

Кризисные оценки для компаний РФ

Аналитика – рынок акций РФ

4 марта 2022

Готовимся к открытию торгов акциями на Мосбирже

Контакты:

Александр Сайганов

Head of
Research

a.sayganov@invest-heroes.ru

Светлана Дубровина

Senior Analyst

s.dubrovina@invest-heroes.ru

Наталья Шангина

Analyst

n.shangina@invest-heroes.ru

Марк Пальшин

Analyst

m.palshin@invest-heroes.ru

Алекпер Мамедов

Analyst

a.mamedov@invest-heroes.ru

Начнем с рисков, потому что сейчас это главное, чем надо управлять инвестору.

С 25 февраля рынок российских акций остается закрытым, но рано или поздно, торги возобновятся, и надо быть готовым к решительным действиям. Очень вероятно, на открытии будет высокая волатильность. Поэтому инвесторам с «плечами» (маржинальными позициями), чтобы подготовиться к открытию торгов, разумно довести денежные средства на брокерский счет, чтобы по максимуму снизить плечо и избежать рисков маржин колла.

Стоит оговориться, что стоп-заявки вряд ли спасут от маржин колла в случае резкого падения рынка на планки, т.к. стоп лосс – это поручение на выставление заявки на продажу, а в случае падения рынка на планки обычно нет покупателей, то есть эти заявки не могут исполниться. Поэтому не рассчитывайте на стопы, а лучше донесите кэш на счета, если открыты позиции с плечами.

Теперь о хорошем. Результат наших расчетов говорит о том, что рублевый рынок акций должен хорошо вырасти на горизонте года и, вероятно, далее. Это не исключает краткосрочных падений, но чем дальше по времени, тем больше вероятность роста. Практически все целевые цены по нашим акциям стали выше, и надо понимать, что это связано в первую очередь с разгоняющейся в России инфляцией и падением курса рубля, т.е. с обесценением денег. Обесценение денег приводит к номинальному росту всех активов, в том числе и акций.

Даже при достижении целевых цен кризисного сценария мы не обязательно будем продавать акции, т.к. это кризисный сценарий, в котором мы закладывали самые жесткие предпосылки, и реальные вводные будут не жестче, а скорее всего мягче для прибылей компаний. Если целевые цены будут достигнуты, но макро предпосылки будут значительно отличаться от наших (например, рубль будет 150, а не 110), то мы готовы оперативно корректировать наши оценки и удерживать рублевые акции.

В перспективный портфель мы включили акции в логике максимального ухода от нерыночного риска, поэтому там нет компаний, торгующихся в форме депозитарных расписок, есть только компании в форме акций на Московской бирже, а также нет акций компаний, которыми владеют олигархи, рискующие попасть под критические санкции.

Все компании крупные, их акции ликвидные, а бизнесы системно значимые, так мы ушли от рисков потенциальных банкротств.



Кризисные оценки для компаний РФ

Аналитика – рынок акций РФ

4 марта 2022

Перспективный портфель акций на закупку при открытии торгов на Мосбирже

Перспективный портфель на закупку российских акций после открытия торгов по нашей версии выглядит так:

Список акций:	Доля	Кризисная целевая цена	Потенциал роста от цен закрытия в пятницу	Цена, ниже которых акции интересны к покупке с учетом повышенного риска для всего рынка
Яндекс	10%	4166	116%	3063
АФК Система	5%	33,7	167%	22,5
Сбербанк	10%	238	82%	169
Роснефть	5%	810	163%	577
Газпром	10%	672	195%	511
Магнит	7%	9337	192%	6575
Алроса	5%	199	150%	151
Polymetal	7%	2000	139%	1521
Детский мир	5%	165	96%	125
Татнефть ап	5%	1018	225%	732
Новатэк	7%	4702	137%	3535
Норникель	10%	48184	153%	37065
МТС	7%	354	63%	272
Мосбиржа	7%	162	70%	125

Оценки на сайте сейчас отражают старые предпосылки, которые были актуальны до спецоперации. Мы переоценили в приоритетном порядке акции компаний, которые торгуются именно в форме рублевых акций на Мосбирже и бизнес которых мы считаем наиболее устойчивым. Другие компании мы сейчас тоже переоцениваем.

