



ДОХОД
управляющая компания

СТРАТЕГИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ

2022

Photo by Dan Cristian Pădureț from Pexels

СОДЕРЖАНИЕ

Макроэкономика. Наши ожидания	4
Классы активов. Наши ожидания	6
Российские акции. Наш выбор	8
Нефтегазовый сектор	9
Металлургия и добыча	11
Химия	14
Энергетика	16
Потребительский сектор	18
Телекомы	20
Финансы	22
Прочие сектора	24
Краткие комментарии по всем российским акциям	26





ГЛАВНОЕ

Пора драматических изменений в денежно-кредитной политике мировых центральных банков, цепочках поставок, инфляции, поведении потребителей, которые изменили бизнес модели многих компаний и, в конце концов, инвесторов, заканчивается и 2022 год должен стать годом перехода к «нормальности». Однако прогулка не будет легкой, потому что множество проблем остается, а переходные периоды еще более сложны в принятии решений и сопряжены с высокой волатильностью.



Основное влияние на оценку перспектив отдельных классов активов, рынков и компаний в 2022 году будет оказывать инфляция и сопряженная с ней политика процентных ставок.

В нашем базовом сценарии мы предполагаем, что рост мировых экономик стабилизируется, но останется достаточно высоким, особенно в США, где будут запущены новые программы бюджетных стимулов. Мы ожидаем, что инфляция в США и Европе и России начнет снижаться со второго квартала. В России это снижение может быть более существенным вследствие жесткой денежно-кредитной политики, которая сильно подавит темпы роста денежной массы.

ФРС США, вероятно, начнет повышать базовую ставку. Учитывая отсутствие значимых изменений в ставках на других развитых рынках, доллар будет относительно более сильным. Ужесточение денежно-кредитной политики в США повысит волатильность рынков акций. В то же время Банк России, по нашему мнению, в 2022 году снизит ключевую ставку до 7-7.25%.

«Нормальность» для товарного рынка означает коррекцию цен, но мы выделяем промышленные металлы, особенно алюминий, как наиболее сильные в товарном сегменте. Цены на удобрения также останутся довольно высокими. Позиции золота достаточно слабые из-за сильного доллара и роста реальных процентных ставок, но оно все еще будет иметь спрос в качестве защитного актива.

Тактические позиции в российских акциях

Очевидные фавориты **Русал** и **En+**. **ММК**, **НЛМК** и **Северсталь** нам также нравятся. Налоговые риски пока не существенны. Риски антимонопольных штрафов пока учесть сложно.

Газпром, **ЛУКОЙЛ** и **Башнефть (префы)** имеют хороший потенциал по оценке и высокие дивиденды в качестве краткосрочного драйвера.

НКНХ нам нравится благодаря вводу новых мощностей и дивидендам.

ОГК-2 представляется лучшим и, возможно, единственным перспективным вариантом в электроэнергетике благодаря пику дополнительных платежей по мощности.

Сбербанк и **Банк Санкт-Петербург** – наши фавориты в финансовом секторе.

АФК Система и **МТС** интересны сильным и устойчивым бизнесом вместе с некоторой недооценкой.

Нам также все еще нравится **Эталон**.

Среди акций роста (априори дорогих) мы выделяем бумаги **Русарго**, **Сегежи**, **MD Medical Group**, **Группы Позитив**.

Тактические позиции по классам активов

Денежный рынок: Держим больше, чем обычно, чтобы воспользоваться преимуществами волатильности (покупать дешевле).

Рублевые облигации: Держим, больше чем обычно (для консервативных портфелей - отдаем предпочтение относительно тактических позиций в акциях). Увеличиваем дюрацию портфеля к максимально допустимой для индивидуальных портфелей.

Валютные облигации: Держим меньше, чем обычно. Держим низкую дюрацию. Выбираем отдельные истории в High Yield.

Акции: Немного более высокая тактическая позиция, чем обычно. Немного большая концентрация на акциях низкой волатильности. Немного более высокая тактическая позиция в российских бумагах. Индия и Китай интересны для долгосрочных портфелей.

Золото: Держим меньше, чем обычно.

Недвижимость: Все еще интересна для портфелей, ориентированных на периодический доход. В остальном – нейтральная позиция.

МАКРОЭКОНОМИКА. НАШИ ОЖИДАНИЯ

Рост экономики

Восстановительный рост продолжится, но очень по-разному на различных рынках. Можно отметить, что восстановление перейдет в качество в Великобритании, Индии и США (в последней стране во многом за счет новых бюджетных стимулов). Развитые рынки выглядят привлекательнее и рост прибыли здесь будет выше. Профиль роста экономик в целом благоприятен для рынка акций.

США: Здесь продолжится неплохой темп восстановления. Под влиянием бюджетных стимулов и сильного спроса ВВП США может вырасти на 3.6-4% в 2022 году после роста на 5.5% в 2021г.

Европа: Еврозона будет расти еще быстрее из-за более медленного восстановления и череды локдаунов в 2021 году. ВВП здесь прибавит 3.9-4.3%. Быстрее всего будут расти экономики Испании, Португалии и Италии. Экономика Великобритании выросла в 2021 году на 6.8-7%, поэтому в 2022г. Рост здесь может ограничиться 3-3.5%, что тоже довольно неплохо.

Азия: ВВП Китая, как мы ожидаем, вырастет на 5-5.5% в 2022 году, после роста на 7.6% в 2021г. Япония может вырасти на 2.7-3% (2.3% в 2021г.). Самой "быстрой" из больших азиатских экономик станет Индия – 7.8-8% после 9.5% в 2021 году.

Россия: ВВП России в 2021 году восстановился до пандемического уровня и в 2022 году, по нашим ожиданиям, вырастет на 2.4-2.8% (4.2-4.4% в 2021г.).

Инфляция

Рост цен продолжит являться основной проблемой для инвесторов, как с точки зрения прогнозов, так и со стороны защиты консервативной части инвестиций. Высокая инфляция в 2021 году стала сюрпризом для большинства инвесторов, но это, вероятно, открывает и новые возможности, которые, либо покроют относительные потери этого года, либо предоставят источники дополнительного дохода при наращивании позиций в благоприятных инструментах. Мы ожидаем, что в 2022 году инфляция достигнет пика и начнет снижаться. Это будет довольно сильным фактором оценки для многих инвестиционных инструментов.

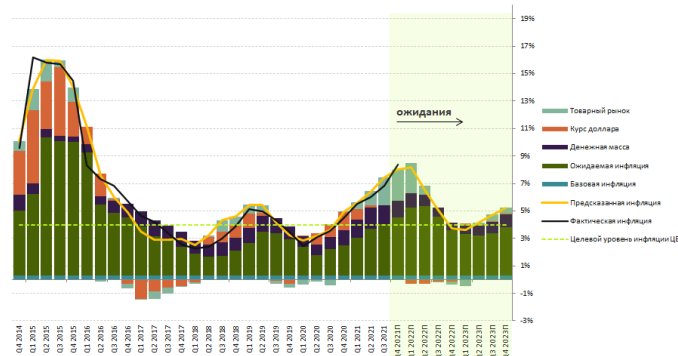
США: Мы ожидаем замедление инфляции в США до 4.2-4.7% в 2022 году, что все еще значительно выше цели ФРС. Однако цены на товарном рынке и инфляционные ожидания не дадут инфляции быстро снизиться.

Европа: Высокие цены на энергетические товары будут сказываться на инфляции в Европе весь 2022 год. Здесь инфляция, скорее всего, снизится менее значительно – до 3.2-3.4%.

Азия: В Китае и Японии инфляция будет незначительной (менее 2%), в Индии снизится до 5% с 4.8%.

Россия: Жесткая политика Банка России существенно сократит темпы роста денежной массы, а относительно стабильный рубль не окажет на инфляцию значимого влияния. Основными факторами здесь будут являться товарный рынок, инфляция в цепочках поставок и инфляционные ожидания. В базовом сценарии такие факторы должны прекратить действовать проинфляционно со второго квартала 2022 года. Мы ожидаем, что инфляция в России в 2022 году снизится до 4-5%.

Инфляция по компонентам



данные Refinitiv, расчеты УК ДОХОДЪ

МАКРОЭКОНОМИКА. НАШИ ОЖИДАНИЯ (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

Процентные ставки

В 2022 году процентные ставки будут умеренно расти по всему миру. Это сделает облигации и наличные более привлекательными – по-разному в разных валютах. Вместе с этим большинство ставок, вероятно, останутся отрицательными после учета инфляции и инвесторы продолжат иметь повышенный аппетит к акциям.

США: ФРС начнет повышать базовую ставку в 2022 году. Как мы и ожидали, еще в начале завершающегося года. Это выравнивает инфляционные ожидания и повысит спрос на инструменты с фиксированной доходностью.

Европа: Мы не ожидаем существенных изменений в денежно-кредитной политике ЕЦБ (отрицательные ставки останутся). Банк Англии может поднять свою учетную ставку с 0.1% до 0.5%.

Азия: Мы не ожидаем существенных изменений в денежно-кредитной политике Китая, Японии и Индии.

Россия: Банк России будет довольно предсказуемым при установлении ключевой ставки. Он будет следовать фактической инфляции при ее росте и немного осторожнее при изменении тренда роста цен. В пике ставка может быть повышена до 9%, но к концу года снизится до 7-7.25% вместе со смягчением инфляционного давления.

Валюты

USD: Несмотря на то, что доллар США в целом переоценен, более жесткая политика ФРС поддержит его, относительно большинства валют, включая Евро, где денежно-кредитная политика, вряд ли, изменится в 2022 году.

RUB: Рубль будет достаточно стабилен благодаря сильному сальдо торгового баланса и высоким процентным ставкам. Рост базовой ставки в США несет некоторый риск, но мы не видим, чтобы он был значительным. Геополитические риски останутся основным драйвером изменения в курсе рубля. В целом, этот факт, скорее, будет «встречным ветром» для укрепления рубля к справедливым уровням (66-68 руб. за доллар), чем шоковым элементом, хотя последнее исключать нельзя и инвесторы продолжают быть осторожными и иметь больший, чем обычно, аппетит к валюте (особенно, при росте ставок за океаном). С другой стороны высокие рублевые процентные ставки, а во второй половине года – высокие в реальном выражении – сильно поддержат рубль. Наши ожидания относительно курса USD/RUB – 71-72 к концу 2022 года.

Товарный рынок

Металлы: Мы видим ценность в промышленных металлах (меди, алюминий, никель и пр.). В 2021 году многие из них сильно росли и в целом мы ожидаем коррекцию, но спрос здесь останется сильным, а цены высокими. Пожалуй, более всего нам нравится алюминий благодаря сохраняющемуся дефициту на рынке, который благоприятно скажется на котировках.

Золото: Вследствие роста процентных ставок в США доллар будет сильным относительно других валют (хотя и не таким, каким мог бы быть без бюджетных стимулов). Кроме этого, реальные ставки могут быть выше из-за снижения инфляции со второй половины года. Золото все еще будет оставаться защитным активом, однако спрос на него в базовом сценарии упадет и цены будут находиться под давлением. Мы ожидаем, что цена на этот металл будет находиться в пределах \$1700-1850 и нейтрально смотрим на его долю в глобальном портфеле.

Нефть и газ: Цены на энергоносители также останутся высокими под давлением недостатка инвестиций, но и здесь не избежать некоторой коррекции. В частности цены на газ, конечно, значительно снизятся (особенно в Европе), но будут все еще высокими относительно исторических уровней. Рост добычи нефти после ослабления ограничений соглашений ОПЕК+ все еще будет недостаточным для существенного снижения цен. В 2022 году нефть Brent будет торговаться в районе \$75-85 за баррель.

С/х товары: Цены на сельскохозяйственные товары также останутся высокими, но скорректируются по мере приспособления экономики к новой реальности в цепочках поставок.

КЛАССЫ АКТИВОВ. НАШИ ОЖИДАНИЯ

Денежный рынок



Доходности краткосрочных инструментов выросли и продолжат немного расти. Наиболее привлекательными с учетом инфляции выглядят рублевые краткосрочные инструменты. Валютные инструменты продолжат в целом давать отрицательную реальную доходность и для инвестиций в рублях, по-прежнему, могут служить только ликвидным хеджем валютного риска.

В долгосрочных портфелях краткосрочные инструменты обычно нужны для повышения «опциональности», расширения выбора или, проще говоря, для покупок на больших просадках («buy the dip»).

В рублевом сегменте мы будем держать больше «денег», чем обычный нейтральный уровень, так как относительно высокая волатильность на рынках акций может позволить воспользоваться возможностями повышения доходности при наращивании позиций по более низким ценам.

В валютном сегменте мы будем искать больше возможностей для получения краткосрочной доходности на кредитном рынке и в альтернативных инвестициях (короткие облигации с высокой доходностью, «керри», DCI, структурные ноты и пр.), хотя это иногда несколько снижает ликвидность.

Облигации



Наши ожидания по процентным ставкам и динамике инфляции предполагают более высокие тактические позиции в рублевых облигациях и более низкие – в валютных (особенно с большой дюрацией).

Сбалансированный портфель рублевых облигаций (с дюрацией 3-3.5 года) может принести до 12% в 2022 году. Спекулятивные позиции в средней и длинной дюрации могут быть увеличены. Для консервативных, краткосрочных портфелей мы существенно увеличим долю рублевых облигаций относительно акций.

В валютном сегменте мы будем искать отдельные идеи в коротких и средних азиатских бумагах и high yield в США и Европе. Спреды здесь все еще высоки, но необходимо искать качество и широкую диверсификацию.

