/г до \$700/т в следующем году (по сравнению с нашим предыдущим прогнозом в \$750/т). Более высокие, чем ожидалось, спотовые цены на газ в ЕС должны ограничить производство удобрений в регионе и поддержать цены.

**Катализаторы роста:** ослабление рубля до USD/RUB 70–75; коэффициент выплаты дивидендов 100% FCF или выше; цена газа в Европе выше \$1000/тыс. м3.

**Риски:** дальнейший рост налогообложения сектора; корректировка цен на удобрения; более слабый спрос на удобрения в сценарии глобальной рецессии.

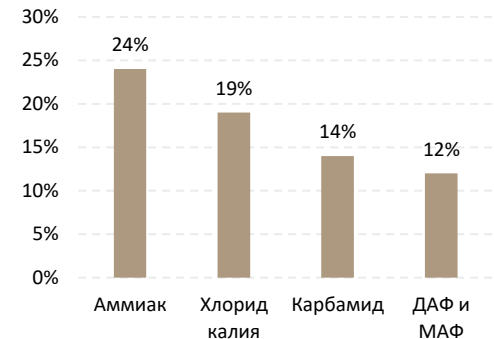
**Резкий скачок цен на газ привел к остановке до 70% производства удобрений в Европе.** Рост цен на газ почти на 40% с середины августа привел к волне остановок европейских предприятий, производящих удобрения. Перестало задействоваться, частично или полностью, около 70% европейских мощностей по производству аммиака (24 млн т в год) и карбамида (13 млн т). Норвежская компания Yara, один из крупнейших в мире производителей удобрений, объявила 25 августа, что сократит использование аммиака в производстве азотных удобрений на 35% и уменьшит производственные объемы до 3,1 млн т из-за рекордно высоких цен на газ.

**Производство и продажи растут.** За 9M22 производство удобрений ФосАгро увеличилось на 7% г/г до 8,1 млн т и должно достигнуть 10,9 млн т в 2022 г. (+5% г/г). Это увеличение стало возможным после начала полноценного использования новых мощностей, запущенных в рамках программы развития. Продажи удобрений за 9M22 выросли на 7% г/г до 8,3 млн т. Рост был обусловлен увеличением объемов производства, сокращением складских запасов (накопленных в низкий сезон) и высоким спросом на удобрения на российском и мировом рынках.

**Отличная ставка на дивиденды.** ФосАгро первой из российских компаний в секторе возобновила публикацию квартальной финансовой отчетности и выплату дивидендов. В 2022 г. ФосАгро уже выплатила дивиденды в размере 780 руб./акцию, включая отложенные дивиденды за 2021 г. — 4K21 (390 руб./акцию) и дивиденды за 1П22 (390 руб./акцию), а также 318 руб./акцию за 3K22, утвержденные на внеочередном собрании акционеров на прошлой неделе. Мы оцениваем дивиденд на акцию за 4K22 и 2023 г. примерно в 200 руб. (при коэффициенте выплаты 75% от FCF) и 638 руб. соответственно, что должно сделать компанию одним из самых щедрых дивидендных игроков в этом году (15%-ная дивидендная доходность в 2022 г.).

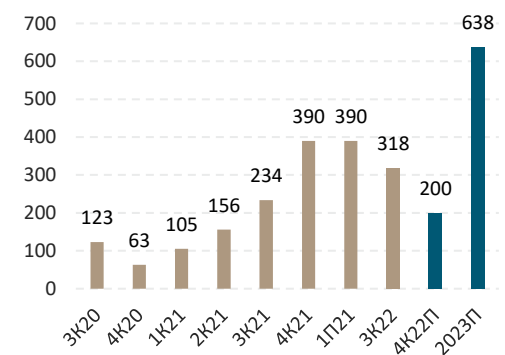
**Оценка: мы видим потенциал роста акций ФосАгро на 41%.** Наши новые макроэкономические прогнозы и более низкий прогноз цен на удобрения на 2022–2023 гг. приводят к пересмотру показателей EBITDA и FCF ФосАгро на 2022–2023 гг. в сторону понижения. В результате мы уменьшили нашу целевую цену на 11% до 8 500 руб./акцию (с 9 500 руб.), но сохранили рейтинг «Покупать». Мы ожидаем, что компания продолжит выплачивать дивиденды ежеквартально, что также должно поддержать цену бумаг. Акции ФосАгро торгуются с привлекательными коэффициентами P/E и EV/EBITDA 2023П на уровне 7,9 и 4,6 соответственно.

## ДОЛЯ РФ В МИРОВОМ ЭКСПОРТЕ УДОБРЕНИЙ И АММИАКА



Источники: Федеральная таможенная служба, Nutrien Fact Book, ИБ Синара

## ПОТОК ДИВИДЕНДОВ СОХРАНИТСЯ В 2023 Г., РУБ./АКЦИЮ



Источники: ФосАгро, ИБ Синара

Дмитрий Смолин  
SmolinDV@sinara-finance.ru

## РЕТЕЙЛ

Слабый потребительский спрос остается главным риском фундаментального характера для сектора. И все же ориентированные на массовый сегмент представители продуктовой розницы проявляют большую устойчивость, так как покупатели продолжают чутко реагировать на цены и уходят из более дорогих форматов. X5 Retail Group удалось показать в 3К22 приемлемый рост выручки и весьма неплохую рентабельность, и, исходя из фундаментальных показателей, мы считаем прочным положение Магнита, но компания до сих пор не отчиталась за 3К22, а какие-либо надежды на промежуточные дивиденды далеки от того, чтобы материализоваться. В этой связи мы отдаем предпочтение X5, в чьих бумагах видим максимальный потенциал роста. Мы более скептически относимся к непродуктовым ретейлерам, где выше и риски на стороне потребителей, и конкуренция со стороны интернет-торговли.