Кризисные оценки имеют смысл, потому что из-за разгона инфляции и обесценения рубля некоторые компании даже номинально переоцениваются в сторону повышения, а не понижения, а остальные компании по фундаментальной оценке остаются ближе к старым целевым ценам, чем к актуальным рыночным.

Отражать изменения оценок на сайте мы будем по мере сигналов от рынка, что в цены активов начинает закладываться наш сценарий (закрепление индекса Мосбиржи выше уровня 3000 пунктов, сохранение слабого рубля и высоких цен на нефть, отсутствие договоренностей по сохранению экспорта сырья в страны ЕС).

Кризисные оценки для компаний РФ

Аналитика – рынок акций РФ

4 марта 2022

Ключевые кризисные предпосылки для наших оценок

Экспорт в Европу:

- Газ в страны Евросоюза (через Газпром) - снизится до 50% от докризисных объемов (цены на газ остаются повышенными, рассчитываются исходя из нефти по 150\$)
- Никель, палладий, медь, серебро и алюминий продолжают экспортироваться без ограничений
- Нефть, сталь, продукты деревообработки прекратят экспортироваться в Европу, но та часть логистических возможностей, которая способна переориентировать поставку на другие рынки, будет использована. Лишние объемы производства будут сокращены.

Импорт из стран ЕС:

- Полностью отключен, будет постепенная переориентировка на рынки Азии и Востока

Макро параметры:

- Инфляция в ближайший год в России - 25%
- Рубль/доллар – 110
- Нефть Urals – 150\$/баррель

Параметры оценки:

- Дивидендный подход по всем компаниям отменен
- Мультипликаторный метод теперь не учитывает темп роста бизнеса
- Потенциальные IPO отменяются, в оценке не учитываются такие бизнесы
- Мы оцениваем большинство компаний теперь только на горизонте года, для финансового сектора сделали исключение – их оцениваем по 2023 году с 30%-ным дисконтом, т.к. из-за списаний их прибыли и балансы значительно пострадают, но будут восстановлены после кризиса

Кризисные оценки для компаний РФ

Аналитика – рынок акций РФ

4 марта 2022

За счет чего будут реализованы фундаментальные апсайды

Реализация фундаментальных оценок зависит от притока денег на рынок акций. Судя по текущему раскладу, баланс на нашем рынке долгосрочно в пользу покупателей.

Притоки на рынок акций

- Готовится на покупку акций около 1 трлн из [денег ФНБ](#)
- Госдума одобрила в 1 чтении размещение средств ФНБ в акциях и ОФЗ
- [Обсуждается](#) около трлн руб денег ПФР, брокеры просят об этом
- Олигархи [возвращают](#) деньги в Россию, и им нужно будет их куда-то размещать ([готовится самая масштабная амнистия капитала](#))

Оттоки с рынка акций

- Позиции нерезидентов заморожены – они не могут продать их
- Инвесторы с большими плечами, вероятно, получат маржин колл в первый же день торгов. Это повлияет на краткосрочную просадку на рынке акций, но не на перспективу нескольких дней
- Будут паникующие физики, не понимающие логики рынка, которые будут продавать свои акции

Уже есть кейс, похожий на текущую ситуацию в России – Иран.

Им тоже заблокировали резервы в 2018 году и наложили экспортное эмбарго. В результате произошло значительное ослабление валюты и [рост](#) фондового рынка (в долларах он упал, а в локальной валюте вырос). С осени 2018 по осень 2019 индекс Ирана вырос на 73% в национальной валюте. Так же, как и в России, основная часть индекса Ирана состоит из компаний экспортеров.