Акции



Рост прибыли в развитых странах останется высоким, но среднесрочные ожидания на следующие несколько лет будут все более консервативными. Кроме того, оценка рынка в США и некоторых европейских странах остается относительно высокой. Тем не менее, акции остаются одним из немногих классов активов в котором мы ожидаем значимой реальной доходности в следующие 10 лет. Поэтому они должны оставаться в долгосрочных портфелях, по крайней мере, на нейтральном уровне.

В 2022 году США вновь могут показать опережающую доходность, но в целом мы продолжаем ожидать, что источники долгосрочной доходности здесь ограничены. Оценка развивающихся рынков остается низкой. Поэтому мы считаем, что глобально диверсифицированные портфели – лучшее решения для долгосрочного распределения активов.

Ориентация на акции низкой волатильности может быть более обоснована в 2022 году, но агрессивные портфели могут быть сосредоточены на акциях роста и малой капитализации.

КЛАССЫ АКТИВОВ. НАШИ ОЖИДАНИЯ

Альтернативные инвестиции



Наличие возможности инвестиций в альтернативные классы активов позволяет формировать более эффективные портфели.

Мы увеличиваем долю таких инвестиций в портфелях, подверженных высокой чувствительности к начальному моменту инвестиций, но для прочих случаев занимаем позицию ниже нейтральной из-за относительно высоких расходов и наших макроэкономических ожиданий.

Золото по ряду факторов в 2022 году выглядит более слабым и может занимать нейтральную позицию только в консервативных портфелях.

Недвижимость продолжит приносить неплохой периодический доход (и хорошо подходит для портфелей, ориентированных на него), но по ряду рынков оценка уже достаточно высока. Нейтральная доля здесь является разумным выбором, но по ряду позиций можно частично зафиксировать прибыль.

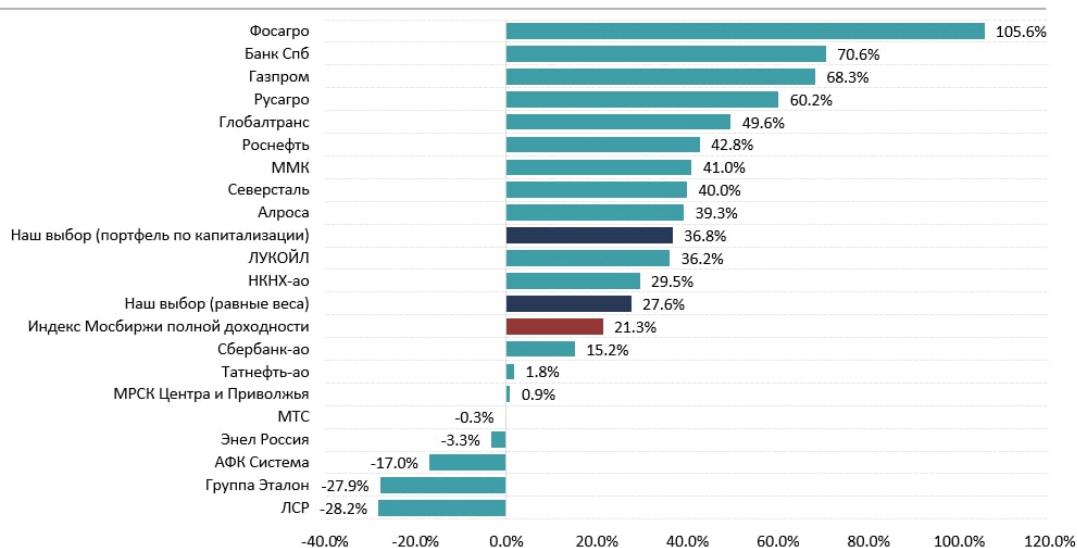
Структурные ноты, краткосрочные валютные инструменты, алгоритмические стратегии могут принести пользу для некоторых специфических портфелей (размещение краткосрочной ликвидности, диверсификация для портфелей, с высокой чувствительности к моменту инвестиций), но для долгосрочного портфеля тактически мы занимаем здесь чуть меньшую позицию.



РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: НАШ ВЫБОР

Прошедший год был успешным для российского рынка акций. Во многом - это результат ралли в ценах на металлы и энергоносители. Оглядываясь назад, можно легко понять основные ошибки – это, прежде всего, недооценка инфляции, роста ключевой ставки и дивидендов классических строителей. Эти ошибки реализовались в провале нескольких идей из нашего выбора акций. Однако, как обычно, диверсифицированный портфель исправил их.

Полная доходность нашего выбора акций из стратегии на 2021 год



с начала 2021 по 28.12.2021. Данные Refinitiv, Доходь

Ниже мы приводим наш взгляд на российские акции в 2022 году.

Эти мнения мы применяем при формировании индивидуальных диверсифицированных портфелей, учитывая также и их общерыночные характеристики (корреляцию с другими активами, риск и пр.).

В акциях, которые нам нравятся больше всего, может доминировать фактор дивидендов или фактор потенциала роста цены или и то, и другое. Такие факторы мы обозначаем следующими специальными лейблами (см. справа).

Для всех анализируемых бумаг мы также приводим наши мнения по следующей шкале от Strong Buy до Strong Sell, которые, при прочих равных, обозначают степень отклонения их весов в наших портфелях от нейтральных (весов в бенчмарке портфеля, например, индексе МосБиржи).

Рост капитала

Наш выбор по потенциалу роста

Дивиденды

Наш выбор для получения дивидендов

Strong Buy - сильная недооценка (доля в портфеле выше, чем в бенчмарке)

Buy - умеренная недооценка (доля в портфеле выше, чем в бенчмарке)

Hold - оценка по рынку (доля в портфеле на уровне бенчмарка)

Sell - умеренная переоценка (доля в портфеле ниже, чем в бенчмарке)

Strong Sell - сильная переоценка (доля в портфеле ниже, чем в бенчмарке)



НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

Лукойл	Дивиденды	Рост капитала
Газпром	Дивиденды	Рост капитала
Башнефть (преф)		Рост капитала
Татнефть (ао и преф)		Рост капитала

Факторы оценки

Цены

Недостаток инвестиций в нефтяную отрасль, а также превышение спроса над предложением будет способствовать дальнейшему росту цен на нефть. Наши ожидания - \$75-85/барр. Спотовые цены на газ существенно снизятся, но останутся относительно высокими.

Добыча

Согласно прогнозу ОПЕК, добыча нефти и конденсата в России в 2021 году незначительно вырастет (+190 тыс. б/с) до 10,78 млн б/с, а в 2022 году прибавит сразу на 1 млн б/с - в среднем до 11,78 млн б/с, а в третьем и четвертом кварталах 2022 года ожидается рост до 11,88 млн б/с. Хорошо для оценки нефтяных компаний.

Рынок

Мы ожидаем, что импульс роста цен и текущая относительная недооценка вместе с высокой ожидаемой дивидендной доходностью будут благоприятными факторами для более высокой оценки акций сектора в 2022 году.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Газпром	9	6	15	20
Роснефть	5	6	11	16
Новатэк	3	10	13	13
Лукойл	8	10	18	14
Газпром нефть	6	6	12	14
Сургутнефтегаз	1	9	10	16
Татнефть	6	6	12	17
Башнефть	5	6	11	15
Русснефть	1	1	2	13
Сургутнефтегаз-п	5	6	11	18
Башнефть-п	8	5	13	17
Транснефть-п	4	9	13	12
Татнефть-п	7	6	13	18

Попадание в стратегии:

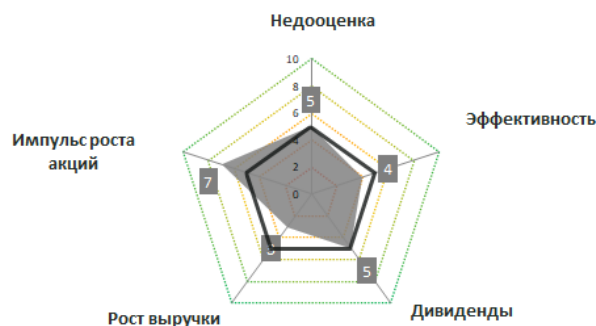
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний нефтегазового сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	
Недооценка	EV/ЕБИТ	9.7	5 Medium
Эффективность	ROCE	14.6%	4 Weak
Дивиденды	Див доходность	8.5%	5 Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	1.5%	3 Weak
Импульс роста акций			7 Strong

данные Доходь



НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР. НАШ ВЫБОР

Газпром Дивиденды Рост капитала

Акции Газпрома уверенно входят в состав **дивидендного портфеля**. Бурное восстановление результатов за 2021 год и соответственно размера дивидендов позволяют ожидать рекордный уровень дивидендов. Наши ожидания по размеру дивидендов за 2021 год 45-50 руб. на акцию, за 2022 год – 60 руб.

Спотовые цены на основном европейском газовом хабе TTF уже превысили фантастические \$1500 за 1 тыс. кубометров, на азиатских рынках цены на газ находятся еще на более высоких уровнях. Есть все основания ожидать, что такие цены скорректируются в 2022 году. Однако среднегодовые экспортные цены у Газпрома будут в любом случае на рекордных уровнях. Определенным исправлением ситуации могли бы стать поставки по трубопроводу «Северный поток – 2», сейчас он в стадии сертификации.

DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании – рейтинг **20 из 20**, что соответствует рекомендации «**Strong Buy**». Начало работы трубопровода «Северный поток – 2», крупные дивиденды за 2021 и 2022 годы, а также новости о развитии газоперерабатывающих проектов (ввод следующих очередей Амурского ГПЗ, начало реализации масштабного проекта в Усть-Луге) могут быть в дальнейшем мощными драйверами для переоценки акций Газпрома. Негативным фактором для бумаг Газпрома является политическая эскалация противостояния России и Запада.

Башнефть-п Рост капитала

Годом ранее Башнефть была среди наиболее пострадавших от сокращения добычи в рамках соглашения ОПЕК+, однако в 2021 году произошел разворот на восстановление добычи. Отметим дискриминационное отношение со стороны материнской компании (Роснефть) – вывод средств из компании через дебиторскую задолженность и займы. Восстановление финансовых показателей компании дает некоторые надежды на возврат к прежнему уровню дивидендов – 100-120 руб. на акцию.

Префам Башнефти немного не хватило стабильности выплат дивидендов и дивидендной доходности для попадания в дивидендный портфель. Однако оценка по DCF-модели **17 из 20**. Прогнозы прибыли компании обеспечивает столь высокую оценку. Рекомендация «**Strong Buy**» – **держат долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк**.

Татнефть Рост капитала

Уже к маю 2021 года компания вышла на докризисные уровни по добыче нефти. Несмотря на ожидаемую отмену налоговых льгот для высоковязкой нефти, Татнефти в 2021 году удалось показать отличный финансовый результат. Основная причина: стремительный рост цен на нефть и нефтепродукты.

Бумагам Татнефти не хватило стабильности выплат дивидендов и дивидендной доходности для попадания в дивидендный портфель. DCF-модель дает потенциал роста выше среднерыночного уровня – рейтинг **17 из 20** для обыкновенных и рейтинг **18 из 20** для привилегированных акции компании. Рекомендация «**Strong Buy**» – **держат долю акций выше уровня бенчмарка**. Прогнозы прибыли компании обеспечивает столь высокую оценку. Определенным негативом может являться покупка НПЗ у ТАИФа.

Лукойл Дивиденды Рост капитала

Восстановление мировой экономики позволяет оптимистично смотреть на акции ЛУКОЙЛА. Помимо роста цен на нефть, положительное влияние на динамику финансовых показателей в 2021 году оказали восстановление объемов добычи и переработки. Положительным моментом для финансовых результатов компании стал «обратный акциз», который в 2021 году вновь стал акцизом к получению из-за роста мировых цен на бензин и дизельное топливо.

Бумаги Лукойла имеют высокую оценку стабильности выплат дивидендов. В совокупности с дивидендной доходностью выше среднерыночных значений, акции компании подтверждают статус «дивидендного аристократа» и подходят для дивидендного портфеля.

Оценка по DCF-модели **14 из 20**. Рекомендация «**Buy**» – **держат долю акций выше уровня бенчмарка**.



МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫЧА

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

En+	Рост капитала
Русал	Рост капитала
ММК	Дивиденды, Рост капитала
НЛМК	Дивиденды, Рост капитала
Северсталь	Дивиденды, Рост капитала

Факторы оценки

Цены

Нам нравятся промышленные металлы и не очень нравится золото в 2022 году. Хотя, по большинству металлов, нас ожидает коррекция, цены останутся высокими или даже могут вырасти к концу года.

Налоги

Повышенный НДС заберет у металлургов сумму, эквивалентную 4-6% EBITDA. Неприятно. Мы учли в оценке данные изменения. Они играют относительно низкую роль в оценке компаний, гораздо важнее - будущие цены на продукцию металлургов.