**Катализаторы:** консолидация рынка; смещение предпочтений покупателей к дискаунтерам и «магазинам у дома».

**Риски:** слабый потребительский спрос; трансформация ряда игроков в частные компании.

**Динамика розничных продаж остается блеклой.** Последние данные в сфере макроэкономики указывают на падение оборота розницы на 10% г/г (октябрь). В продуктовой рознице спад менее значительный (-4,3% г/г), но он усиливался по сравнению с летними месяцами (-2% г/г) и сентябрем (-3,5%). Что касается непродовольственного сегмента, то глубина падения достигла в октябре 14% г/г: покупатели в условиях неопределенности предпочитают сберечь, реже делая покупки вообще и выбирая более дешевые товары.

**Хорошие результаты X5 за 3К22 подтверждают преимущества лидеров рынка.** Последние опубликованные результаты подтверждают, что ретейлеры, ориентированные на массовый сегмент, лучше справляются с сегодняшними сложностями за счет своей способности перенести инфляцию в цены на полке и эффективно разрешать любые сбои, возникающие в цепочках снабжения. Так, хорошие результаты X5 за 3К22 обеспечили в основном два формата масс-маркета (сети «Пятерочка» и «Чижик»). Выручка увеличилась на 19% г/г, а рентабельность по EBITDA составила 7,3% (вполне приличный по нынешним временам уровень для сектора, несмотря на снижение относительно 1П22). Магнит так и не публикует отчетность за 3К22, но мы считаем, что тренды и драйверы там схожие. Компании, работающие в других форматах, таких как гипермаркеты, показывают куда более слабые результаты. В дальнейшем два лидера рынка смогут, как мы полагаем, увеличить свои рыночные доли как за счет органического роста, так и через сделки.

**Детский мир станет частным.** В ноябре ретейлер сообщил о принятом советом директоров решении предложить реорганизовать компанию в три этапа, в результате чего она станет частной. Миноритарным акционерам, возможно, предложат акции частной компании, в противном случае они смогут продать свои бумаги в рамках добровольного или обязательного выкупа. Решение может быть продиктовано сложностями на операционном уровне и не лучшим состоянием рынка капитала, чтобы финансировать развитие. В любом случае динамика котировок теперь больше зависит от корпоративных действий, чем от фундаментальных показателей.

**В продуктовой рознице отдаем предпочтение X5.** На текущих уровнях самыми привлекательными мы считаем акции X5 Retail Group, ретейлера с сильными рыночными позициями, чьи хорошие результаты не в полной мере учтены в котировках. По фундаментальным показателям видим и значительный потенциал роста в бумагах Магнита, за последний месяц потерявших в цене 10% и проигравших рынку 8 п. п. Теоретически у Магнита больше шансов возобновить в скором времени выплату дивидендов ввиду своей российской, в отличие от X5, регистрации эмитента, но любые надежды на промежуточные дивиденды в этом году пока не материализуются. Негативным фактором считаем и отсутствие отчетности за 3К22. В непродовольственном сегменте не видим сейчас привлекательных вариантов: Детский мир становится частным, а фундаментальные показатели М.видео далеки от убедительных.

## КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА 2К22



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов

[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

## ТЕХНОЛОГИИ

В «техках» продолжается трансформация, и объявленная реорганизация Yandex дополняет масштабные сделки M&A, совершенные с начала года. Обратим внимание, что ряд крупных игроков опубликовали сильные результаты за 3К22, отражающие более рациональную парадигму. Сентябрьский всплеск эмиграции может привести к снижению спроса на некоторые услуги и оттоку специалистов, но мы считаем риски такого рода кратковременными. Из ухода из России мировых рекламных платформ максимальную выгоду извлекает Yandex, чьи фундаментальные показатели (в основных направлениях деятельности) остаются неизменными, хотя к процессу реструктуризации следует присмотреться. Мы также позитивно оцениваем Ozon, принимая во внимание достижение прибыльности на уровне EBITDA уже два квартала подряд.

**Катализаторы:** увеличение доли на рынке рекламы; внимание показателям юнит-экономики; поддержка со стороны государства.