МАГНИТ

В текущих условиях Магнит становится бенефициаром роста цен на продовольствие. Мы ожидаем ускорения инфляции, что будут отражать LFL продажи компании. В качестве предпосылки закладываем темпы роста LFL продаж на 25%.

В 2014 г., когда в результате введения санкций произошла девальвация рубля, инфляция ускорилась до 11,4%, а в 2015 г. до 12,9% против 6,45% в 2013 г. При этом LFL продажи магазинов у дома росли более высокими темпами (на 13,9% г/г в 2014 г. у Магнита и на 13,2% г/г в 2014 г. и на 17% г/г в 2015 г. у X5 Retail Group).

Мы считаем, Магнит достаточно сильно защищен с точки зрения своей операционной деятельности. Доля импорта в выручке ~25%, при этом его большая часть приходится на непродовольственные товары из Китая. Есть продукты, которые компания поставляет из Европы (вина, масла и т.д.) и Южной Америки, им нужно будет искать замену из-за прекращения поставок из-за проблем с логистикой на фоне санкций. Таким образом, мы полагаем, что Магнит далее продолжит открывать магазины у дома в рамках своих планов, тем более данный формат становится еще актуальнее.

Сильные стороны:

- Ожидаемый рост инфляции и, как следствие, LFL продаж до 25% и выше.
- Закупочная сила, за счет которой у федерального ритейлера есть возможность обеспечивать более привлекательные цены, чем у мелких региональных игроков в условиях высокой инфляции.
- Низкая доля импорта из западных стран от общей выручки.
- Основной формат – магазины у дома, которые будут пользоваться особой популярностью в текущих условиях.

Риски:

- Ограничение импорта и отмена поставок могут приводить к давлению на рентабельность

Целевая цена: 9 337 руб.

ДЕТСКИЙ МИР

Мы считаем Детский мир привлекательной компанией на долгосрочный период на фоне ухода западных продавцов с российского рынка и продолжения экспансии на рынках России, Белоруссии и Казахстана.

70-80% выручки Детского мира – это импорт: около 50% ассортимента поставляется из Китая, но есть также поставки из Европы, которые приостановились, и западные дистрибьюторы в России, которые уйдут. Таким образом, Детскому миру придется увеличивать долю поставок из Китая и от российских производителей, чтобы заменить уход импорта из западных стран.

Изменение цепочек поставок может привести к давлению на рентабельность за счет роста затрат на логистику, при этом важно понимать, что это негативный фактор. Кроме того, важно понимать, что у компании есть запасы (формируются за полгода), что дает ей время на переориентацию с западных поставщиков на внутренних и китайских.

Сильные стороны:

- Высокая доля импорта из Китая и возможность ее увеличения, что займет время.
- Ожидаемый рост инфляции и, как следствие, LFL продаж до 25% и выше.

ДЕТСКИЙ МИР

- Экспансия на рынках России (упор на маленькие города с целью расширения инфраструктуры для развития маркетплейса), Казахстана и Беларуси.

Риски:

- Ограничение импорта и отмена поставок может приводить к давлению на рентабельность – цепочки поставок могут увеличиваться, что будет увеличивать расходы на логистику.

Целевая цена: 165 руб.

ЯНДЕКС

Бизнес Яндекса ориентирован на внутренний рынок, поэтому в текущих условиях компания становится бенефициаром ухода западных игроков с рынка и высокой инфляции. По этой причине мы считаем компанию интересной долгосрочной инвестицией.

Значительная часть выручки Яндекса – реклама. Google в настоящий момент приостановил продажу рекламы в своем поисковике в России, что дает Яндексу возможность нарастить долю на российском рекламном рынке. Второй важный фактор поддержки – инвестиции в рекламу развивающихся сервисов на рынке e-commerce/e-grocery и fintech, которые после пандемии составляют высокую долю от общего рынка рекламы. Мы ждем, что игроки (Ozon, Wildberries и т.д.) продолжат инвестировать в наращивание доли рынка, и будут актуальны на фоне ухода западных интернет-магазинов и маркетплейсов. В то же время давление на рекламную выручку Яндекса будет создаваться в результате ухода западных компаний, которые инвестировали в рекламу в поисковике, с российского рынка.