Рынок

Мы считаем, что рынок продолжит оценивать металлургов достаточно высоко из-за их сильного бизнеса, хороших позиций на рынках и перспектив роста спроса и цен на длинном периоде.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Норникель	10	6	16	12
Полюс	3	6	9	9
НЛМК	10	6	16	18
Северсталь	10	6	16	16
Русал	1	1	2	20
Алроса	9	6	15	9
ММК	10	6	16	18
Полиметалл	7	10	17	10
ВСМПО-Ависма	3	3	6	2
EN plus	1	1	2	20
Распадская	9	4	13	5
Мечел	1	1	2	15
Петропавловск	1	1	2	7
ТМК	2	10	12	11
Лензолото	1	1	2	1
Ашинский МЗ	1	1	2	10
Мечел-п	10	5	15	15
Лензолото-п	1	6	7	1

Попадание в стратегии:

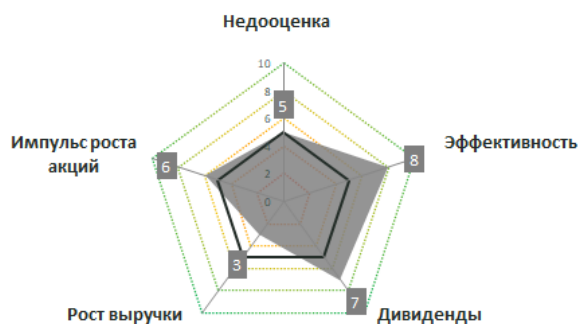
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний металлургического сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	
Недооценка	EV/EBIT	9.1	5 Medium
Эффективность	ROCE	26.8%	8 Strong
Дивиденды	Див доходность	11.5%	7 Strong
Рост выручки	ср в след 5 лет	1.2%	3 Weak
Импульс роста акций			6 Medium

данные Доходь

МЕТАЛЛУРГИЯ. НАШ ВЫБОР

En+ Рост капитала

По DCF-модели бумаги EN+ имеют наивысший потенциал роста. Основная причина – возможное раскрытие реальной стоимости доли в РУСАЛе. В перспективе возможна реорганизация РУСАЛа и En+, и переход на единую акцию.

Последние несколько лет компания не платит дивиденды. Однако хорошая рыночная конъюнктура на рынке алюминия дает шанс на возобновление выплат дивидендов в соответствии с дивидендной политикой компании.

По DCF-модели акции EN+, как и дочернего Русала имеют наивысший потенциал роста, **20 из 20**, рекомендация **«Strong Buy»**.

ММК Дивиденды Рост капитала

Восстановление спроса и стагнация предложения на рынке стальной продукции способствовали продолжению росту цен на сталь и в 2021 году. Мы ожидаем дивидендную доходность в следующие 12 месяцев на уровне 18-19%, что вкупе с достаточным уровнем стабильности выплат позволяет включить акции в **дивидендный портфель**. Аналогичные уровни дивидендной доходности мы ожидаем и у других представителей черной металлургии – НЛМК и Северсталь. Однако заметим, что столь высокие дивидендные выплаты у металлургов могут быстро закончиться, после прохождения циклического пика отрасли и восстановления торговых цепочек.

Несмотря на то, что наш долгосрочный прогноз предполагает определенную коррекцию цен на сталь с текущих рекордных уровней оценка по DCF-модели находится на довольно высоком уровне - **18 из 20**. Рекомендация **«Strong Buy»** - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**.

Северсталь Дивиденды Рост капитала

Наличие ресурсной обеспеченности по железной руде и экспортной ориентированности выделяют Северсталь среди российских металлургов. Ожидаемой дивидендной доходности и среднего уровня индекса стабильности DSI достаточно для попадания в портфель **дивидендной стратегии**.

Оценка по DCF-модели **16 из 20**. Рекомендация **«Buy»** - **держат долю акций выше уровня бенчмарка**. Относительно низкая оценка среди других металлургов обусловлена предыдущим стремительным ростом котировок акций. Налоговые нововведения не оказали значимого влияния на оценку компании.

Русал Рост капитала

Возможное раскрытие реальной стоимости пакета акций НорНикеля на балансе компании остается всё еще актуальной инвестиционной идеей. Переоценка может привести к росту собственного капитала РУСАЛа и сокращению дисконта по показателю P/BV. Отметим также сокращение долговой нагрузки компании, что в будущем откроет возможность выплаты дивидендов.

Дополнительный интерес к бумагам компании может быть вызван планируемым разделением компании путем операции spin off новой компании, в которую выделят высокоуглеродные активы. Стоимость двух активов (Al+ и новая компания) должна превысить нынешнюю стоимость из-за реализации этого скрытого потенциала.

Кроме того, мощным драйвером для котировок РУСАЛа служит рост цен на алюминий и никель на фоне восстановления спроса. Китай, крупнейший покупатель алюминия в мире, продолжит импортировать металл в 2021 и следующем годах в существенных объемах. РУСАЛ планирует увеличить выпуск алюминия в 2022 году до 4,3 млн тонн с 3,8 млн тонн в 2020-м за счет запуска Тайшетского завода.

Рост цен на алюминий и увеличение объемов производства позитивно сказывается на оценке РУСАЛа. Налоговые нововведения не оказали значимого влияния на оценку компании. Компания имеет оценку по DCF-модели **20 из 20**. Рекомендация **«Strong Buy»** - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**. Явным негативом для компании может являться возможное сокращение дивидендных выплат от ГКМ Норильский Никель по завершению акционерного соглашения.

НЛМК Дивиденды Рост капитала

Сильные результаты последних кварталов и текущая рыночная конъюнктура позволили менеджменту рекомендовать выплатить повышенные дивиденды, компенсируя снижение предыдущих выплат. Ожидаемой дивидендной доходности и среднего уровня индекса стабильности DSI достаточно для попадания в портфель дивидендной стратегии.

Оценка по DCF-модели **18 из 20**. Рекомендация **«Strong Buy»** - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**.



МЕТАЛЛУРГИЯ.

НА ЧТО ЕЩЕ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

НорНикель Дивиденды Рост капитала

НорНикель продолжает иметь одну из самых высоких рентабельностей на рынке, низкую долговую нагрузку, чему способствует значительный рост на цветные металлы.

Ожидаемой дивидендной доходности и среднего уровня индекса стабильности DSI достаточно для попадания в портфель **дивидендной стратегии**. DCF-модель дает оценку **13 из 20**. Рекомендация «**Вуу**» - **держат долю акций выше уровня бенчмарка**. В данный момент в своей модели компании мы закладываем ожидания по продолжению дивидендных выплат согласно существующей дивидендной политики. Однако по завершению акционерного соглашения в конце 2022 года есть риск изменения порядка дивидендных выплат, что может краткосрочно негативно повлиять на котировки акций. В долгосрочной перспективе частичная замена дивидендов на рост инвестиций положительно скажется на оценке будущих перспектив компаний. Налоговые нововведения не оказали значимого влияния на оценку компании.

Префы Мечела Рост капитала

Префы Мечела могут быть переоценены инвесторами более высоко на фоне очень высоких дивидендов, которые компания может выплатить в 2022 году и ожиданий сохранения дивидендной доходности выше рынка в последующие годы. Риск здесь, как обычно, связан не только с крайне высокой волатильностью бумаг, необходимостью согласования дивидендов с кредиторами, сложным рынком, но и относительной слабостью бизнес модели компании. На мировом рынке спрос на энергетический уголь находится на высоком уровне из-за роста цен на газ и относительно холодной погоды.

Цены на коксующийся уголь также резко выросли, фактически обратив вспять падение, которое последовало за ограничениями Китая на импорт угля из Австралии в конце 2020 г. Спрос вырос в Индии и ЕС, где производство стали восстанавливается после пандемии COVID-19. По консервативным оценкам дивидендная доходность по префам Мечела в ближайшие 12 месяцев составит около 20%. **Оценка по DCF-модели 15 из 20, что соответствует рекомендации - держать долю акций выше уровня бенчмарка.**

Новые налоги на металлургов

В 2021 году значительный выигрыш от мирового роста цен на металлы получила вся металлургическая отрасль. Данный факт, не мог остаться незамеченным со стороны государства, тем более система налогообложения металлургов была значительно мягче относительно другой сырьевой отрасли - нефтедобычи. С 1 августа по 31 декабря 2021 г. были введены временные пошлины на продукцию черной и цветной металлургии, которые в целом обошлись в 160 млрд руб. Далее, после долгих обсуждений, первоначальные запросы Правительства были уменьшены и с 1 января 2022 года меняются формулы расчета НДС на металлы и сырье, а размер налоговых выплат привязывается к мировым котировкам.

Повышенный НДС заберет у компаний-плательщиков сумму, эквивалентную 4–6% EBITDA, при том, что по данным ФНС, налоговая нагрузка этих отраслей в среднем чуть выше общероссийской средней: 11,4% от оборота против 11,2%. В целом, повышение НДС и введение акциза на сталь в 2022-2024 гг. даст бюджету 522 млрд руб.

Мы учли данные изменения, они играют относительно низкую роль в оценке компаний, гораздо важнее - будущие цены на продукцию металлургов.



ХИМИЯ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

Фосагро	Дивиденды	Рост капитала
Акрон	Дивиденды	Рост капитала
НКНХ-п	Дивиденды	Рост капитала
НКНХ		Рост капитала

Факторы оценки

Цены

Ценовые условия в секторе выглядят благоприятно. Спрос также выглядит сильным как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

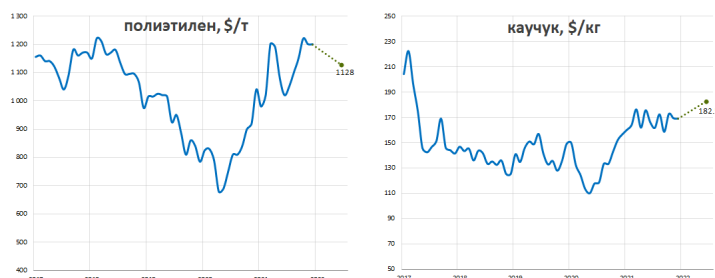
Производство

Европейские производители вынуждены сокращать выпуск удобрений, несмотря на рост спроса. У российских производителей удобрений имеется преимущество, поскольку они получают электроэнергию и газ по регулируемым государством тарифам, которые значительно ниже мировых.

Рынок

Потенциал для более высокой оценки по многим компаниям сектора ограничен, но при справедливой стоимости (ожидаемой доходности рынка) здесь можно найти хорошие дивидендные истории.

Динамика цен на полиэтилен и каучук



данные Доходь, Refinitiv, LME, Steel Home

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Фосагро	7	10	17	12
Акрон	5	9	14	9
НКНХ	9	4	13	19
Казаньоргсинтез	5	6	11	4
Куйбышевазот	2	3	5	14
НКНХ-п	10	4	14	19
Казаньоргсинтез-п	1	10	11	1
Куйбышевазот-п	2	3	5	14

Попадание в стратегии:

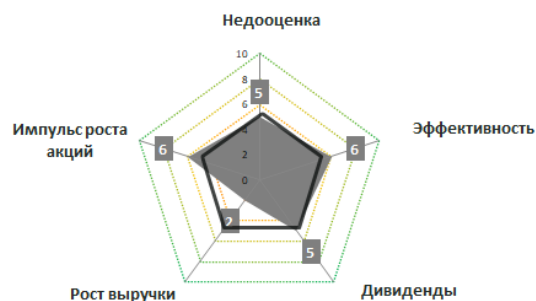
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний сектора химии по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	
Недооценка	EV/ЕБИТ	9.7	5 Medium
Эффективность	ROCE	36.9%	6 Medium
Дивиденды	Див доходность	7.8%	5 Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	1.0%	2 Very Weak
Импульс роста акций			6 Medium

данные Доходь



ХИМИЯ. НАШ ВЫБОР

НКНХ

Дивиденды

Рост капитала

Важным событием 2021 года стала новость об объединении компании СИБУР и ТАИФ (головная компания для НКНХ). Периметр сделки предполагал, что со стороны ТАИФа в объединенную компанию войдут ТГК-16, Казаньоргсинтез, Нижнекамскнефтехим и само АО «ТАИФ». По нашему мнению, данная сделка не окажет негативного влияния на миноритарных акционеров НКНХ, так как она проходит выше на один уровень владения и все планы по развитию компании остаются в силе. О выкупе акций НКНХ со стороны СИБУРа заявлений не было. Ожидания по прежнему уровню дивидендных выплат остаются в силе. Существует определенная вероятность пропуска очередных дивидендов по соображениям налогообложения, однако в дальнейшем она будет восполнена дополнительными выплатами.

Компания имеет низкую долговую нагрузку, относительно высокие показатели эффективности и недооценку по основным фундаментальным показателям. Эффекты от введения новых мощностей по каучуку и этилену положительно скажутся на будущих результатах. При относительно низких показателях стабильности роста и выплат DSI, высокая ожидаемая дивидендная доходность делает возможным прохождение привилегированных акций НКНХ в портфель по **дивидендной стратегии**.

По нашей DCF-модели бумаги компании имеют высокий потенциал роста, у обыкновенных и привилегированных акций оценка **19 из 20**. Рекомендация **«Strong Buy»** - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**.

Фосагро

Дивиденды

Финансовые показатели компании в 2021 года продемонстрировали отличные итоги. Позитив в отчетности обусловлен бурным ростом цен на удобрения.

При относительно высоких показателях стабильности роста и выплат DSI, дивидендной доходности достаточно для прохождения в портфель по **дивидендной стратегии**. По нашей DCF-модели компания имеет средний потенциал по причине стремительного роста котировок ранее, оценка **12 из 20**. Рекомендация **«Hold»** - **держат долю акций на уровне бенчмарка**.

Акрон

Дивиденды

Котировки на аммиак, карбамида, аммиачную селитру и КАС в 2021 году вернулись на максимальные значения за последние несколько лет. Это в совокупности с ростом производства позволило компании показать отличные результаты года. Кроме того, Акрон в 2021 году выполнил свои обещания по выплате крупных дивидендов к концу года. Достаточно высокие показатели стабильности роста и выплат DSI, а также ожидаемая дивидендная доходность позволяют уверенно войти в портфель по **дивидендной стратегии**. По нашей DCF-модели компания имеет средний потенциал роста, оценка **9 из 20**, по причине стремительного роста котировок. Рекомендация **«Hold»** - **держат долю акций на уровне бенчмарка**.



СЕКТОР ЭНЕРГЕТИКИ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

ОГК-2

Дивиденды

Рост капитала

Факторы оценки

ДПМ

Ключевым событием для сектора генерации в ближайшие годы станет начало инвестиционных программ (ДПМ-2), которые заставят компании увеличить капитальные затраты. Их рост приведет к сокращению свободного денежного потока и оказывает давление на дивидендные выплаты, что негативно скажется в краткосрочном периоде на отрасли в целом, но будет давать дополнительный прирост в прибыльности компаний в будущем.