**Риски:** утечка персонала; волатильность на рынке рекламы; реорганизация Yandex.

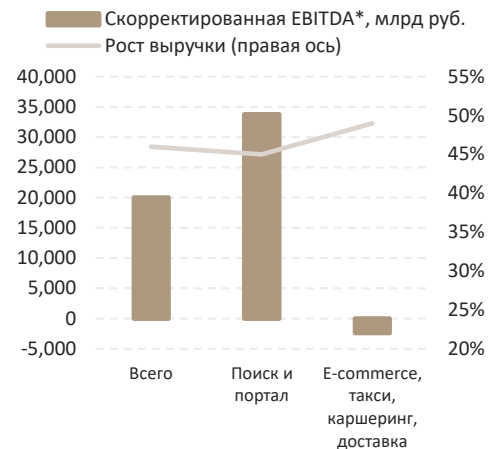
**Рационализация рынка продолжается.** Совершенные в уходящем году сделки изменили в определенной мере ландшафт в отрасли, где еще очевиднее стали тенденции специализации и консолидации. Ряд игроков, преимущественно из других секторов, стремившихся к диверсификации и освоению цифрового сегмента, существенно поумерили активность в интернет-бизнесе. В целом это привело к улучшению конкурентной среды, и теперь компании уделяют больше внимания финансовой эффективности, а не долгосрочным перспективам роста, следствием чего стала и более рациональная ценовая политика.

**Yandex по-прежнему хорошо смотрится по фундаментальным показателям, но теперь все внимание на реструктуризацию.** В 3К22 компания порадовала — неожиданно — хорошими результатами, обращая себе на пользу уход ряда зарубежных онлайн-платформ с отечественного рынка рекламы. Мы считаем, Yandex имеет все возможности, чтобы на долгое время стать основным игроком на этом рынке, а позиции в сегментах такси и доставки еды стали лишь прочнее в этом году, особенно после обмена активами с VK. Если фундаментальные показатели, скорее всего, останутся привлекательными, то сейчас портфельных инвесторов больше занимают вопросы реорганизации, в результате которой компания намерена разделить российский и зарубежный бизнесы, а также изменить акционерную и управленческую структуру. Главный вопрос здесь заключается в том, останутся ли сегодняшние миноритарные акционеры совладельцами наиболее ценных составляющих бизнеса Yandex (сегментов «Мобильность», «Поиск и портал»), которые должны отделиться от Yandex N.V. и перейти в собственность и под управление российского юрлица. В рамках базового сценария мы полагаем, что интересы миноритариев не пострадают, но детали реструктуризации пока неизвестны.

**Ozon демонстрирует стремительный рост операций.** Ozon занимает неплохие позиции, чтобы в долгосрочной перспективе остаться одним из двух ведущих игроков на быстрорастущем рынке e-commerce. Последние данные говорят о росте GMV высокими темпами за счет маркетплейса, которому только на руку трансформация розничной торговли и рост параллельного импорта. Показатели юнит-экономики уже улучшаются, что позволило получить прибыль на уровне EBITDA и в 2К22, и в 3К22 благодаря наращиванию масштабов, вниманию к эффективности и ослаблению конкуренции. Впрочем, свободный денежный поток остается отрицательным (с корректировкой на квартальные колебания), а значит, в какой-то момент может потребоваться внешнее финансирование, чтобы продолжать развиваться.

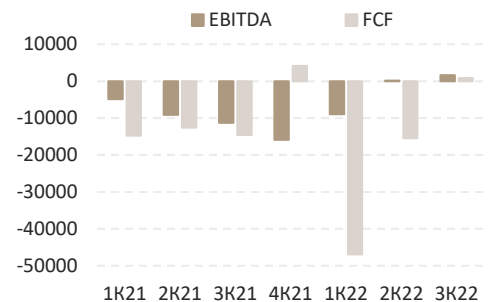
**Меньше оптимизма в отношении остальных эмитентов.** Мы видим больше неопределенности и меньше драйверов. Продажа MY.GAMES выглядит обоснованным шагом для VK: компания намерена сыграть главную роль в консолидации медиаактивов в РФ, активно стараясь заместить ряд некогда популярных глобальных соцсетей. Но ей еще предстоит доказать способность привлекать новых пользователей и монетизировать изменения. HeadHunter показывает адекватные операционные результаты, но ограничителем может стать общее состояние рынка труда. Примерно то же самое можно сказать о перспективах Сип, зависящих, на наш взгляд, от рынка недвижимости, хотя мы положительно оцениваем результаты компании за 3К22.

## ЕБИТДА YANDEX ПО СЕГМЕНТАМ В 3К22



\*EBITDA до разовых расходов на персонал  
Источники: данные компании, ИБ Синара

## ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ OZON, МЛРД РУБ.



Источники: данные компании, ИБ Синара

Константин Белов  
BelovKA@sinara-finance.ru

## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Акции российских операторов связи в текущих условиях остаются защитным активом. Выручка от основных направлений деятельности растет умеренно, а в некоторых сегментах (например, продажа устройств) сильно сокращается. При этом рентабельность сохраняется на приемлемых уровнях, что создает хорошую базу, чтобы генерировать свободный денежный поток. В итоге перспективы выплаты дивидендов в следующем году у компаний сектора лучше, чем в среднем по рынку. Проблемы с поставками оборудования несут в себе риски, но не критические, на наш взгляд. Мы предпочитаем акции МТС по сравнению с подконтрольным государству Ростелекомом.