Мы ожидаем ускорения инфляции, что будет поддерживать средний чек в сервисах Яндекса (доставки еды, такси, каршеринга). Каршеринг также может стать более актуальным на фоне роста цен на автомобили и ухода западных автодилеров с рынка (Volvo, Volkswagen, Audi, Skoda, Jaguar Land Rover, BMW, Mazda заявили об остановке поставок). В то же время Яндекс.Маркет может оказаться на какой-то период под давлением из-за прекращения поставок западной техники, что частично может быть компенсировано ростом цен. Понадобится время, чтобы увеличить долю поставок из Азии и, возможно, перестроить логистические цепочки, чтобы поставлять электронику через страны, выступающие посредниками.

Сильные стороны:

- Ориентация бизнеса на внутренний рынок;
- Уход западных конкурентов, что может дать бизнесам Яндекса больше возможностей для развития на внутреннем рынке;
- Высокая инфляция – поддержка среднего чека;
- Частичный контроль со стороны государства: полагаем, что это решит вопрос со сменой юрисдикции (нужно решение, чтобы не было ограничений для торговли данными акциями на Мосбирже, так как в настоящий момент Яндекс юридически иностранная компания) и поддержит развитие компании, как первого IT-гиганта страны.

ЯНДЕКС

Риски:

- Уход западных компаний, которые инвестировали в рекламу в поисковике Яндекса, с российского рынка;
- Ограничение поставок технологий в Россию, из-за чего реализация проекта беспилотников теперь под вопросом (который в том числе тестировался в США).
- Прекращение поставок западной техники в Россию и, соответственно, временное давление на продажи/рентабельность Яндекс.Маркета.
- Яндекс – это иностранный эмитент, с регистрацией в Нидерландах, а акции компании торгуются на Мосбирже как акции иностранной компании. С учетом текущих ограничений есть риск владения ГДР/АДР на Мосбирже, так как их нельзя конвертировать в акции и на них нельзя выплатить дивиденды. Возможное решение – смена юрисдикции (переезд материнской компании в Россию).
- Уход драйвер раскрытия акционерной стоимости в виде IPO Яндекс.Маркета, Яндекс.Такси и других бизнесов за рубежом – теперь IPO возможны в России и потенциально в Гонконге (по более низкой оценке с учетом высокорискованной ситуации в экономике).
- Ограниченная возможность привлечения иностранных инвестиций.

Целевая цена: 4166 руб.

НОРНИКЕЛЬ

В текущих условиях Норникель является защищенным от санкций активом из-за того, что большинство металлов находится в дефиците.

Норникель занимает крупные мировые доли по производству палладия (30-35%), платины (10-15%) и никеля (10%). Отметим, что Норникель производит именно высококачественный никель, который находится в дефиците. Именно он нужен для батарей, спрос на которые растет сильными темпами. Поэтому мы считаем, что компания является защищенной от санкций.

Сильные стороны:

- **Цены на металлы находятся на очень высоких отметках.** Никель – 27 600 \$/т., палладий - 2 725 \$/унц., платина - 1 070 \$/унц., медь – 10 400 \$/т. Мы повысили прогнозные цены на 2022-2023 г. на никель с 18 500 до 22 500 \$/т. и на палладий с 2 000 до 2 500 \$/унц. в связи с геополитической ситуацией и дефицитом металлов.
- **Высокий курс доллара.** Компания получает долларовую выручку и является бенефициаром ослабления рубля. В базовом сценарии курс доллара на 2022-23 г. мы закладываем на уровне 110 руб.