Драйверами роста котировок некоторых энергокомпаний (ИНТЕР РАО, ТГК-1, Юнипро, Энел) могут стать сделки M&A.

Рынок

Лучше рынка должны выглядеть те представители сектора, которые дольше других будут получать повышенные платежи за мощность в рамках текущей программы ДПМ. В 2020-2021 годах компании по программе ДПМ прошли пик платежей, но по мере выхода из программы в 2022-2025 годах платежи существенно снизятся, что отразится в финансовых результатах компаний.

Основной проблемой здесь является недостаточный контроль компаний над своими доходами. Текущий подход к регулированию продолжит отпугивать инвесторов и дальше. Но некоторые триггеры, типа перехода Россетей на одну акцию, может запустить процесс переоценки сектора.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Интер РАО	3	8	11	10
Русгидро	7	6	13	13
Россети	7	8	15	16
ФСК ЕЭС	7	6	13	15
МРСК Северного Кавказа	1	1	2	1
Юнипро	9	8	18	8
Ленэнерго	2	5	7	6
Мосэнерго	4	6	10	8
ОГК-2	9	10	19	19
МОЭСК	8	5	13	6
ТГК-1	8	10	18	16
МРСК Сибири	1	1	2	1
Энел	6	5	11	15
МРСК Центра и Приволжья	6	3	9	19
МРСК Центра	7	3	10	14
МРСК Урала	1	8	9	10
МРСК Волги	1	6	7	7
МРСК Юга	1	1	2	5
МРСК СЗ	4	4	8	7
Россети-п	8	5	13	11
Ленэнерго-п	8	5	13	9

Попадание в стратегии:

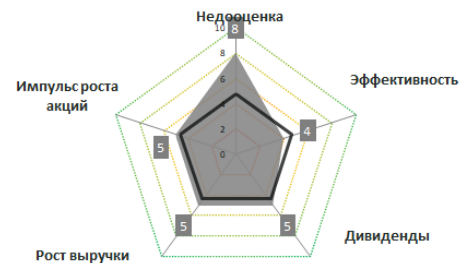
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний энергетического сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка		
Недооценка	EV/EBIT	6.2	8	Strong
Эффективность	ROCE	9.0%	4	Weak
Дивиденды	Див доходность	8.0%	5	Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	3.0%	5	Medium
Импульс роста акций			5	Medium

данные Доходь



ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

ОГК-2 Дивиденды Рост капитала

ОГК-2 одна из последних компаний электроэнергетики, кто всё еще в полную силу пользуется повышенной выручкой от программ ДПМ-1. Пик платежей приходится на 2020-2022 гг. В последующие годы они будут сокращаться с практически полным обнулением после 2025 года. По мультипликаторам ОГК-2 имеет недооценку, рентабельность на среднем для рынка уровне. В 2021 году наблюдается мощное постпандемийное восстановление выработки электроэнергии и выручки.

Прогноз дальнейшей прибыли по DCF-модель дает оценку **19 из 20**. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**. Компания также проходит в **дивидендный портфель**.

НА ЧТО ЕЩЕ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

Россети Дивиденды Рост капитала

Увеличение энергопотребления на фоне роста деловой и социальной активности нашло свое отражение в финансовых результатах Россетей в 2021 году. По итогам 9 месяцев 2021 г. выручка от передачи электроэнергии выросла на 10,6%. Высокая ожидаемая дивидендная доходность и средняя стабильность выплат позволяет обыкновенным акциям компании входить в состав **дивидендного портфеля**.

Оценка обыкновенных акций по DCF-модели **16 из 20**. Рекомендация «**Buy**» - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**. В данный момент в нашу модель по компании еще не заложены параметры, касаемые перехода на единую акцию со своими дочерними компаниями, а также новая дивидендная политика. Потенциально появление новостей по данным вопросам послужит триггером к улучшению оценки компании.

МРСК Центра и Приволжья Рост капитала

В целом хорошая компания, но слабая возможность контролировать собственные доходы из-за особенностей регулирования создает основу для более низкой оценки. Снижение дивидендов в последнее время - доказательство этому.

Мы ожидаем, что дивидендная доходность акций компании в ближайшие годы останется на уровне около 9-10%. Однако бумаги компании не попадают в дивидендный портфель из-за низкого показателя стабильности роста и выплат DSI.

В 2021 году наблюдается восстановление объемов выручки в сравнении с кризисным 2020 годом. Отметим, что по итогам 9 месяцев 2021 года выручка от передачи электроэнергии выросла на 10,5% за счет увеличения полезного отпуска (+2,5%) и тарифов (+7,9%). DCF-модель дает оценку **19 из 20**.

ТГК-1 Дивиденды

Результаты компании за 9 месяцев 2021 года неожиданно оказались не столь плохими, как ожидали из-за сокращения платежей за мощность по ДПМ. Однако в будущем падение показателей будет неминуемо. Возможностью для раскрытия стоимости компании могла бы стать активизация со стороны Fortum по вопросу выхода из капитала ТГК-1.

Ожидаемой дивидендной доходности и высокого индекса стабильности DSI достаточно для попадания в портфель дивидендной стратегии. Оценка по DCF модели - **16 из 20**. Рекомендация - **держат долю акций выше уровня бенчмарка**. Получение столь высокой оценки, несмотря на будущее падение доходов от платежей за мощность по ДПМ, связано с относительно низкими мультипликаторами компании ($P/E_{2021} = 3,3$ и $P/BV_{2021} = 0,3$), а также ростом доходов от продажи электроэнергии. Последний факт связан с увеличением спроса, который был вызван более низкими температурами в зимние кварталы, а также с ростом цен электроэнергии на «свободном рынке», кроме того, складывается отличная рыночная конъюнктура на Nord Pool (энергетическая биржа Северной Европы), что приводит к росту экспортной выручки.

Юнипро Дивиденды

В 2021 году произошло долгожданное завершение ремонта на энергоблоке №3 Березовской ГРЭС и возобновление платежей по ДПМ, что способствовало росту выручки и прибыли. Руководство Юнипро подтвердило озвученные ранее планы по выплате дивидендов по 20 млрд руб. ежегодно в ближайшие годы.

Ожидаемой дивидендной доходности на уровне около 12% достаточно для сохранения места в дивидендной стратегии. Однако из-за низкой оценки по DCF модели - **8 из 20** - бумаги Юнипро не прошли фильтр по потенциалу роста и **не попали в дивидендный портфель**. Рекомендация - **держат долю акций ниже уровня бенчмарка**.



ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

М.Видео	Дивиденды	Рост капитала
Магнит	Дивиденды	Рост капитала
Русарго		Рост капитала

Факторы оценки

Инфляция

Хотя инфляция и снижает потребительский спрос, большинство компаний сектора имеют хорошие шансы "уловить" этот фактор в своих финансовых показателях и оценке.

Рынок

Мы ожидаем, что при успешном восстановлении после пандемии средний темп роста выручки компаний сектора составит более 8% в ближайшие несколько лет. Рост выручки повысит показатели операционной маржи и чистой прибыли.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Fix Price	1	1	2	3
Магнит	5	10	15	11
X5 Retail Group	6	5	11	8
Ozon	1	1	2	3
Русарго	8	5	13	14
Черкизово	4	5	9	12
Аптеки 36,6	1	1	2	1
Лента	1	1	2	16
Детский мир	7	6	13	11
М.Видео	10	4	14	17
Белуга Групп	3	3	6	7
Русская Аквакультура	2	3	5	8
ОКЕЙ	3	6	9	10

Попадание в стратегии:

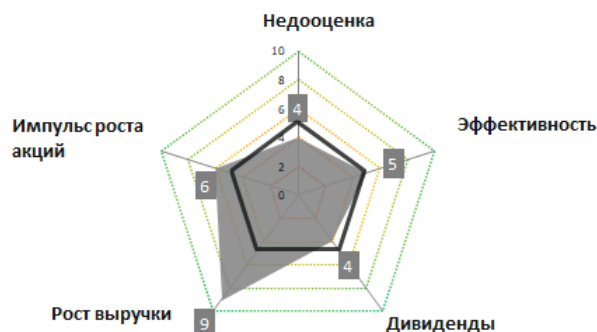
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний потребительского сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка
Недооценка	EV/ЕБИТ	9.8	4 Weak
Эффективность	ROCE	14.5%	5 Medium
Дивиденды	Див доходность	5.2%	4 Weak
Рост выручки	ср в след 5 лет	8.6%	9 Very Strong
Импульс роста акций			6 Medium

данные Доходь



ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР. НАШ ВЫБОР

М.Видео

Дивиденды

Рост капитала

Акции компании в 2021 году испытали довольно сильную коррекцию котировок несмотря на то, что финансовые результаты достаточно активно восстанавливаются после ковидных ограничений. М.Видео представила довольно амбициозную программу развития на период до 2025 года, с целью по валовой выручки в 1 трлн руб., что предполагает среднегодовые темпы роста (CAGR) продаж порядка 15% в 2021-2025 гг. Консервативно заложив данные прогнозы в нашу модель мы получаем достаточно высокую оценку компании.

По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка **17 из 20**. Рекомендация **«Strong Buy»** - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка**. Отметим усиление конкуренции на рынке онлайн-торговли. Бумаги М.Видео обладают достаточно высокой ожидаемой дивидендной доходностью (около 14%), что позволяет включить акции в **дивидендную стратегию**.

Магнит

Дивиденды

Рост капитала

Значительным событием 2021 года для Магнита стала новость о приобретении сети Дикси. Кроме того, Магнит продолжает органический рост: за 9 месяцев 2021 года было открыто более 1200 магазинов: 700+ магазинов «у дома» и 500+ «дрогери».

При высокой долговой нагрузке Магнит продолжает платить большие дивиденды частично из заемных средств, дорогая оценка по EV/EBIT и средние показатели эффективности оказывают давление на совокупную оценку. Ожидаемая дивидендная доходность и индекс стабильности дивидендов позволяют включить акции в дивидендную стратегию. DCF-модель дает оценку **11 из 20**. Рекомендация **«Hold»** - **держат долю акций на уровне бенчмарка**. Достаточно низкая оценка связана с предыдущим ростом котировок компании.

НА ЧТО ЕЩЕ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

Русагро

Рост капитала

В Русагро на данный момент входят сахарный, мясной, масложировой и сельскохозяйственный сегменты. Мы видим дальнейший потенциал роста бизнеса, перспективы выхода на новые рынки сбыта, в первую очередь, Китай. Рост цен на сахар и свинину, а также значительные суммы чистой прибыли от переоценки биологических активов позволяют Русагро показать рекордную прибыль по итогам 2021 года. Взгляд на перспективы 2022 года является также положительным. Ожидаемая дивидендная доходность около 12,7%.

По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка **14 из 20**. Рекомендация **«Buy»** - **умеренная недооценка (доля в портфеле выше, чем в бенчмарке)**.



ТЕЛЕКОМЫ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

АФК Система	Рост капитала
МТС	Дивиденды
	Рост капитала

Факторы оценки

Рынок

В следующем году мы ожидаем небольшой рост выручки отрасли. Из-за снижения рентабельности на фоне увеличения капитальных затрат, прибыль компаний покажет незначительный рост.

Сильный бизнес и текущая оценка

Именно эти два фактора являются решающими здесь. Рост выручки, по-видимому будет небольшим и на первый план выйдут долгосрочные ожидания и то, как много за них нужно заплатить.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
МТС	8	5	13	12
Ростелеком	4	8	12	9
Система	2	9	11	20
МГТС	4	3	7	2
Ростелеком-п	4	8	12	9
МГТС-п	7	3	10	4

Попадание в стратегии:

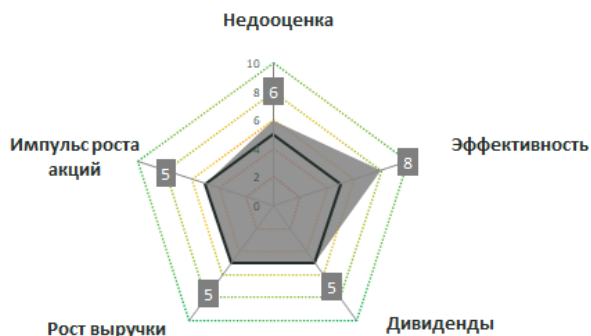
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний сектора телекомов по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка
Недооценка	EV/EBIT	8.5	6 Medium
Эффективность	ROCE	15.0%	8 Strong
Дивиденды	Див доходность	6.4%	5 Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	2.3%	5 Medium
Импульс роста акций			5 Medium

данные Доходь



ТЕЛЕКОМЫ: НАШ ВЫБОР

АФК Система

Рост капитала

АФК Система осуществила переход на модель работы в качестве инвестиционного фонда, то есть компания будет не операционным холдингом, а управляющей компанией пакетами акций. Бизнес-модель компании заключается в идее инвестировать в компании роста, и уже в стадии насыщения выходить из них (пример - Детский мир).

В данный момент существует значительная недооценка относительно суммы активов внутри холдинга. Успешный вывод на IPO - Озон и Сегежа. В очереди - Степь, Биннофарм, Медси, МТС-банк. Есть активы, которые еще не видит рынок, но имеют хороший потенциал для развития. В перспективе ожидается рост дивидендов. Долг корпоративного центра вышел в комфортную зону. Система осуществляет выкуп собственных акций.