**Катализаторы:** восстановление спроса на роуминг и в сегменте B2B; смягчение регуляторных требований.

**Риски:** доступность оборудования; снижение инвестиций в новые технологии.

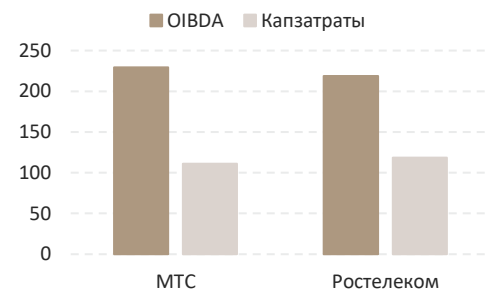
**Как риски, так и перспективы роста умеренные.** Спрос на базовые услуги связи остается стабильным даже в нынешних экономических условиях, по крайней мере в сегментах B2C (за исключением роуминга) и B2G, но потребители становятся более чувствительными к уровням тарифов. В некоторых сегментах, таких как мобильная розница, продажи сокращаются, но этот фактор в целом нейтральный для EBITDA. Перспективы роста, однако, тоже ограничены, по крайней мере на среднесрочном горизонте. Мы полагаем, что ведущие операторы сохраняют способность показывать приемлемую рентабельность и стабильно генерировать денежные потоки, по мере того как расширение пропускной способности сетей замедляется, регулирование (временное) смягчается, а конкурентная среда улучшается.

**МТС остается нашим фаворитом в секторе.** Компания продемонстрировала достаточно хорошую динамику в основном сегменте бизнеса (услуги связи) за 9M22, показав умеренный рост выручки и неплохую рентабельность. Операции в банковском секторе оказали некоторое давление на прибыльность в первой половине года ввиду создания дополнительных резервов, но это влияние компании удастся компенсировать, как минимум частично. Продажи в сегменте мобильной розницы резко сокращаются, но это оказывает минимальное воздействие на прибыль, так как сегмент изначально низкорентабельный. Более того, эта ситуация может быть использована для оптимизации розничной сети. Компания также активно растет в сегменте банковского бизнеса и финтехе, развивает ряд новых цифровых направлений. Акции МТС — одни из наиболее надежных вложений на рынке с прицелом на получение дивидендов, если учесть, что МТС представляет основной источник наличности для АФК Система.

**Ростелеком получает господдержку и расширяется в новые сферы.** Компания лидирует на ряде рынков (ШПД, дата-центры) и занимает далеко не последние позиции на рынке мобильной связи. Она нередко становится основным исполнителем и выгодоприобретателем по многим госпрограммам в области цифровизации, а также активно развивает ряд перспективных направлений. К рискам можно отнести снижение прозрачности, так как Ростелеком в этом году перестал раскрывать квартальную отчетность по МСФО.

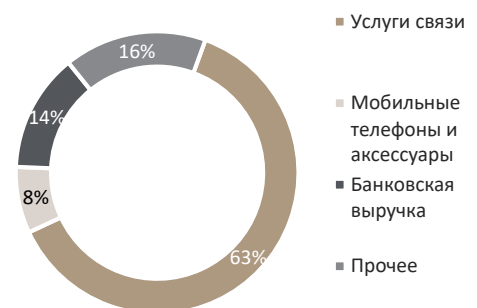
**Сложности с поставками оборудования не должны стать критическими.** Головной болью отрасли остается неопределенность в плане доступности импортируемого телекоммуникационного оборудования. Ведущие поставщики объявили об уходе с российского рынка, но, несмотря на это, операторы должны сохранить, как мы полагаем, способность предоставлять большинство услуг своим клиентам, хотя развитие сетей может быть затруднено. Так, по оценке МТС, запасов оборудования хватит для удовлетворения потребностей компании минимум на год (с учетом расширения сети). Ряд компаний заявляют о планах организовать производство отечественного телекоммуникационного оборудования, что, возможно, на среднесрочную перспективу снизит остроту проблемы.

### КАПЗАТРАТЫ И OIBDA В 2021 Г., МЛРД РУБ.



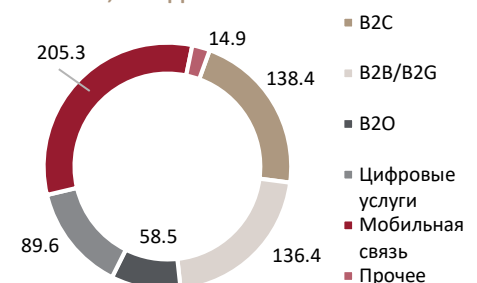
Источники: данные компании, ИБ Синара

### СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ МТС РОССИЯ В 3К22



Источники: данные компании, ИБ Синара

### ВЫРУЧКА РОСТЕЛЕКОМА В 2021 Г. ПО СЕГМЕНТАМ, МЛРД РУБ.\*



Источник: данные компании

\* До элиминаций

Константин Белов  
BelovKA@sinara-finance.ru

## ТРАНСПОРТ

Среди компаний транспортного сектора мы предпочитаем Globaltrans. ГДР компании торгуются вблизи локальных минимумов, и мы считаем, что ее ценные бумаги в 2023 г. смогут быть лучше рынка. Несмотря на падение грузооборота РЖД в 4К22, мы наблюдаем рост ставок аренды подвижного состава с октября, что должно благоприятно сказаться на результатах операторов подвижного состава. Аэрофлот выглядит как высокорискованная история ввиду ограничений на европейском направлении, неопределенной ситуации с парком ВС и возможным сокращением субсидий в следующем году. Результаты деятельности НМТП зависят от того, как повлияет нефтяное эмбарго на товаропотоки, в то время как у Global Ports наблюдается обвал в объемах перевалки контейнеров в Балтийском бассейне. Текущие высокие уровни цен на фрахт должны быть благоприятны для Совкомфлота, но компания сейчас не раскрывает своих результатов.