Ключевые риски:

- **Ограничение поставок из-за санкций.** Доля продаж в Европе составляет ~50%. Ограничение, в свою очередь, вызовет новый рост цен на металлы, что должно компенсировать выбытие объемов.
- **Проблемы с логистикой.** Из-за текущей геополитической ситуации может вырасти срок доставки металла до конечного потребителя. Также, вероятно, вырастут издержки на транспортировку. Однако, они составляют незначительную долю от общих издержек.
- **Сильное падения цен на металлы.** Возможны падения цен на металлы в среднесрочной перспективе из-за возможного мирового кризиса и банкротства предприятий.

Целевая цена: в базовом сценарии 48 184 руб. за акцию (Апсайд +152.9%).

Таблица чувствительности		USD/RUB			
		80	90	100	110
Повышение цен на никель (22500 \$/т.) и палладий (2500	Целевая цена	30 589	36 454	42 319	48 184
	Апсайд	60,6%	91,3%	122,1%	152,9%
Старые цены	Целевая цена	24 340	29 424	34 508	39 592
	Апсайд	27,8%	54,4%	81,1%	107,8%

АЛРОСА

Алроса – лидер по производству алмазов с мировой долей рынка 30-35%, которую невозможно заменить. В условиях структурного дефицита мы не ожидаем, что Алроса столкнется с сокращением поставок алмазов.

В мире наблюдается сильный структурный дефицит алмазов. Предложение составляет 110-120 млн кар., когда спрос варьируется от 130 до 140 млн кар. Мы ожидаем, что структурный дефицит сохранится в среднесрочной-долгосрочной перспективе, что будет поддерживать высокие цены на алмазы. Компания несет большую часть издержек в рублях, а продает алмазы за доллары. Высокий курс доллара к рублю положительно отразится на финансовых результатах компании.

Сильные стороны:

- **Высокие цены на алмазы и высокая мировая доля.**
- **Высокий курс доллара.** Компания получает долларовую выручку и является бенефициаром ослабления рубля. В базовом сценарии курс доллара на 2022-23 г. мы закладываем на уровне 110 руб.

Ключевые риски:

- **Возможное сокращение продаж из-за санкций.** Мы заложили базовый сценарий -15% от объема продаж.

Целевая цена: 198 руб/акцию

Таблица чувствительности	USD/RUB				Запасы на конец 2023 г., млн кар.
	80	90	100	110	
Нет снижения	149,1	179,3	209,4	239,5	8,8
Сокращение продаж на 15%	122,1	147,6	173,2	198,7	18,9
Сокращение продаж на 20%	113,1	137,1	161,1	185,1	22,3
Сокращение продаж на 25%	104,0	126,5	149,0	171,5	25,7
Сокращение продаж на 30%	95,0	116,0	137,0	157,9	29,0

ПОЛИМЕТАЛЛ

Полиметалл является бенефициаром роста цен на золото и слабого рубля. Мы не ожидаем, что производство и продажи сократятся.

Центробанк заявил, что продолжит покупать золото. Поэтому риск сокращения продаж оцениваем как низкий. Компания в условиях высоких цен на золото и курса доллара (110 руб. за \$) имеет 20-25% див. доходность к текущей цене.

Сильные стороны:

- **Высокие цены на золото.** В условиях геополитической неопределённости цены на золото поддерживаются на высоком уровне. Также, вероятно, будет высокая инфляция из-за сильного роста цен на все сырьевые ресурсы. Это также поддержит цены на золото.
- **Высокий курс доллара.** Компания получает долларовую выручку и является бенефициаром ослабления рубля. В базовом сценарии курс доллара на 2022-23 г. мы закладываем на уровне 110 руб.

Ключевые риски:

- **Возможное сокращение продаж.** В базовом сценарии мы не ожидаем снижения продаж, но решили рассмотреть разные варианты с уменьшением продаж алмазов от 15 до 30%.