Ожидаемая низкая дивиденная доходность не позволяет включить акции в дивидендную стратегию. По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка 17 из 20, что соответствует рекомендациям «Strong Buy» - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.**

МТС

Дивиденды

Рост капитала

МТС находится в начале значительной трансформации, которая в итоге должна привести к рывку результатов компании и увеличению акционерной стоимости. Активно развивается экосистема МТС (МТС Музыка, онлайн-кинотеатр KION и прочее) не связанная с телеком-бизнесом. Появились планы создания дочерней компании МТС, которая за счет собственных облачных и инфраструктурных ресурсов будет реализовывать масштабные цифровые проекты. Кроме того, в данный момент обсуждается идея сделать IPO МТС-банка, также выделить и продать башенные активы.

Ожидаемая дивидендная доходность акций компании в ближайшие 12 месяцев составит около 12,5%. Помимо выплаты отличных дивидендов компания регулярно осуществляет выкуп собственных акций. Ожидается, что погашение казначеских акций (более 14% капитала) приведет к дальнейшему росту размера дивиденда на одну акцию.

По нашей DCF-модели компания имеет оценку 15 из 20, что соответствует рекомендации «Hold» - **оценка по рынку (доля в портфеле на уровне бенчмарка).**



ФИНАНСЫ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021
Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Металлы 48%	Химия 65%	Химия 287%
Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Потребсектор 43%	Финансы 39%	Металлы 216%
Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Финансы 21%	Нефть и газ 24%	Финансы 186%
Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 16%	Индекс МосБ 14%	Индекс МосБ 168%
Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Энергетика 14%	Металлы 5%	Нефть и газ 156%
Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Индекс МосБ 8%	Потребсектор -3%	Энергетика 142%
Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Телекомы 7%	Телекомы -12%	Потребсектор 52%
Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -16%	Энергетика -16%	Телекомы 39%

данные Доходь, Refinitiv на 29.12.2021

Наш выбор

Сбербанк (ао и п)	Дивиденды	Рост капитала
Банк Санкт-Петербург		Рост капитала

Факторы оценки

Рынок

Мы считаем, что коррекция цен в конце 2021 года создает неплохие возможности для наращивания позиций в акциях сектора.

Денежный поток и его использование

Важно как именно компании сектора распорядятся высоким денежным потоком по итогам 2021 года. Выиграют те, кто в погоне за расширением экосистем, не упустят эффективность инвестиций и поделятся дивидендами с акционерами.

Риски

Прибыльность в 2022 году банковскому сектору обеспечат ипотека и кредиты для МСБ: их портфель может вырасти на 16-18 и 15-17% соответственно. Рост потребительских кредитов замедлится вдвое — до 10-12% по итогам года из-за действий ЦБ по охлаждению рынка.

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Сбербанк	6	10	16	17
TCS Group (Тинькофф)	1	5	6	4
ВТБ	9	6	15	6
Мосбиржа	4	9	13	6
МКБ	1	1	2	11
СПБ Биржа	1	1	2	2
Сафмар Фин	1	1	2	5
Ренессанс страхование	1	1	2	3
Банк Санкт-Петербург	5	6	11	17
Сбербанк-п	6	10	16	19

Попадание в стратегии:

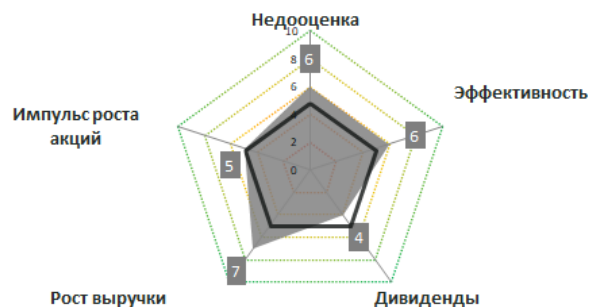
- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь

Медианные оценки компаний финансового сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка	
Недооценка	P/BV	1.2	6	Medium
Эффективность	ROE	18.8%	6	Medium
Дивиденды	Див доходность	4.1%	4	Weak
Рост выручки	ср в след 5 лет	6.3%	7	Strong
Импульс роста акций			5	Medium

данные Доходь



ФИНАНСЫ. НАШ ВЫБОР

Сбербанк

Дивиденды

Рост капитала

После падения финансовых результатов в 2020 году из-за роста резервирования в связи с увеличением оценки риска по кредитному портфелю в 2021 году Сбербанк показывает обратную тенденцию. Банк сможет получить рекордную прибыль (около 1,2 трлн руб.), в том числе из-за роспуска резервов. Отметим, что Сбербанк активно развивает небанковские услуги и создает свою экосистему (логистика, онлайн-торговля, развлечения, здравоохранение и образование).

Ожидаемая дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций на уровне 9-10% и высокая стабильность выплат позволяют включить их стратегию по дивидендам.

По нашей DCF-модели банк имеет потенциал роста выше среднего, оценка **17 из 20** по обыкновенным и **19 из 20** по привилегированным, что соответствует рекомендациям «**Strong Buy**» - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.**

Банк Санкт-Петербург

Рост капитала

Банку Санкт-Петербург в 2021 году удалось значительно повысить рентабельность капитала в диапазон 15-16%, главным образом, за счет роста комиссионных доходов и доходов от операций на финансовых рынках, а также сокращения расходов от создания резервов.

Относительно низкий уровень дивидендной доходности не позволяет акциям Банка Санкт-Петербург попасть в наш дивидендный портфель. По нашей DCF-модели банк имеет оценку **17 из 20** по обыкновенным акциям, что соответствует рекомендациям «**Strong Buy**» - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке.**

НА ЧТО ЕЩЕ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

ВТБ

Бумаги ВТБ могли претендовать на попадание в дивидендный портфель с ожидаемой дивидендной доходностью около 13,5% и приемлемым уровнем индекса стабильности выплат DSI, но из-за низкой оценки по **DCF-модели - 6 из 20** - они не проходят фильтр по потенциалу роста. **Рекомендация - держать долю акций ниже уровня бенчмарка.**



ПРОЧИЕ СЕКТОРА

Наш выбор

Эталон	Дивиденды	Рост капитала
Сегежа		Рост капитала

Оценки компаний по стратегиям

	Дивидендная			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
Яндекс	1	1	2	2
ПИК	2	5	7	6
ГК Самолет	1	1	2	2
HeadHunter	1	5	6	3
Совкомфлот	2	1	3	8
Сегежа	3	1	4	12
Аэрофлот	1	1	2	2
НМТП	6	8	14	6
Globaltrans	5	5	10	7
United Medical Group	6	1	7	5
Softline	1	1	2	4
Камаз	1	1	2	3
MD Medical Group	3	9	12	5
ЛСР	9	6	15	18
Группа Позитив	1	1	2	7
QIWI	10	5	15	10
Эталон	9	6	15	20
Мостотрест	1	3	4	1
ОВК	1	1	2	14
Соллерс	1	1	2	12
HMS Group	2	6	8	18

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ПРОЧИЕ СЕКТОРА. НАШ ВЫБОР

Эталон Дивиденды Рост капитала

Компания фокусируется на жилой недвижимости комфорт, бизнес и премиум-класса в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге. Компания активно инвестирует в земельный банк, закладывая новую базу проектов. Эталон обладает самой высокой маржой валовой прибыли среди представителей строительного сектора.

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

Компания ранее озвучивала планы по ежегодным выплатам в размере 40-70% от чистой прибыли по МСФО, но не менее 12 руб. на акцию. Однако по итогам 2020 года Эталон выплатил 9,39 руб. Уровня стабильности дивидендов DSI и размера дивидендов достаточно для включения акций в дивидендную стратегию.

Сегежа Рост капитала

Интересные перспективы роста бизнеса, мажоритарный акционер ставит целью создание лидера в лесопромышленной отрасли как путем консолидации (сделки M&A), так и с помощью органического роста (большая инвест. программа – «Сегежа Запад» и т.д.). Отличные текущие финансовые результаты были получены на фоне роста цен на пиломатериалы. В ближайшее время не ожидается существенной коррекции цен на продукцию компании. Несмотря на то, что Сегежу можно назвать «компанией роста», ей удалось осуществить крупные дивидендные выплаты за 9 мес. 2021г. - 6,6 млрд руб., хотя ранее были озвучены планы по выплате дивидендов в 2021-2023 гг. лишь на уровне 3-5,5 млрд руб. в год. Ожидаемая дивидендная доходность в следующие 12 месяцев равна 5%. Оценка по DCF-модели **12 из 20**, что соответствует рекомендации - **держать долю акций по уровню бенчмарка.**

НА ЧТО ЕЩЕ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ

Группа Позитив Рост капитала

Амбициозные планы руководства об опережающем росте бизнеса (50+% в год) в связи с выходом на рынок нового метапродукта maxpatrol O2, увеличении расходов российских компаний на кибербезопасность и проведения протекционистской политики со стороны государства делают эту бумагу классической акцией роста.

Определенным риском для АО «Группа Позитив» является нахождение одной из дочерних компаний в американском списке санкционных компаний.

При IPO мы оценили потенциал бумаги в 7 баллов из 10 - что необычно много для нас. Эта акция с высокой вероятностью попадет в наши портфели акций роста.

ЛСР Рост капитала Дивиденды

По мультипликаторам ЛСР оценивается дешевле рынка. После успешного предыдущего года в 2021 году рост цен не смог компенсировать падение продаж. Однако в дальнейшем мы ожидаем рост доходов на фоне планируемых ежегодных продаж порядка 1 млн м2. Определенным риском для всех девелоперов, включая Эталон и ЛСР, является опасность снижения уровня маржинальности работы на фоне инфляционного скачка цен на сырье, кроме того, высокие ставки ЦБ в итоге негативно влияют на уровень спроса со стороны «ипотечных» покупателей. Данные риски учтены в оценке строительных компаний, однако относительная недооценка делает их привлекательными для инвестиций.

ЛСР необходимо увеличить дивиденды, чтобы повысить свою оценку в 2022 году.

MD Medical Group Рост капитала

Акции компании довольно сильно прибавили в цене за последнее время, и дорого оценены рынком. Однако, нам нравится бизнес и качество управления компанией. Мы не исключаем более высокую оценку бумаг за счет более быстрого разития группы. Эти бумаги входят в наш портфель акций роста.

HMS Group Рост капитала

Зрелый устойчивый машиностроительный бизнес (производство насосов, компрессоров и т.д.) с умеренным уровнем капитальных затрат, гибкой дивидендной политикой и отсутствием планов на M&A в ближайшее время.

Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев составляет около 6,6%. Главным драйвером для переоценки бумаг Группы ГМС будет являться кратный рост дивидендов. Потенциально дивидендная доходность может вырасти в 2 раза при улучшении финансовых показателей в будущем.

Однако инвесторам не нравится низкая диверсификация клиентской базы компании. Это создает некоторую неопределенность и тормозит переоценку акций.

ОБЩИЙ РЕЙТИНГ АКЦИЙ ПО СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКЕ

КЛЮЧЕВЫЕ МОМЕНТЫ ПО КОМПАНИЯМ В КОММЕНТАРИЯХ НАШИХ АНАЛИТИКОВ

№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
1	En+ Group	Возможное раскрытие реальной стоимости доли в РУСАЛе. В перспективе возможна реорганизация РУСАЛа и En+, и переход на единую акцию может служить мощным драйвером для переоценки бумаг EN+. Хорошая рыночная конъюнктура на рынке алюминия в 2021 году дает шанс на возобновление выплат дивидендов	20	Strong Buy
2	Эталон	Компания фокусируется на жилой недвижимости комфорт, бизнес и премиум-класса в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге. Эталон активно инвестирует в земельный банк, закладывая новую базу проектов, обладает самой высокой маржой валовой прибыли среди представителей строительного сектора. Высокие кредитные ставки будут играть отрицательную роль.	20	Strong Buy
3	Газпром	Грандиозный рост цен на газ в Европе и Азии, рост операционных и финансовых показателей. Ожидается ввод в работу трубопровода Северный поток-2. Развитие газоперерабатывающих проектов (ввод Амурского ГПЗ, начало реализации масштабного проекта в Усть-Луге). Ожидается кратный рост дивидендов за 2021 год относительно прошлого года (45-50 руб. на акцию, за 2022 год - 60 руб.).	20	Strong Buy
4	АФК Система	Существует значительная недооценка относительно суммы активов внутри холдинга. Успешный вывод на IPO - Озон и Сегежа. В очереди - Степь, Биннофарм, Медси, МТС-банк. Есть активы, которые еще не видит рынок, но имеют хороший потенциал для развития. В перспективе ожидается рост дивидендов. Долг корпоративного центра вышел в комфортную зону. Система осуществляет выкуп собственных акций.	20	Strong Buy
5	Русал	Возможное раскрытие реальной стоимости пакета акций НорНикеля на балансе компании. Возможна реорганизация РУСАЛа и En+, и переход на единую акцию. Сокращение долговой нагрузки компании откроет в будущем возможность выплаты дивидендов. Планируется разделение компании путем операции spin off новой компании, в которую выделят высокоуглеродные активы. Стоимость двух активов (Al+ и новая компания) должна превысить нынешнюю стоимость из-за реализации этого скрытого потенциала. Потенциально возможен значительный рост цен на алюминий (до 3000-3500 долл за тонну). Китай, крупнейший покупатель алюминия в мире, продолжит импортировать металл в 2021 и следующем годах в существенных объемах. РУСАЛ планирует увеличить выпуск алюминия в 2022 году до 4,3 млн тонн с 3,8 млн тонн в 2020-м за счет запуска Тайшетского завода.	20	Strong Buy
6	НКНХ	Ожидания рекордной прибыли и крупных дивидендов по итогам 2021 года на фоне значительного повышения цен на пластики. Слабый рубль также положительно влияет на показатели компании. Основное строительство олефинового комплекса «Этилен-600» должно быть закончено до конца 2022 года, а через полгода после этого - выпущена первая продукция. Слияние СИБУРа и головной компании ТАИФ не должна оказать негативного влияния на миноритарных акционеров НКНХ.	19	Strong Buy
7	ОГК-2	Пик платежей по ДПМ-1 приходится на 2020-2022 гг. В последующие годы они будут сокращаться с практически полным обнулением после 2025 года. В 2021 году наблюдается мощное постпандемное восстановление выработки электроэнергии и выручки за счет восстановления деловой активности. Ожидаемая дивидендная доходность 13,5%.	19	Strong Buy
8	МРСК Центра и Приволжья	В 2021 году наблюдается восстановление объемов выручки в сравнении с кризисным 2020 годом. Отметим, что по итогам 9 месяцев 2021 года выручка от передачи электроэнергии выросла на 10,5% за счет увеличения полезного отпуска (+2,5%) и тарифов (+7,9%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Компания недооценена по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,4 и P/E2021=2,8). Однако компания имеет слабый контроль над своими доходами, поэтому возможность роста оценки ограничена.	19	Strong Buy
9	НКНХ-п	Ожидания рекордной прибыли и крупных дивидендов по итогам 2021 года на фоне значительного повышения цен на пластики. Слабый рубль также положительно влияет на показатели компании. Основное строительство олефинового комплекса «Этилен-600» должно быть закончено до конца 2022 года, а через полгода после этого - выпущена первая продукция. Слияние СИБУРа и головной компании ТАИФ не должна оказать негативного влияния на миноритарных акционеров НКНХ.	19	Strong Buy
10	Сбербанк-п	Сбербанк является бенефициаром восстановления экономики. Несмотря на падение финансовых показателей по итогам 2020 года, банк сохранил высокие дивиденды. Ожидается, что по итогам 2021 года Сбербанк сможет достигнуть рекордных показателей по прибыли (около 1,2 трлн руб). Ожидаемая высокая дивидендная доходность обыкновенных акций 9,2% и привилегированных 9,4% позволяют включить акции в дивидендный портфель.	19	Strong Buy