**Катализаторы роста:** дальнейший рост стоимости аренды полувагонов; увеличение перевалки в морских портах; возобновление дивидендных выплат акционерам Globaltrans; одобрение субсидий для авиаперевозчиков; дополнительный листинг расписок Global Ports

**Риски:** сокращение объема публикуемой информации; потенциальное падение грузооборота; сохраняющиеся ограничения на движение капитала.

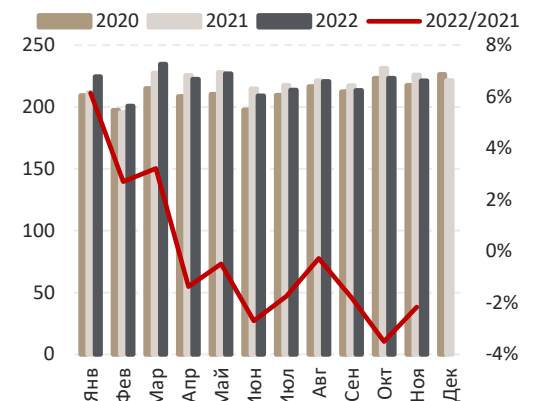
**Авиация.** Риски для инвестиций в акции Аэрофлота остаются повышенными. Его парк состоит сейчас в основном из ВС Boeing и Airbus, а значит, компании могут нанести ущерб санкции ЕС и США. По данным газеты «Коммерсантъ», у России сейчас 300 ВС, которые можно использовать на международных направлениях, в то время как количество судов на этих направлениях в 2019–2022 гг. могло составлять до 500. Внутренние перевозки поддерживаются в этом году за счет госсубсидий, которые могут сократиться в 2023 г. в четыре раза. По итогам 2022 г., по словам министра транспорта, перевозки составят 94–96 млн чел. (-14% г/г), из которых 80 млн чел. (-8% г/г) на внутренних линиях и лишь 16 млн чел. (-30% г/г) — на международных. Мы ожидаем слабых операционных результатов Аэрофлота в 1К23 из-за высокой базы января – февраля 2022 г.

**Морские порты.** Результаты 2022 г. неоднозначны, риски прогнозов связаны с торговыми ограничениями. Показатели следующего года будут зависеть от того, как торговые ограничения на сырье, нефтепродукты, уголь, металлы скажутся на товаропотоках. Морские порты показывают довольно устойчивые результаты, так как грузооборот за период с марта по ноябрь снизился только на 0,6% г/г до 632 млн т, при этом перевозки сухих грузов упали на 3,5% г/г до 307 млн т, а наливных — увеличились на 2% до 325 млн т. Основные факторы, влияющие на динамику грузооборота, — это восстановление мирового потребления энергии, прекращение заходов в порты Балтийского моря крупнейших контейнерных линий, рост объемов перевалки контейнеров на Дальнем Востоке. Рост цен на перевалку контейнеров позволил Global Ports показать сильный финансовый результат за 1П22. Торги расписками Globaltrans на LSE в настоящее время приостановлены.

**Железная дорога.** Объемы погрузки страдают из-за санкций, но высокие ставки аренды должны поддержать Globaltrans. По итогам 11М22 РЖД показала падение погрузки на 3,6% г/г и ожидает дальнейшего снижения этого показателя в 2023 г. — на 1,2 г/г. Слабость показателей объясняется в основном падением перевозок угля и лесных грузов, попавших под торговые ограничения ЕС. (они могут негативно влиять на погрузку и в будущем году). С точки зрения ценообразования на рынке подвижного состава наблюдается рост ставок аренды полувагонов из-за возникших сложностей с пропускной способностью железных дорог. Мы считаем, что рост ставок позитивно отразится на результатах Globaltrans, нашего фаворита в секторе. Более того, на текущих уровнях бумаги выглядят недооцененными, и мы ждем, что в следующем году котировки компании покажут динамику лучше рынка.

**Флот.** Стоимость фрахта наливных судов на благоприятном уровне для Совкомфлота. Ставки фрахта контейнеровозов продолжают снижение и уже упали с начала года на 75% к средним уровням до начала пандемии COVID-19. Ставки сухогрузов также под давлением (потеряли 40% с начала года). При этом ставки фрахта нефтяных и нефтепродуктовых танкеров находятся на уровне выше начала года на 200% и 190% соответственно, что должно оказать поддержку конвенциональному сегменту бизнеса Совкомфлота.

ГРУЗОБОРОТ (ГРУЖЕННЫЕ ВАГОНЫ), МЛРД Т\*КМ



Источники: РЖД, ИБ Синара

СТАВКИ АРЕНДЫ ПОЛУВАГОНОВ ПРОДОЛЖАЮТ РАСТИ, РУБ./СУТКИ



Источники: «Промышленные грузы», ИБ Синара

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

## ЭНЕРГЕТИКА

В секторе электроэнергетики мы предпочитаем акции Интер РАО и Юнипро, так как, по нашим ожиданиям, эти компании способны продолжать генерировать свободные денежные потоки. Цены на акции Интер РАО и Юнипро находятся значительно ниже уровней на конец 2021 г., что, по нашим оценкам, не соответствует текущему финансовому положению этих компаний. Мы сохраняем нейтральный взгляд на акции РусГидро, так как дисбаланс цен на уголь и тарифов на Дальнем Востоке может привести к невыплате дивидендов за 2022 г. Более того, стоимость акций РусГидро практически не изменилась с начала года, и бумаги не выглядят дешевыми. Мы осторожно смотрим на акции Россетей (ФСК-Россети) из-за дефицита инвестиционной программы, который повышает риски допэмиссии акций и переноса дивидендных выплат.