Целевая цена. В базовом сценарии при золоте 1 800 \$/т. и курсе доллара к рублю 110 целевая цена составит 2 000 руб. за акцию

	Таблица чувствительности	USD/RUB			
		80	90	100	110
Золото	1800	1 331	1 554	1 777	2 000
	1850	1 422	1 656	1 890	2 125
	1900	1 513	1 759	2 004	2 250
	1950	1 604	1 861	2 118	2 375
	2000	1 695	1 963	2 231	2 500

ГАЗПРОМ

Газпром в текущей ситуации является бенефициаром роста цен на газ и роста курса доллара, так как получает выручку в валюте, как и остальные экспортеры. Даже в случае резкого сокращения экспорта газа в Европу (до - 50%) рост цен на газ и курса доллара будет компенсировать Газпрому снижение экспорта. В таком сценарии в качестве предпосылки закладываем среднюю прогнозную цену на газ в 2022 году на уровне \$601/тыс. куб. м, а курс доллара – 110 руб./долл.

Газпром обеспечивает около половины потребления газа в Европе. Танкеры из США суммарно составляют около 50-60% объема экспорта Газпрома. Других новых источников для импорта газа в Европе нет. Поэтому считаем, что Европа сможет снизить объемы поставок газа из России не более, чем на 50%.

В 2021 г. ЕС импортировал в среднем около 140 млрд кубометров газа в год по трубопроводу из России. Около 15 млрд кубометров было поставлено в виде СПГ (СПГ поставляют Новатэк). Всего из России было импортировано около 155 млрд кубометров, что составило около 45% импорта газа ЕС в 2021 г. и почти 40% общего потребления газа в ЕС.

В 2021 году ЕС импортировал из США 22 млрд куб. м СПГ за 12 млрд евро, по данным представителя ЕК Даны Спанант. В январе 2022 г. было поставлено американского СПГ на 4 млрд евро. Причем цена американского СПГ была в 2 раза дороже российского трубопроводного газа. Всего в 2021 году США экспортировали около 10 млрд куб. футов СПГ/ день., что составляет около 100 млрд куб. м за год и в 2 раза ниже объема экспорта Газпрома в Европу (более 200 млрд куб. м в год). На долю экспорта в Европу в структуре экспорта Газпрома приходится около 50% газа.

Риски: ограничение экспорта газа в Европу может негативно повлиять на финансовые результаты, но будет компенсироваться ростом цен на газ и ростом курса доллара.

Целевая цена: 672 руб.

РОСНЕФТЬ

В текущей ситуации Роснефть является бенефициаром роста цен на нефть в мире и роста курса доллара. В случае прекращения поставок нефти в Европу рост цены рублевой нефти компенсирует снижение объемов экспорта Роснефти.

На западный рынок, а именно, на Европу, у Роснефти приходится около 40% объема продаж нефти и нефтепродуктов. Мы рассматриваем сценарий, в котором поставки нефти в Европу могут прекратиться. Россия добывает около 10% нефти в мире, и это приведет к резкому росту цен на нефть. В таком сценарии мы закладываем цену на нефть Brent в 2022 году на уровне \$150/тыс. куб. м, а курс доллара – 110 руб./долл.

Выход иностранных акционеров из российских компаний может привести к снижению инвестиций в проекты, которые финансируются за счет продажи долей. У Роснефти к таким проектам относится Восток Ойл, который компания планировала финансировать за счет продажи долей и за счет налоговых льгот на НДС. Мы учли, что темп роста добычи на проекте может замедлиться в 2 раза из-за трудностей с финансированием. Но высокие цены на рублевую нефть будут это компенсировать.

Риски: экспорт нефти в Европу может быть ограничен или полностью остановлен, также могут снизиться инвестиции в проекты, а рост добычи замедлится, но это будет компенсироваться ростом цен на нефть в мире и ростом курса доллара.

Целевая цена: 810 руб.



ТАТНЕФТЬ

В текущей ситуации Татнефть является бенефициаром роста цен на нефть в мире и роста курса доллара. В случае прекращения поставок нефти в Европу рост цены рублевой нефти компенсирует снижение объемов экспорта Татнефти.

У Татнефти на экспорт в страны дальнего зарубежья приходится около 50% объемов продаж нефти и около 40% объемов продаж нефтепродуктов.