№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
11	HMS Group	Компания имеет сильную зависимость от восстановления нефтегазовой отрасли (около 50% выручки в 2020г приходилось на долю нефтегазодобывающего сегмента, 14% – на долю транспортировки нефти и газа) и нескольких ключевых клиентов. Восстановление цен на нефть способствовало росту капитальных затрат в отрасли в начале 2021 года, что может поддержать финансовые результаты за соответствующий период. Восстановление экономической активности будет способствовать поддержке финансовых показателей. Главным драйвером для переоценки бумаг Группы ГМС будет являться увеличение дивидендов.	19	Strong Buy. С оговоркой на высокий риск
12	ЛСР	Компания сохраняет недооценку по мультипликаторам и высокую потенциальную дивидендную доходность. Определенным риском для всех девелоперов является снижение маржинальности на фоне инфляционного скачка цен на сырье и переход на эксроу-счета, кроме того, высокие ставки ЦБ в итоге негативно влияют на уровень спроса со стороны «ипотечных» покупателей. ЛСР необходимо повышать и стабильно выплачивать дивиденды, чтобы реализовать потенциал повышения оценки акций.	18	Strong Buy
13	ММК	Восстановление спроса и стагнация предложения на рынке стальной продукции способствовали продолжению роста цен на сталь и в 2021 году. Мы ожидаем дивидендную доходность в следующие 12 месяцев на уровне 18-19%	18	Strong Buy
14	Сургутнефтегаз-п	Главной особенностью компании является большая накопленная денежная позиция. Ослабление рубля приводит к росту прибыли и дивидендов за счет переоценки валютной «подушки» и наоборот. Недооценка по мультипликаторам обусловлена непрозрачной корпоративной структурой компании. После крупных дивидендов за 2020 год (6,72 руб.) уже по итогам 2021 года наши дивидендные ожидания по привилегированным акциям находятся на уровне 3,2-3,5 руб. Это вечно недооцененная компания, но для долгосрочных портфелей в российских условиях подходит неплохо.	18	Strong Buy
15	НЛМК	Сильные результаты последних кварталов и текущая рыночная конъюнктура позволили менеджменту рекомендовать выплатить повышенные дивиденды, компенсируя снижение предыдущих выплат. Мы ожидаем дивидендную доходность в следующие 12 месяцев на уровне 19%. Введенные Правительством РФ экспортные пошлины не привели к значительному снижению прибыли.	18	Strong Buy
16	Татнефть-п	По форвардным мультипликаторам бумаги Татнефти находится на приемлемых уровнях. Уже к маю 2021 года компания вышла на докризисные уровни по добыче нефти. Несмотря на ожидаемую отмену налоговых льгот для высоковязкой нефти, Татнефти в 2021 году удалось показать отличный финансовый результат. Основная причина: стремительный рост цен на нефть и нефтепродукты. Дивидендная доходность привилегированных акций в ближайшее 12 месяцев составляет 11%.	18	Strong Buy
17	Банк Санкт-Петербург	Банку Санкт-Петербург в 2021 году удалось значительно повысить рентабельность капитала в диапазон 15-16%, главным образом, за счет роста комиссионных доходов и доходов от операций на финансовых рынках, а также сокращения расходов от создания резервов. Осуществил погашение акций, рост дивидендов, низкая оценка банка (P/BV2021=0,4, P/E2021=2,4). Ожидаемая дивидендная доходность равна 8,4%.	17	Strong Buy
18	Сбербанк	Сбербанк является бенефициаром восстановления экономики. Несмотря на падение финансовых показателей по итогам 2020 года, банк сохранил высокие дивиденды. Ожидается, что по итогам 2021 года Сбербанк сможет достигнуть рекордных показателей по прибыли (около 1,2 трлн руб). Ожидаемая высокая дивидендная доходность обыкновенных акций 9,2% и привилегированных 9,4% позволяют включить акции в дивидендный портфель.	17	Strong Buy
19	Татнефть	По форвардным мультипликаторам бумаги Татнефти находятся на приемлемых уровнях. Уже к маю 2021 года компания вышла на докризисные уровни по добыче нефти. Несмотря на ожидаемую отмену налоговых льгот для высоковязкой нефти, Татнефти в 2021 году удалось показать отличный финансовый результат. Основная причина: стремительный рост цен на нефть и нефтепродукты. Дивидендная доходность обыкновенных акций в ближайшее 12 месяцев составляет 10%.	17	Strong Buy
20	М-Видео	Акции компании в 2021 году испытали довольно сильную коррекцию котировок несмотря на то, что финансовые результаты достаточно активно восстанавливаются после ковидных ограничений. М.Видео представила довольно амбициозную программу развития на период до 2025 года, с целью по валовой выручки в 1 трлн руб., что предполагает среднегодовые темпы роста (CAGR) продаж порядка 15% в 2021-2025 гг. К рискам можно отнести усиление конкуренции на рынке онлайн-торговли. Достаточно высокая ожидаемая дивидендная доходность (около 14-15%).	17	Strong Buy

№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
21	Башнефть-п	Годом ранее Башнефть была среди наиболее пострадавших от сокращения добычи в рамках соглашения ОПЕК+, однако в 2021 году произошел разворот на восстановление добычи. Отметим дискриминационное отношение со стороны материнской компании (Роснефть) - вывод средств из компании через дебиторскую задолженность и займы. Восстановление финансовых показателей компании дает некоторые надежды на возврат к прежнему уровню дивидендов - 100-120 руб. на акцию. Ожидаемая дивидендная доходность около 12%.	17	Strong Buy
22	Россети	Появление новостей о переходе на единую акцию со своими дочерними компаниями может послужить мощным драйвером для переоценки акций холдинга в будущем. Кроме того, долгожданная новая дивидендная политика может помочь бумагам электросетевого холдинга. Ожидаемая дивидендная доходность около 10,3%.	17	Strong Buy
23	Северсталь	Восстановление спроса и стагнация предложения на рынке стальной продукции способствовали продолжению роста цен и в 2021 году. Цены на сталь очень чувствительны к восстановлению мировой экономики. Кроме того, стоит добавить, что одной из главных причин роста мировых цен на сталь является ограничение экспорта Китаем. Львиная доля китайской стали в данный момент потребляется внутри КНР, что приводит к дефициту предложения в мировой торговле. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен рекордным 20,6%.	16	Buy
24	Роснефть	В 2021 году произошло существенное улучшение финансовых результатов относительно прошлого проблемного года. Роснефть продолжит осуществлять выкуп собственных акций, а также развитие масштабного проекта «Восток Ойл». Реализация проекта «Восток Ойл» — это драйвер для переоценки акций Роснефти в будущем. Добавим, что изменения в налогообложении компании коснулись в меньшей степени, чем другие компании. Ожидаемая дивидендная доходность равна 8,8%	16	Buy
25	Сургутнефтегаз	Главной особенностью компании является большая накопленная валютная денежная позиция. Ослабление рубля приводит к росту прибыли и дивидендов за счет переоценки валютной «подушки» и наоборот. Недооценка по мультипликаторам обусловлена непрозрачной корпоративной структурой компании.	16	Buy
26	ТГК-1	Результаты компании за 9 месяцев 2021 года неожиданно оказались не столь плохими, как ожидали из-за сокращения платежей за мощность по ДПМ. Однако в будущем падение показателей будет неминуемо. Возможностью для раскрытия стоимости компании могла бы стать активизация со стороны Fortum по вопросу выхода из капитала ТГК-1. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 11,4%.	16	Buy
27	Лента	Активный рост компании за счет сделок M&A, развитие онлайн-продаж, слияние с Утконосом. Недооценка по мультипликаторам относительно отрасли (P/BV2021 = 0,9 и P/E2021=6.7).	16	Buy
28	Энел Россия	В данный момент финансовые результаты компании находятся под давлением в связи со снижением платежей по ДПМ и ростом инвестиций в строительство ВИЭ. Перенос дивидендов. Однако после введения в строй зеленой энергетики ожидается рост показателей компании.	15	Buy
29	Башнефть	Годом ранее Башнефть была среди наиболее пострадавших от сокращения добычи в рамках соглашения ОПЕК+, однако в 2021 году произошел разворот на восстановление добычи. Отметим дискриминационное отношение со стороны материнской компании (Роснефть) - вывод средств из компании через дебиторскую задолженность и займы. Восстановление финансовых показателей компании дает некоторые надежды на возврат к прежнему уровню дивидендов - 100-120 руб. на акцию. Ожидаемая дивидендная доходность около 8,7%.	15	Buy
30	Мечел-п	Префы Мечела могут быть переоценены инвесторами более высоко на фоне очень высоких дивидендов, которые компания может выплатить в 2022 году и ожиданий сохранения дивидендной доходности выше рынка в последующие годы. Риск здесь, как обычно, связан не только с крайне высокой волатильностью бумаг, необходимостью согласования дивидендов с кредиторами, сложным рынком, но и относительной слабостью бизнес модели компании. На мировом рынке спрос на энергетический уголь находится на высоком уровне из-за роста цен на газ и относительно холодной погоды. Цены на коксующийся уголь также резко выросли, фактически обратив вспять падение, которое последовало за ограничениями Китая на импорт угля из Австралии в конце 2020 г. Спрос вырос в Индии и ЕС, где производство стали восстанавливается после пандемии COVID-19. По консервативным оценкам дивидендная доходность по префам Мечела в ближайшие 12 месяцев составит около 20%.	15	Buy



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
31	Мечел	Рост цен на уголь и сталь. Отличные результаты стального сегмента и отсутствие крупных отрицательных курсовых разниц сулят неплохие финансовые результаты по итогам 2021 года.	15	Buy
32	ФСК ЕЭС	Стабильная компания из коммунального сектора с приемлемой ожидаемой ДД (10%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,2 и P/E2021=3)	15	Buy
33	МРСК Центра	Стабильная компания из коммунального сектора с высокой ожидаемой ДД (11%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,34 и P/E2021 = 3,7)	14	Buy
34	Русагро	Мы видим дальнейший потенциал роста бизнеса, перспективы выхода на новые рынки сбыта, в первую очередь, Китай. Рост цен на сахар и свинину, а также значительные суммы чистой прибыли от переоценки биологических активов позволяют Русагро показать рекордную прибыль по итогам 2021 года. Взгляд на перспективы 2022 года является также положительным. Ожидаемая дивидендная доходность около 12,7%.	14	Buy
35	Лукойл	Помимо роста цен на нефть, положительное влияние на динамику финансовых показателей в 2021 году оказали восстановление объемов добычи и переработки. Положительным моментом для финансовых результатов компании стал «обратный акциз», который в 2021 году вновь стал акцизом к получению из-за роста мировых цен на бензин и дизельное топливо. Ожидаем рост дивидендов - акции компании подтверждают статус «дивидендного аристократа». Ожидаемая дивидендная доходность около 12,1%.	14	Buy
36	КуйбышевАзот ао	Рост цен на карбамид, квазиказначейский пакет в 28% капитала, завершение инвест.программы, начало роста дивидендов, реальная оценка вложений в СП и основные средства выше их балансового отражения.	14	Buy
37	Газпром нефть	Рост цен на нефть и рост общего объема продаж нефти. Определенным негативом для компании являются вступившие с начала года налоговые нововведения по налогу на дополнительный доход (НДД) и отмене ряда льгот по экспортной пошлине и НДС. Однако, в 2021 году вновь заработал возвратный механизм по обратному акцизу в связи с ростом цен экспортного паритета на бензин и дизельное топливо на зарубежном рынке. Ожидаемая дивидендная доходность 9,8%.	14	Buy
38	Норникель	НорНикель имеет одну из самых высоких рентабельностей на рынке, низкую долговую нагрузку, чему способствует значительный рост цен на цветные металлы. Введенная временная экспортная пошлина на некоторые металлы не оказала значимого влияния на прибыль компании. Ожидаемая дивидендная доходность равна 15%. В дальнейшем с большой долей вероятности дивидендные выплаты могут снизиться в 2 раза по завершении акционерного соглашения в конце 2022 г.	13	Buy
39	КуйбышевАзот-п	Рост цен на карбамид, квазиказначейский пакет в 28% капитала, завершение инвест.программы, начало роста дивидендов, реальная оценка вложений в СП и основные средства выше их балансового отражения.	13	Buy
40	Новатэк	Реальная оценка СПГ-проектов не отражена в полной мере в отчетности компании. Увеличение доли высокомаржинальных продаж СПГ в общей структуре выручке вкупе с кратным ростом котировок на газ относительно докризисного 2019 года привели к значительному улучшению финансовых показателей компании в 2021 году. Рост дивидендов. «Ямал СПГ» благодаря запуску четвертой линии смог выйти на уровень производства более 20 млн т СПГ в год. Температурные особенности (при температуре ниже 25 градусов) позволяют линиям «Ямал СПГ» работать на 20% мощнее проектных параметров. Запуск первой очереди «Арктик СПГ-2» запланирован на 2023 год, второй на 2024 и третьей в 2026 году. Руководство компании подтверждает планы производства НОВАТЭКом 70 млн т СПГ к 2030 году, но есть вопросы по ресурсной базе. По нашему мнению - это крепкая акция для долгосрочных портфелей.	13	Buy