**Катализаторы роста:** дальнейшая консолидация распределительных сетей; слияния и поглощения; рост цен и тарифов на электроэнергию.

**Риски:** сокращение потребления электроэнергии; меньшая прозрачность отчетности компаний; объемные инвестиционные программы; вовлечение в реализацию рискованных проектов; регуляторные риски.

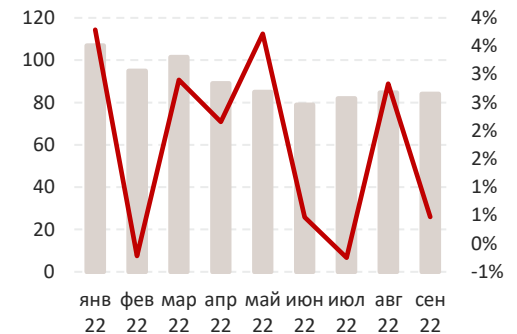
**Нет почвы для роста потребления в 2023 г.** Системный оператор перестал публиковать ежемесячную отчетность по операционным результатам сектора начиная с октября. Министерство энергетики ожидает по итогам 2022 г. роста потребления немного ниже 1,5% г/г. За 9М22 энергопотребление в РФ прибавило 1,8% г/г, и мы не ожидаем дальнейшего роста в следующем году исходя из нашего прогноза по снижению ВВП на 1% г/г в 2023 г.

**Лучший потенциал роста — в Интер РАО и Юнипро.** Мы полагаем, что Интер РАО продолжит выплачивать дивиденды в 2023 г., так как коэффициент выплат остается относительно низким, на уровне 25% от чистой прибыли по МСФО. По нашим расчетам, дивиденды составят 0,21 руб./акцию, что соответствует дивидендной доходности в 7%. Юнипро накопила 18 млрд руб. свободных денежных средств на балансе на конец сентября 2022 г. и теоретически способна выплатить дивиденды. Компания может возобновит их выплату, если контрольный акционер — немецкая Uniper — выйдет из состава акционеров, но эта сделка ждет одобрения российских регуляторов. Исторически Юнипро выплачивала не менее 0,11 руб./акцию дважды в год, что соответствует годовой дивидендной доходности в 17%. Дивиденды РусГидро мы ожидаем только в 2024 г. на уровне 0,069 руб./акцию с доходностью 9%. Мы полагаем, что акции РусГидро довольно дороги на текущий момент, с учетом сильной динамики котировок в 2022 г.

**Амбициозная инвестиционная программа Россетей создает риски для акционеров.** Министерство энергетики РФ ожидает дефицита финансирования инвестиционной программы Россетей на уровне 225 млрд руб. до 2026 г. Рассматриваются вопросы финансирования дефицита из ФНБ и из бюджета. Мы видим здесь риски размытия долей акционеров в случае дополнительной эмиссии акций. Более того, в зоне риска находятся дивидендные выплаты акционерам Россетей, так как государство как контролирующий акционер компании может мобилизовать все ее ресурсы на выполнение инвестиционной программы.

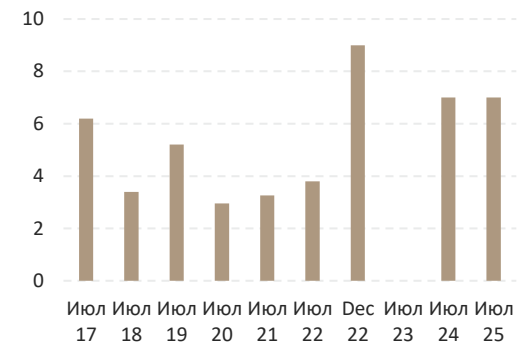
**Тарифы: рост цен на либерализованном рынке компенсирует рост цен на газ.** Правительство одобрило рост тарифов на распределение энергии на 9% г/г с декабря 2022 г. Регулируемые тарифы для генерации также увеличатся на 9% с декабря. При этом 8,5%-ный рост тарифов на газ должен привести, по нашим оценкам, к увеличению цены РСВ в европейской части России, что станет позитивным фактором для РусГидро, не несущей топливных затрат.