Мы рассматриваем наихудший сценарий, в котором поставки нефти в страны дальнего зарубежья могут быть прекращены. Но это приведет к резкому росту цен на нефть, что будет компенсировать снижение экспорта. В таком сценарии в качестве предпосылки закладываем среднюю прогнозную цену на нефть Brent в 2022 году на уровне \$150/тыс. куб. м, а курс доллара – 110 руб./долл.

Основной проект роста Татнефти – нефтеперерабатывающий комплекс ТАНЕКО. Единственным акционером ТАНЕКО является сама Татнефть. Поэтому ожидаем, что инвестиции в развитие нефтеперерабатывающего комплекса ТАНЕКО не снизятся. А темпы роста объемов нефтепереработки для поставок на внутренний рынок и в страны СНГ не замедлятся.

Риски: экспорт нефти в Европу может быть ограничен или полностью остановлен, но это будет компенсироваться ростом цен на нефть в мире и ростом курса доллара.

Целевая цена: 1 018 руб.

НОВАТЭК

Новатэк в текущей ситуации является бенефициаром роста цен на газ и роста курса доллара, так как получает выручку в валюте. Так как Новатэк экспортирует в основном собственными СПГ танкерами, в случае прекращения поставок газа в Европу он сможет поставлять весь свой СПГ в Азию. В таком случае финансовые показатели Новатэка улучшатся на фоне роста мировых цен на газ.

Новатэк получает выручку в основном от продажи сжиженного природного газа (около 50%). В 2018 г. - 3 кв. 2021 г. около 70% выручки от реализации газа приходилось на внутренний рынок. Из объема продаж СПГ и СУГ около 80% приходится на внутренний рынок, из объема продаж нефти – 65%. Учитываем, что объемы реализации этих продуктов не снизятся.

В сценарии, когда поставки российского СПГ в Европу прекратятся и будут заменены американским СПГ, Новатэк сможет перенаправить поставки в Азию. Поэтому ожидаем, что объемы продаж Новатэка не снизятся. Но могут вырасти транспортные издержки, а цена реализации СПГ в Азии может быть ниже, чем в Европе. В качестве предпосылок мы закладываем цену реализации СПГ на 15% ниже, чем прогнозная цена на газ Газпрома в Европе при цене Brent \$150/барр. и курсе доллара 110 руб., тогда цена СПГ для Новатэка составит 56 тыс руб./куб. м в 2022 году.

Иностранные компании являются акционерами нескольких проектов Новатэка: Ямал СПГ, Арктик СПГ-2, Арктикгаз и др. Поэтому учитываем, что темп роста добычи на этих проектах снизится в 2 раза. А проекты, которые планировалось запустить в 2023-2025 гг., будут запущены на год позже. Но это компенсируется высокими ценами на газ.

Риски: ограничение иностранных инвестиций может привести к замедлению темпов роста добычи на основных проектах, но будет компенсироваться высокими ценами на газ, а СПГ Новатэк сможет перенаправить из Европы в Азию.

Целевая цена: 4 702 руб.



МТС

В текущих условиях МТС становится бенефициаром роста цен на электронику. Мы ожидаем ускорения инфляции, что будут отражать продажи в магазинах розничной сети компании. В качестве предпосылки закладываем темпы роста выручки от продаж техники в России на 25%.

В 2014 г., когда в результате введения санкций произошла девальвация рубля, инфляция ускорилась до 11,4%. При этом продажи техники в магазинах МТС в России выросли в 2014 году на 9,3%.

Основная доля выручки МТС приходится на Россию – более 97% за 2021 год. Также МТС осуществляет деятельность в Армении и Белоруссии, которые не вводили санкции против РФ. А доля выручки в этих странах незначительная.

Потребительская электроника является исключением из санкций, поэтому мы не ожидаем снижения поставок техники. Но ожидаем, что объем продаж в магазинах МТС в 2022 году не будет расти.