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
41	Русгидро	Ожидаемая дивидендная доходность на уровне около 10%. Компания ожидает роста EBITDA в 2025 г. в 1,5 раза по сравнению с 120,3 млрд руб. в 2020 г. Основными драйверами роста должны стать запуск Загорской ГАЭС-2, увеличение мощности Усть-Среднеканской ГЭС и платежи по договорам о предоставлении мощности (ДПМ ВИЭ) малых ГЭС.	13	Buy
42	Русснефть	Восстановление финансовых показателей за счет роста цен на нефть. Большая ресурсная база. Однако есть риски списаний займов аффилированным структурам основного собственника. Дивиденды выплачивают только на прив. акции.	13	Buy
43	Сегежа Групп	Интересные перспективы роста бизнеса, мажоритарный акционер ставит цель создание лидера в лесопромышленной отрасли как путем консолидации (сделки M&A), так с помощью органического роста (большая инвест. программа – «Сегежа Запад» и т.д.). Отличные текущие финансовые результаты были получены на фоне роста цен на пиломатериалы. В ближайшее время не ожидается существенной коррекции цен на продукцию компании. Несмотря на то, что Сегежу можно назвать «компанией роста», ей удалось осуществить крупные дивидендные выплаты за 9 мес. 2021г. - 6,6 млрд руб., хотя ранее были озвучены планы по выплате дивидендов в 2021-2023 гг. лишь на уровне 3-5,5 млрд руб. в год. Ожидаемая дивидендная доходность в следующие 12 месяцев равна 5%.	13	Buy
44	Соллерс	После провального 2020 года (из-за пандемии) наметилось восстановление показателей в 2021 году, ожидается возврат компании в прибыльную зону в 2022 году. Отметим повышенный спрос на Ford Transit со стороны активно развивающихся операторов онлайн-торговли и внутригородской доставки.	12	Hold
45	Черкизово	Черкизово является бенефициаром продуктовой инфляции, кроме того, предыдущие инвестиции в новые мощности производства, а также сделок M&A стали находить отражение в финансовых показателях компании. Определенным риском для Черкизово могут быть ограничительные действия со стороны государства в целях торможения роста цен.	12	Hold
46	МТС	МТС находится в начале значительной трансформации, которая в итоге должна привести к рывку результатов компании и увеличению акционерной стоимости. Кроме того, в данный момент обсуждается идея сделать IPO МТС-банка, также выделить и продать башенные активы. Ожидаемая дивидендная доходность акций компании в ближайшие 12 месяцев составит около 12,5%. Помимо выплаты отличных дивидендов компания регулярно осуществляет выкуп собственных акций. Ожидается, что погашение казначеских акций (более 14% капитала) приведет к дальнейшему росту размера дивиденда на одну акцию.	12	Hold
47	Фосагро	Финансовые показатели компании в 2021 года продемонстрировали отличные итоги. Позитив в отчетности обусловлен бурным ростом цен на удобрения. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 11%.	12	Hold
48	Транснефть-п	Существенное снижение объемов транспортировки из-за сокращений добычи нефти в рамках соглашений ОПЕК+ оказало влияние на размер выручки по итогам 2020 года в рамках сокращения добычи РФ по сделке ОПЕК+ на фоне пандемии коронавируса. Дальнейшее восстановление экономической активности поитивно скажется на финансовых результатах. Негативной новостью для Транснефти стали планы Роснефти о сокращении ежегодной отгрузки на 15 млн тонн нефти с 2024 г. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 7,7%.	12	Hold
49	Магнит	Значительным событием 2021 года для Магнита стала новость о приобретении сети Дикси. Кроме того, Магнит продолжает органический рост: за 9 месяцев 2021 года было открыто более 1200 магазинов. При высокой долговой нагрузке Магнит продолжает платить большие дивиденды частично из заемных средств. Дорогая оценка по EV/EBIT и средние показатели эффективности оказывают давление на совокупную оценку. Ожидаемая дивидендная доходность 8,7%	11	Hold
50	МКБ	Банк имеет адекватную достаточность капитала, прозрачное корпоративное управление и приемлемые показатели рентабельности. Недооценен по фундаментальным индикаторам.	11	Hold
51	ТМК	Поглотила ЧТПЗ, создан трубный монстр, листинг на Московской бирже останется. Выплачивает неожиданные крупные дивиденды. Неплохие финрезультаты ТМК за 2021 год могут позволить компании далее выплатить дивиденды.	11	Hold
52	Детский мир	Компания активно развивает все три формата своих магазинов. Менеджмент ожидает, что в среднесрочной перспективе (3-4 года) сможет удвоить общие продажи за счет развития омниканальной бизнес-модели, при этом доля онлайн-канала может достигнуть 45% в категории "Детство" и 30% в категории "Товары для животных". Капитал вышел в положительную область, ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 10%.	11	Hold



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
53	Россети-п	Появление новостей о переходе на единую акцию со своими дочерними компаниями может послужить мощным драйвером для переоценки акций холдинга в будущем. Кроме того, долгожданная новая дивидендная политика может помочь бумагам электросетевого холдинга. Ожидаемая дивидендная доходность около 10,3%.	11	Hold
54	Ашинский метзавод	Акции компании прошли значительную переоценку за последний год, однако из-за роста цен на металлопродукцию потенциал роста в будущем сохраняется. Копят кеш с неопределенной целью. Рост цен на сталь позитивно сказывается на финансовых результатах, на лом - негативно.	11	Hold
55	О'КЕЙ	Компания делает ставку на развитие сети дискаунтеров «Да!». За первое полугодие 2021 г. направление дискаунтеров показало рост +23,9% на фоне повышения LFL-трафика и увеличения числа магазинов. Руководство компании планирует экспансию со среднегодовым темпом открытия в 35-40 магазинов в год. Цель программы - увеличение доли дискаунтеров в общей выручке компании до 50% в ближайшие 4 года. Ожидаемый уровень ДД = 5,4%. Компания может быть объектом поглощения со стороны более крупных конкурентов и это может вызвать рост котировок ритейлера.	10	Hold
56	Интер РАО	Компания накапливает денежную кубышку, возможны сделки M&A. Существует крупный казначейский пакет акций. Компания ставит целью удвоение показателя EBITDA к 2025 г. и утроение - к 2030 г. Переход к дивидендной норме 50% от чистой прибыли может стать мощным драйвером для переоценки.	10	Hold
57	МРСК Урала	Компания из коммунального сектора с низкой ожидаемой дивидендной доходностью (1,5%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,3 и P/E2021 = 4,4)	10	Hold
58	QIWI	В конце 2020 года Банк России ограничил платежи Киви банка в пользу иностранных торговых компаний. После устранения нарушений, платежный сервис возобновил переводы в пользу некоторых зарубежных партнеров. В 2021 года произошла утрата статуса Единого центра учета перевода ставок букмекерских контор и тотализаторов. В 2021 году менеджмент компании ожидает падения чистой выручки на 15-25%, а также падения скорректированной чистой прибыли компании на 15-30%. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 15,1%.	10	Hold
59	Полиметалл	Улучшение финансовых результатов Полиметалла связано с ростом цен на золото годом ранее, вопреки снижению добычи золота и серебра в 2021 году. С 2022 года компания ожидает запуск ряда новых проектов, которые помогут увеличить объемы производства - Амурский ГМК-2, Нежданинское месторождение (запущено в октябре 2021 г.) и Ведуга, в сумме ожидается рост добычи золота с 1,5 млн унций в 2021 году до 1,75 млн унций в 2025 году. Ожидаемая дивидендная доходность около 10,1%.	10	Hold
60	Ростелеком	В планах развитие и вывод на биржу цифрового бизнеса (ЦОД и облачные сервисы, информационная безопасность, цифровая медицина, цифровой регион, государственные цифровые услуги и сервисы). Стратегия компании к 2025 году подразумевает увеличить выручку до более 700 млрд рублей; в 1,5 раза увеличить OIBDA; в 2 раза увеличить чистую прибыль; достичь целевого уровня долговой нагрузки по показателю Net Debt/OIBDA в < 2,5x.	10	Hold
61	Алроса	Наблюдается значительные продажи накопленных ранее алмазных запасов. Ослабление карантинных ограничений и открытие розничных сетей способствовали реализации отложенного спроса на бриллианты в Китае и США. Кроме того, совпадение двух факторов - высокого спроса со стороны конечных потребителей и падения предложения привело к росту цен на алмазы за год на 25%. В будущем ожидается дефицит алмазов. Ожидаемая дивидендная доходность около 12,5%.	9	Hold
62	Ростелеком-п	В планах развитие и вывод на биржу цифрового бизнеса (ЦОД и облачные сервисы, информационная безопасность, цифровая медицина, цифровой регион, государственные цифровые услуги и сервисы). Стратегия компании к 2025 году подразумевает увеличить выручку до более 700 млрд рублей; в 1,5 раза увеличить OIBDA; в 2 раза увеличить чистую прибыль; достичь целевого уровня долговой нагрузки по показателю Net Debt/OIBDA в < 2,5x.	9	Hold
63	Ленэнерго-п	Стабильная компания из коммунального сектора с высокой ожидаемой дивидендной доходностью (12%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. В случае с префами Ленэнерго - это негативный сценарий.	9	Hold

№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
64	Акрон	Котировки на аммиак, карбамида, аммиачную селитру и КАС в 2021 году вернулись на максимальные значения за последние несколько лет, что поддержало финансовые показатели. Компания осуществляет инвестиции в расширение производства азотных удобрений, что позволит к 2023 году увеличить суммарную производственную мощность до 2,4 млн тонн карбамида в год. Ожидаемая дивидендная доходность около 8,1%.	9	Hold
66	Mail.ru Group	У компании два сегмента: Социальные сети и Игры являются прибыльными, остальные находятся на стадии развития и приносят убытки. Как типичный представитель компании роста, дорого оценена по мультипликаторам. Наш прогноз будущих финансовых показателей компании находится ниже ожиданий рынка, по этой причине, мы не можем дать рекомендацию на покупку. Из положительных драйверов можно отметить планы по проведению IPO ряда своих дочерних компаний.	9	Hold
65	Юнипро	В 2021 году произошло долгожданное завершение ремонта на энергоблоке №3 Березовской ГРЭС и возобновление платежей по ДПМ, что способствовало росту выручки и прибыли. Руководство Юнипро подтвердило озвученные ранее планы по выплате дивидендов по 20 млрд руб. ежегодно. Ожидаемая дивидендная доходность на уровне около 12%.	8	Hold
67	Русская Аквакультура	Значительный рост стоимости биологических активов и продаж в 2021 году. Стратегия компании предусматривает к 2025 году занять 27% долю рынка лососевых в России с показателем 35 тыс. тонн потрошеной рыбы с головой (ПСГ), по итогам 2021 года этот показатель прогнозируется на уровне 18 тыс. тонн. В 2021 году произошел Компания начала выплату дивидендов (пока ДД около 3,3%) и выкуп акций (900 млн руб. до 30 июня 2022 г.).	8	Hold
68	X5 Retail Group	Компания дорого оценена по мультипликаторам (P/BV2020 =7 и P/E2021=14). X5 ожидает, что ее доходы будут расти с CAGR свыше 12% в течение 2021-2024гг., при этом рентабельность EBITDA останется на уровне выше 7%. Развитие сети магазинов «Чижик» - рост до 3000 точек в течение следующих трех лет. Развитие онлайн-продаж - за 9 мес. 2021 г. онлайн-продажи показали двукратный рост и составили 31,7 млрд руб., а их доля в общем объеме продаж увеличилась с 0,8% до 2%. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 9%.	8	Hold
69	Мосэнерго	По итогам 9 мес. 2021 г. доходы от продажи электроэнергии увеличились на 35,6% из-за роста реализации электроэнергии на 19,3% и увеличения среднего расчетного тарифа на 13,7%. Доходы от реализации теплотехники выросли на 30,8% на фоне увеличения объемов реализации на 26,0%, вызванного более холодной погодой в 1 полугодии 2021 года, и роста среднего расчетного тарифа на 3,8%. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 7,2%.	8	Hold
70	Совкомфлот	Ожидаемое падение финансовых результатов связано с негативной ситуацией на рынке перевозки нефти и нефтепродуктов (падения фрахтовых ставок). После IPO снижаются котировки. У компании огромная инвест. программа в СП с НОВАТЭКом (покупка 18 танкеров), основная отдача от инвестиций пойдет лишь после 2026 г.	8	Hold
71	МРСК Северо-Запада	Стабильная компания из коммунального сектора с приемлемой ожидаемой дивидендной доходностью (7,6%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,3 и P/E2021=7)	8	Hold
72	Группа Позитив	Амбициозные планы руководства об опережающем росте бизнеса (50+% в год) в связи с выходом на рынок нового метапродукта maxpatrol O2, увеличение расходов российских компаний на кибербезопасность и проведение протекционистской политики со стороны государства. Определенным риском для группы является нахождение одной из дочерних компаний в американском санкционном списке. И потенциально может тормозить развитие бизнеса вне России. Также к рискам уже в России можно отнести работу по госконтрактам, которые носят специфический характер.	7	Hold
73	Белуга	После довольно агрессивных байбеков акции компании достаточно сильно выросли. Компания провела SPO, есть планы по удвоению объемов бизнеса. Предыдущий рост котировок исчерпал потенциал роста. Компания активно развивает собственную розничную сеть «ВинЛаб» (уже 700 магазинов).	7	Hold
74	МРСК Волги	Восстановление фин. показателей компании за счет роста объема полезного отпуска электроэнергии (+7,6%). Ожидаемый ДД около 2%. Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга.	7	Hold
75	Globaltrans	Прошли дно цикла. В данный момент произошел разворот тарифов на полувагоны, что позитивно скажется на финансовых результатах в будущем. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 8,8%.	7	Hold