ПОТРЕБЛЕНИЕ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В РФ В 2022 Г., МЛН КВТ\*Ч



Источники: Системный оператор, ИБ Синара

РОСТ ТАРИФОВ ДЛЯ РАСПРЕДЕЛИТЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ



Источники: Минэкономразвития, ИБ Синара

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru



## ДЕВЕЛОПЕРЫ

Спрос на недвижимость в России поддержат обновленная льготная программа ипотеки, расширенная семейная ипотека и точечная помощь некоторым регионам. Мы считаем, что Банк России повысит ключевую ставку в 2023 г. до 8%. Рост ключевой ставки и изменение условий льготной ипотеки приведут к увеличению реальной ставки по ипотеке с 10,8% в декабре (согласно оценкам ДОМ.РФ, в топ-20 банков) до 12–13%. В то же время мы полагаем, что девелоперы продолжат делать своим клиентам специальные предложения по ипотеке — на 2% ниже рыночных ставок. При этом рентабельность останется на стабильном уровне, как это было в 2022 г., в том числе ввиду постепенной отмены ипотеки под 0,1%, что позитивно отразится на коммерческих расходах. Мы практически не изменили прогноз финансовых показателей для ГК Самолет, ПИК, Группы ЛСР и Эталона с момента последней публикации стратегии. Рейтинг по акциям компаний — «Покупать».

**Катализаторы роста:** дальнейшее снижение процентной ставки.

**Риски:** продолжающееся ухудшение макроэкономических условий, включая рост безработицы и снижение доходов населения.

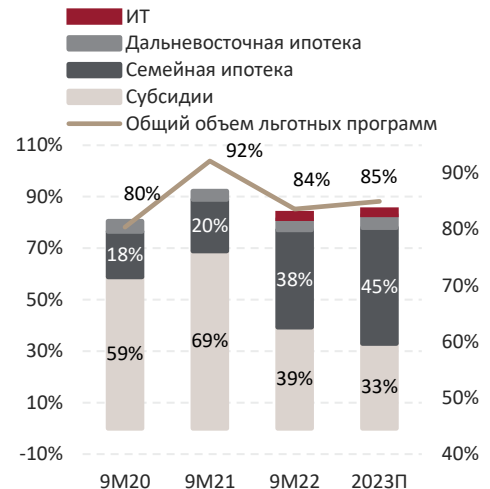
**Семейная ипотека станет ключевым фактором роста рынка недвижимости.** Льготная программа ипотеки будет продлена до 1 июля 2024 г. с повышением ставки с 7% до 8%. Мы считаем, что рост ставки на 1% коррелирует с увеличением ключевой ставки Банком России, которая, по нашим оценкам, достигнет 8% в 2023 г. Семейная же ипотека под 6% с 2023 г. распространится не только на семьи, в которых есть ребенок, родившийся в период с 1 января 2018 г., но и на семьи с двумя несовершеннолетними детьми. Мы ожидаем восстановления рынка недвижимости при условии отсутствия новых потрясений. Согласно данным ЦБ РФ, в октябре объем выданных ипотечных займов вырос на 13% м/м и на 10% г/г в рублевом выражении. Таким образом, мобилизация оказала ограниченный эффект на сделки с недвижимостью, для сравнения — рынок (объем сделок) в апреле 2020 г. упал на 33,9% г/г в связи с пандемией COVID-19. Новые условия льготной программы ипотеки и, по большей части, измененные условия семейной ипотеки станут дополнительным фактором роста спроса. Напомним, что процент ипотечных сделок у девелоперов высок: у ПИК (по итогам 2021 г.) — 76%, ГК Самолет — 79%, Группы ЛСР — 66%, Эталона — 41%. Доля семейной ипотеки в ипотечных сделках достигала порядка 30%, и мы ожидаем ее увеличения.

**Низкие уровни строительства поддержат цены.** Мы наблюдали снижение объема ввода жилья в эксплуатацию в ноябре 2022 г. на 39% г/г и на 38% м/м (согласно Росстату). Полагаем, что тренд продолжится и правительство последует консервативному плану по показателю — 100 млн м<sup>2</sup> в год к 2030 г. Также мы ожидаем сокращения объемов ввода жилья в эксплуатацию в 2023 г. на 10–15% г/г, при этом полагаем, что ИЖС продолжит доминировать на рынке. Так, согласно Росстату, по итогам 11М22 было введено в эксплуатацию в полтора раза больше ИЖС, чем многоквартирных домов. Снижение объемов ввода в эксплуатацию поддержит цены, которые должны прибавить 1–4% г/г.

**ПИК — наш фаворит с рейтингом «Покупать».** Компания сравнительно более устойчива, чем конкуренты, к экономическим потрясениям благодаря специализации на эконом-классе и участию в реновации Москвы. Мы считаем, что ПИКу удастся сохранить комфортный уровень продаж. Согласно данным ДОМ.РФ, доля непроданных квартир ПИКа в декабре выросла всего на 2 п. п. в годовом сопоставлении, в то время как рост на рынке составил 5 п. п. Компания продолжит предлагать собственные программы ипотеки по ставке на 2–3% ниже рыночной за счет фиксированной ставки по проектному финансированию для застройщиков. При этом рентабельность по EBITDA не сильно пострадает в силу постепенного ухода от субсидированных программ под 0,1%.

**ГК Самолет — наш второй фаворит, также с рейтингом «Покупать».** ГК Самолет продемонстрировала стабильный рост продаж (+70% г/г) за 9М22, несмотря на экономическую турбулентность. Мы полагаем, что компании удастся сохранять высокие темпы роста выручки (CAGR 2022–2026: 39%) благодаря освоению Владивостока, Тюмени, Казани, Санкт-Петербурга и Екатеринбурга.