Риски: отсутствие роста объемов продаж будут компенсироваться ростом цен на технику. МТС придется замещать импорт оборудования из Европы на внутренних производителей или импорт из Азии.

Целевая цена: 354 руб.

СБЕР

Несмотря на количество санкций против финансовой системы РФ, Сбер остается нашим фаворитом в долгосрочном периоде.

Отключение банков от SWIFT не затронуло Сбер, но даже при негативном сценарии, банк не сильно от этого потеряет. Отток депозитов как в валюте, так и в рубле будет компенсирован новыми депозитами под высокую ставку или средствами ЦБ. А высокие расходы на депозиты будут компенсированы ростом ставок по кредитам, которые мы уже наблюдаем. По итогу, Сбер однозначно переживет этот кризис и интересен в долгосроке.

Наибольший удар придется на создание дополнительных резервов и валютную переоценку, которые могут стереть большую часть чистой прибыли в 2022 году.

Заккрытие дочек в Европе может грозить убытком в 161.0 млрд руб. и потерей около 1% чистой прибыли группы в долгосрочном периоде. Потеря комиссионных за валютные переводы дополнительно уберет от 2 до 6% чистой прибыли группы.

По итогу, 2022 год может быть сложным для Сбера. Есть вероятность убытка в 2022 г. из-за переоценки портфеля и создания дополнительных резервов. Однако, мы считаем, что к 2023 г. Сбер пойдет на восстановление и значительно улучшит фин. результаты по отношению к 2022 г.

Риски: более сильная девальвация рубля и значительное ослаблением экономики (рост безработицы в разы) будут давить на рост кредитного портфеля и повышать стоимость риска, что будет давить на чистую прибыль.

Целевая цена: 238 руб.

МОСКОВСКАЯ БИРЖА

Мосбиржа может быть бенефициаром высоких ставок и потеря объемов торгов от нерезидентов не так существенна. Мы также считаем, что Мосбиржа получит выгоду от волатильности на рынке за счет повышенных объемов торгов, увеличив свои комиссионные. Учитывая эти факторы, мы сохраняем позитивный долгосрочный взгляд на компанию.

Вероятно, нерезиденты не смогут торговать на Московской бирже, что приведет к потере объемов торгов и сниженным комиссионным. Однако, этот эффект не будет так существенен. По нашим расчетам, с рынка ОФЗ уйдет около 10%, с рынка акций 8.3% и 3% с рынка РЕПО с ЦК от объемов торгов. Такой уход обойдется в ~1 млрд руб. от EBITDA за 2022 год.

Большой инвест портфель Мосбиржи значительно просядет из-за падения рынка ценных бумаг. Переоценка может составить до 33 млрд руб. убытка за 2022 год, но меры ЦБ пока позволяет ставить на баланс бумаги по стоимости на 18 февраля (до коррекции рынка на 50%), что позволит пока не записывать эти убытки.

Преимуществом Мосбиржи будет значительный рост процентных доходов, как и в кризис 2014 года. Огромные денежные средства участников рынка позволяют генерировать высокий доход с ростом процентных ставок.

Риски: дальнейший спад в объемах рынка ценных бумаг и продолжающаяся девальвация рубля, что будет давить на комиссионные доходы и создаст дополнительные убытки от переоценки портфеля. Также рост ставок медленнее, чем мы ожидали в США и Европе будут препятствовать росту процентных доходов.

Целевая цена: 162

АФК СИСТЕМА

Ключевые активы Системы продолжают генерировать доходы без значимого падения с географией бизнеса в России. Валютные переоценки не затронут большую часть бизнесов группы, поэтому мы сохраняем положительный долгосрочный взгляд на компанию.

Высокий корпоративный долг не имеет валютной части, поэтому финансовая стабильность компании будет на хорошем уровне. Из-за переоценки рисков по портфельным компаниям целевая цена снизилась с 45 до 34 руб./акцию.

Риски:

Целевая цена: 34 руб.

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Упоминаемые в аналитическом отчете финансовые инструменты могут не подходить соответствующему лицу. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.