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
76	Petropavlovsk	Корпоративный конфликт и коррекция цен на золото мешают расти акциям в данный момент. Компания имеет высокие удельные издержки на добычу золота. Ожидается запуск флотационного комбината на месторождении Пионер, что позволит снизить зависимость от переработки низкоприбыльных сторонних концентратов. Произошла продажа непрофильного актива – доли в железнорудной компании IRC.	7	Hold
77	МОЭСК	Стабильная компания из коммунального сектора с высокой ожидаемой дивидендной доходностью (11,6%). Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,3 и P/E2021=4,2)	6	Hold
78	НМТП	Дивиденды за 2020 год разочаровали инвесторов. Дивиденды были ограничены из-за инвестпрограммы и недозагрузки порта. Однако восстановление началось, что должно будет отразиться на дивидендах в дальнейшем. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 9%	6	Hold
79	Ленэнерго	Стабильная компания из коммунального сектора. Возможен переход на единую акцию сетевого холдинга. Недооценка по мультипликаторам (P/BV2021 = 0,4 и P/E2021=4)	6	Hold
80	ПИК	Ранее росту продаж жилья помогла льготная ипотека помогла. Бумаги компании могут войти в индекс MSCI при увеличении фри-флоата и стать голубой фишкой. Недавно компания провела SPO на 36 млрд руб. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 2,1%. Ожидается новая дивидендная политика.	6	Hold
81	Московская биржа	Относительно дорогая оценка (P/BV2021 =2,3 и P/E2021=12), процентные доходы падают, комиссионные доходы растут. Рост ставок может затормозить падение процентных доходов. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 7,8%.	6	Hold
82	ВТБ	Банк ожидает чистую прибыль за 2021 год в районе 330 млрд руб. Дивиденды по итогам 2021 года банк может заплатить двумя равными траншами в 3 и 4 кварталах 2022 г. Риск невыплаты дивидендов на уровне 50% от чистой прибыли остается в виду нехватки необходимого капитала. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 13,5%.	6	Hold
83	МРСК Юга	Компания из коммунального сектора. Высокая оценка по мультипликаторам (P/BV2021 =1,7) из-за неудовлетворительных финансовых результатов, ожидается создание резервов под обесценение дебиторской задолженности, основных средств, а также по судебным искам.	5	Hold
84	United Medical Group (EMC)	Рост финансовых результатов по итогам 1 полугодия и низкая долговая нагрузка. По новой дивидендной политике United Medical Group видит возможность ежегодно направлять до 100% чистой прибыли на выплату дивидендов, чему способствует устойчивая позиция компании на рынке и отсутствие планов по осуществлению новых крупных инвестиций. Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев составляет 10,6%.	5	Hold
85	SFI (ранее САФМАР)	Компания проходит процесс очищения и переустройства (продажа НПФ Сафмар, покупка РуссНефть). В перспективе возможны IPO ВСК и Европлана.	5	Hold
86	Распадская	Цены на коксуемый уголь резко выросли в 2021 г., фактически обратив вспять падение, которое последовало за ограничениями Китая на импорт угля из Австралии в конце 2020 г. Спрос вырос в Индии и ЕС, где производство стали восстанавливается после пандемии COVID-19. На данный момент ожидания по дивидендной доходности на уровне 7%. Возможно кардинальный пересмотр дивидендных выплат. Ожидания по новой дивидендной политике с выплатой от свободного денежного потока. Кроме того, происходит spin-off Распадской из Евраз.	5	Hold
87	Мать и дитя	Акции компании довольно сильно прибавили в цене за последнее время. Является компанией роста (P/BV2021 =3 и P/E2021=123) - есть планы по увеличению объемов бизнеса. Бумаги входят или могут войти в портфель нашего БПИФ ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ (GROD), нацеленного на следование индексу "ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ" (IRGROTR).	5	Hold
88	Казаньоргсинтез-п	Значительный рост прибыли в 2021 году по причине роста цен на продукцию компании. Относительно дорогая оценка (P/BV2021 =2,2 и P/E2021=7,4), котировки имеют большую волатильность.	4	Hold
89	Казаньоргсинтез		4	Hold



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
90	TCS Group	Дорогая оценка по мультипликаторам (P/BV2021 =6,5 и P/E2021=19). В 2021г и начале 2022г отказались от выплаты дивидендов для реинвестирования в дальнейшее развитие. Бумаги входят или могут войти в портфель нашего БПИФ ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ (GROD), нацеленного на следование индексу "ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ" (IRGROTR).	4	Hold
91	МГТС-п	Компания имеет дорогую оценку по стоимостным мультипликаторам. Ожидаемый уровень дивидендной доходности привилегированных акций равен 6,4%.	4	Hold
92	Softline	Компания дорого оценена по стоимостным мультипликаторам. Первая ежегодная выплата дивидендов может быть произведена в 2023 г. по итогам финансового года, который закончится 31 марта 2023 г. Ожидаемая дивидендная доходность ближайшего дивиденда составляет 1-3% от предполагаемой цены размещения.	4	Hold
93	Полюс	В планах удвоить производство к 2025 году за счет введения Сухого Лога. Коррекция цен золото корректирует котировки золотодобытчиков. Ожидаемый уровень дивидендной доходности равен 5%.	4	Hold
94	Ренессанс Страхование	Аналитики банков-организаторов IPO ждут чистую прибыль компании в 2022 году в среднем на уровне чуть более 8 млрд руб., в 2023 году - свыше 10 млрд руб. Наш прогноз существенно более консервативен. С 2020 по 2024 гг. мы ожидаем чистую прибыль на уровне на уровне 4,4 млрд руб., в 2022 - 5,3 млрд руб., в 2023 г. - 6,4 млрд руб. и в 2024 г. - 7,5 млрд руб. Компания заявляет, что будет стремиться выплачивать акционерам дивиденды в размере не менее 50% от консолидированной чистой прибыли ежегодно. Исходя из нашего прогноза чистой прибыли за 2021 год, ожидаемая дивидендная доходность ближайшего дивиденда составляет 3,4% от текущих цен.	3	Sell
95	КАМАЗ	В 2021 году восстановление продаж привело к рекордной выручке. За 6 мес.2021 г. совокупная выручка возросла до 120,1 млрд руб. (+40,6%). Выручка от реализации грузовых автомобилей увеличилась на 59,7% до 77,8 млрд руб. на фоне роста объема продаж автомобилей на 45,2% и увеличения средней расчетной цены одного автомобиля на 10,1%. Перспективное направление - электроавтобусы (подразделение НЕФАЗ).	3	Sell
96	НН.ru	Высокие мультипликаторы (P/BV2020 =30 и P/E2021=38). Наш прогноз будущих финансовых показателей компании находится ниже ожиданий рынка, по этой причине, по стоимостному инвестированию мы не можем дать рекомендацию на покупку.	3	Sell
97	OZON	Компания является бенефициаром последствий пандемии. Режим самоизоляции способствовал развитию электронной коммерции. Дорого оценен по мультипликаторам. Наш прогноз будущих финансовых показателей компании находится ниже ожиданий рынка, по этой причине, по стоимостному инвестированию мы не можем дать рекомендацию на покупку.	3	Sell
98	Fix Price	Очень высокие мультипликаторы (P/BV2021 =67 и P/E2021=23). Наш прогноз будущих финансовых показателей компании находится ниже ожиданий рынка, по этой причине, по стоимостному инвестированию мы не можем дать рекомендацию на покупку.	3	Sell
99	Аэрофлот	На фоне сокращения перелетов связанных с пандемией коронавируса компания переживает непростые времена. Быстрый сценарий восстановления трафика откладывается до снятия ограничений и восстановления экономики. Негативом является рост цен на авиакеросин и слабый рубль.	2	Strong Sell
100	МГТС	Компания имеет дорогую оценку по стоимостным мультипликаторам. Ожидаемый уровень дивидендной доходности привилегированных акций равен 6,4%.	2	Strong Sell
101	СПБ Биржа	В 2020 году произошел взрывной рост количества инвесторов в России, что вылилось в увеличение объемов торгов и у СПБ Биржи, а также позволило выйти в прибыльную зону финансовых результатов. В 2021 году СПБ Бирже удалось догнать по оборотам на рынке акций Мосбиржу. По заявлениям руководства до конца 2022 года вряд ли компания будет выплачивать дивиденды. Классическая акция роста. Покупайте, если ожидаете еще более быстрого роста.	2	Strong Sell
102	Яндекс	Также является классической акцией роста. Очень высокие мультипликаторы (P/BV2021 =5 и P/E2021=460). Наш прогноз будущих финансовых показателей компании находится ниже ожиданий рынка. Бумаги входят или могут войти в портфель нашего БПИФ ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ (GROD), нацеленного на следование индексу "ДОХОДЪ Индекс акций роста РФ" (IRGROTR).	2	Strong Sell



№	Ценная бумага	Комментарий	Оценка, балл	Мнение
103	Самолет	И снова акция роста. Амбициозный строитель, компания ожидает кратного роста прибыли. Обладает административным ресурсом и огромным земельным банком. Отметим, что стремительный рост котировок можно объяснить планами по осуществлению в будущем череды SPO с целью продажи до 40% капитала в пользу существующих акционеров.	2	Strong Sell
104	ВСМПО-Ависма	Сложности в авиапромышленности из-за пандемии. Отсутствие дивидендов в прошлом году. Компания до конца 2021 года запустила программу выкупа акций на сумму до 5 млрд руб., котировки уже стремительно выросли.	2	Strong Sell
105	МРСК Сибири	Стабильная компания из коммунального сектора. Высокая оценка по мультипликаторам (P/BV2021 =2 и P/E2021=25).	1	Strong Sell
106	Лензолото-п	Компания прошла серьезные корпоративные преобразования и сейчас ожидается ликвидация. Текущие котировки выше расчетной ликвидационной оценки.	1	Strong Sell
107	Лензолото		1	Strong Sell
108	Мостотрест	Компания осталась в усеченном виде после выделения основных мощностей в компанию АО "Дороги и мосты".	1	Strong Sell
109	Аптечная сеть 36,6	Постоянное отсутствие прибыли. Возможен выход в прибыль после 2025-2026 гг.	1	Strong Sell
110	МРСК Северного Кавказа	Компания из коммунального сектора. Хронически отвратительная финансовая ситуация, связанная с неплатежами, необходимо проводить постоянные доп. эмиссий для поддержания деятельности.	1	Strong Sell

ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Информация, представленная в данном документе (далее также - Информация) подготовлена специалистами компании ООО "УК "ДОХОДЪ" (далее также - Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначена для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке этой Информации были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом такая Информация предназначена исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и, там, где это применимо, является выражением частного мнения специалистов Компании. Невзирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к сбору и составлению Информации, Компания не дает никаких гарантий в отношении ее достоверности и полноты.

Информация, представленная здесь, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить вам по инвестиционным целям, допустимому риску, инвестиционному горизонту и прочим параметрам индивидуального инвестиционного профиля.

Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать Информацию, содержащуюся на этой странице в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни их агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием этой Информации.

Информация, содержащаяся в на этой странице, действительна на момент ее публикации. При этом Компания вправе в любой момент внести в нее любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование Информации или какой-либо ее части без письменного согласия Компаний не допускается. Компания, ее агенты, сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в Информации, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг.

Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.

Позаботьтесь о природе! Не распечатывайте этот документ без необходимости.



Инвестиционный департамент

руководитель

Всеволод Лобов

Иван Шарафутдинов

+7 812 635-68-60 (доб. 333)

info@dohod.ru

Аналитическая служба

Александр Шадрин руководитель

Марина Иванова аналитик

+7 812 635-68-60 (доб. 107)

[Аналитический портал](#)

Клиентский сервис

руководитель

Ирина Ларионова

Татьяна Мишенина

Диана Болтачева

Анна Астахова

8 800 333-85-85

kl_otd@dohod.ru

Подбор продуктов

Антон Бородатов

borodatov@dohod.ru

8 800 333-85-85

Реклама и маркетинг

Римма Тумасян

rimma@dohod.ru

+7 812 635-68-60 (доб. 103)

www.dohod.ru info@dohod.ru



Литейный, 26

Санкт-Петербург 191028

8 800 333 85 85