## ДОЛЯ СЕМЕЙНОЙ ИПОТЕКИ В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ПРОДОЛЖИТ РАСТИ



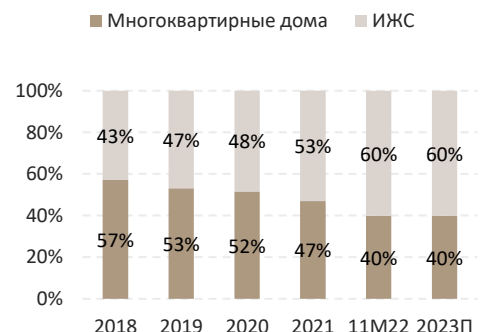
Источники: Банк России, ДОМ.РФ, ИБ Синара

## ПИК: ОБЪЕМ СТРОИТЕЛЬСТВА, М2



Источники: ДОМ.РФ, ИБ Синара

## ДОЛЯ ИЖС В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ СДАННОГО В ЭКСПЛУАТАЦИЮ ЖИЛЬЯ РАСТЕТ



Источники: Росстат, ИБ Синара

Ирина Фомкина  
FomkinaI@sinara-finance.ru

## Аналитический департамент

[Sinara\\_Research@sinara-finance.ru](mailto:Sinara_Research@sinara-finance.ru)

## Директор департамента

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

### Макроэкономика

Сергей Коныгин

[KonyginSS@sinara-finance.ru](mailto:KonyginSS@sinara-finance.ru)

### Рынок облигаций

Александр Афонин

[AfoninAK@sinara-finance.ru](mailto:AfoninAK@sinara-finance.ru)

Александр Гайда

[GaidaAS@sinara-finance.ru](mailto:GaidaAS@sinara-finance.ru)

### Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

[VahrameevSS@sinara-finance.ru](mailto:VahrameevSS@sinara-finance.ru)

Ирина Фомкина

[FomkinaIA@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaIA@sinara-finance.ru)

### Российский рынок акций

#### Нефть и газ

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Кирилл Бахтин

[BakhtinKV@sinara-finance.ru](mailto:BakhtinKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Металлургия

Дмитрий Смолин

[SmolinDV@sinara-finance.ru](mailto:SmolinDV@sinara-finance.ru)

#### Стратегия

Кирилл Таченников

[TachennikovKV@sinara-finance.ru](mailto:TachennikovKV@sinara-finance.ru)

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

#### Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

[NaidenovaOA@sinara-finance.ru](mailto:NaidenovaOA@sinara-finance.ru)

#### Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

[BelovKA@sinara-finance.ru](mailto:BelovKA@sinara-finance.ru)

#### Группа выпуска

Василий Мордовцев

[MordovtsevVO@sinara-finance.ru](mailto:MordovtsevVO@sinara-finance.ru)

Станислав Захаров

[ZakharovSV@sinara-finance.ru](mailto:ZakharovSV@sinara-finance.ru)

#### Девелопмент

Ирина Фомкина

[FomkinaIA@sinara-finance.ru](mailto:FomkinaIA@sinara-finance.ru)

#### Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

[TaitsMV@sinara-finance.ru](mailto:TaitsMV@sinara-finance.ru)

Инна Драч

[DrachIG@sinara-finance.ru](mailto:DrachIG@sinara-finance.ru)

Трой МакГраф

[McGrathTD@sinara-finance.ru](mailto:McGrathTD@sinara-finance.ru)

Себастьян Барендт

[BarendtsF@sinara-finance.ru](mailto:BarendtsF@sinara-finance.ru)

© 2022, ПАО Банк Синара. Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т.ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т.ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования запрещены без согласия Банка.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя. Передача третьим лицам без письменного согласия ПАО Банк Синара запрещена.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностраные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ. ПАО Банк Синара не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение и копирование материалов разрешено при условии указания ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара (далее – Банк) (и (или) аффилированных с Банком лиц) может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов в связи с наличием у Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) заключенных договоров с компаниями и (или) владением Банком (и (или) аффилированными с Банком лицами) частью акций или облигаций компаний и (или) владением компаниями долями в уставном капитале Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) и (или) участием должностных лиц Банка (и (или) аффилированных с Банком лиц) в органах управления указанных компаний: АК «АЛРОСА» (ПАО), ООО «Брусино. Строительство и девелопмент», АО «Бизнес-Недвижимость», АО «ЧТПЗ», EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «МК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petrolavovsk PLC, АО «ГК «Пионер», PolyMetal International PLC, ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ПАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ПАО «ГК «Самолет», ПАО «Сбербанк», ПАО «Севсталь», АО «Группа Синара», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина, TCS Group Holding PLC, ПАО «ТМК», МКПАО «ОК РУСЛА», PLLC Yandex N.V., ООО «АРЕНЗА-ПРО», АО «ГК «ЕКС», ООО «ИА ТБ-1», ООО «ЛЕГИДА», АО «ЭТАЛОН-ФИНАНС», АО ХК «Новотранс», НАО «ПКБ», ГК «Промомед» (АО «Промомед») / ООО «Промомед ДМ»), ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», ПАО «Трансфин-М», АО «Экспобанк», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Селигдар», ПАО «Сегежа Групп», ПАО «Группа Черкизово», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО ВИС-ФИНАНС.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: «Покупать» > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > «Держать» > расчетная стоимость собственного капитала эмитента < «Продавать» < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 28 февраля 2022 года на осуществление операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России. Без ограничения срока действия.