

СТРАТЕГИЯ

ДЕКАБРЬ 2024

На пороге больших перемен

Российский фондовый рынок:
восстановление может быть
быстрым и неожиданным

Экономика России: замедление
роста как базовый сценарий

Первичные размещения:
дорожная карта инвестора

Модельный портфель: создаем
альфу к индексу Мосбиржи

Обзоры секторов: ключевые
тренды и перспективы

Анализ более 50 публичных
компаний: мультипликаторы,
потенциал роста, дивиденды

2025



Сокращенная версия



Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной ограниченной группе лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и прочими лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуется «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Содержание

4	Инвестиционное резюме
7	Наши предпочтения в акциях
14	Российская экономика: замедление роста как базовый сценарий
21	Взгляд на рынок: сжатая пружина
31	Количественные данные российского рынка
41	Мировой рынок акций
45	Модельный портфель аналитиков
51	Первичные размещения
57	Отраслевой анализ
57	Нефтегазовый сектор
65	Металлургический сектор
77	Золото
85	Электроэнергетика
91	ИТ и телекомы
103	Потребительский сектор
115	Финансовый сектор
129	Транспорт
135	Недвижимость

Инвестиционное резюме

Аналитический департамент АТОН представляет ежегодную стратегию, отражающую наш фундаментальный взгляд на развитие российской экономики, ключевых отраслей и фондового рынка в 2025 году. Стратегия основана на финансово-экономическом анализе более 50 публичных российских компаний, регулярных встречах и дискуссиях с их топ-менеджерами, а также на наших собственных оценках и прогнозах.

Ключевая идея заключается в том, что российский рынок акций напоминает сжатую пружину, сдерживаемую двумя основными факторами: высокой ключевой ставкой и геополитической напряженностью. По нашему мнению, степень их влияния на рынок интуитивно понятна инвесторам и главный вопрос заключается в том, когда можно ожидать «разрядки». Мы полагаем, что вероятность ослабления негативного влияния этих факторов (или хотя бы одного из них) в следующем году достаточно высока, что может привести к быстрому «распрявлению пружины». В стратегии подробно изложены аргументы в пользу этого сценария.

Мы традиционно выделяем наиболее привлекательные отрасли и компании, строим макропрогнозы, прогнозируем дивиденды, рассчитываем рыночные мультипликаторы на будущие годы, приводим большой объем количественных данных по рынку.

Наша задача — помочь инвесторам в принятии инвестиционных решений и правильной оценке рисков.

Наш взгляд на рынок акций в 2025 году

По нашему мнению, российский фондовый рынок похож на сжатую пружину, которая может неожиданно и быстро разжаться в 2025 году при ослаблении внешнего давления. Предсказать точный момент сложно, но поводов для этого достаточно:

- **Наши аналитики ожидают, что ЦБ в следующем году завершит цикл повышения ключевой ставки и перейдет к ее постепенному снижению...,**

17-20% — текущий прогноз среднего уровня ключевой ставки ЦБ на 2025 год*

- **...результатом чего может стать приток денежных средств из депозитов и из фондов денежного рынка в акции...,**

Более 50 трлн рублей депозитов физлиц лежит в банках против ~3 трлн рублей инвестиций россиян в акции**

- **...при этом стоимость российских акций по финансовым мультипликаторам очень низкая по сравнению со среднеисторическим уровнем...,**

Мультипликатор 2025П Р/Е 4,8х — одно из самых минимальных значений за последние 10 лет***

- **...как и отношение капитализации фондового рынка к ВВП — всего 27%**

Президент России поставил цель увеличить этот показатель до 66% к 2030 году****

- **За последние 20 лет с 2004 года не было ни одного периода, когда индекс Мосбиржи снижался два года подряд**

На текущий момент индекс Мосбиржи теряет 11% с начала года*****

- **Снижение геополитических рисков**

Результаты выборов президента в США увеличивают шансы на ослабление геополитической напряженности

Наш прогноз индекса Московской биржи на конец 2025 года и риски

Наш прогнозный диапазон по индексу Московской биржи на конец 2025 года **составляет 3 300-3 500 пунктов**. Нижняя граница диапазона является форвардным значением индекса относительно текущего значения (~2 600 пунктов) и рассчитывается на основе текущей стоимости акционерного капитала, который, по нашим расчетам, составляет около 25% (17% безрисковая ставка + 7% премия за риск инвестирования в акции). Верхняя граница диапазона базируется на целевых ценах, рассчитанных нами для компаний, аналитическое покрытие которых мы осуществляем и их весе в индексе.

Риски недостижения наших целей по индексу, на наш взгляд, следующие:

- Ни ключевая процентная ставка, ни доходность долгосрочных облигаций не снижаются относительно текущих уровней в течение 2025 года, но главное — не меняются ожидания инвесторов относительно динамики ставок.
- В условиях высоких процентных ставок темпы роста российской экономики быстро замедляются, некоторые компании с высоким уровнем долга могут объявить дефолт или прибегнуть к реструктуризации.
- Ухудшение качества кредитных портфелей в банковском секторе вынудит банки создавать резервы. При этом прибыль банков будет снижаться.
- Геополитическая ситуация остается столь же напряженной и неопределенной или имеет тенденцию к ухудшению.

*Среднесрочный прогноз Банка России. https://www.cbr.ru/Content/Document/File/166586/forecast_241025.pdf

**См. детали на стр. 23

***Оценка АТОН на основании прогнозов чистой прибыли публичных компаний на 2025 г.

**** <https://tass.ru/ekonomika/20735931>

*****Цены акций, мультипликаторы, дивидендные доходности и потенциалы роста рассчитаны исходя из стоимости акций на закрытие торгов на Московской бирже 8 ноября 2024 года.

Наши фавориты на рынке акций

Если наш сценарий сильного разворота рынка окажется верным, хорошую динамику, могут показать подавляющее большинство российских акций. Однако мы выделяем следующие группы компаний и фаворитов среди них, которые, по нашему мнению, могут опередить общее движение рынка:

- Крупные и экономически высокоэффективные компании с хорошим корпоративным управлением — так называемые «качественные имена», которые занимают значительную долю в индексе Московской биржи. Среди них нашими фаворитами являются: **ЛУКОЙЛ**, «**Полюс**», «**Сбер**» и **X5**.
- Быстрорастущие компании, ориентированные на внутренний рынок: **Озон**, **Т-Технологии**, «**Ренессанс Страхование**», «**Яндекс**», «**Лента**», «**Мать и Дитя**».
- Качественные компании, акции которых в 2024 году снизились существенно сильнее индекса: «**НОВАТЭК**», «**Норникель**».
- Фундаментально дешевые компании с высокой денежной позицией: «**Интер РАО**».

В то же время некоторые участники рынка, по нашему мнению, могут в следующем году показать динамику хуже рынка:

- игроки с высокой долговой нагрузкой;
- акции девелоперов;
- ряд банков, которые могут столкнуться с ростом резервов на фоне ухудшения качества их кредитных портфелей.

Дивиденды*

Высокая дивидендная доходность российского рынка всегда была одним из факторов его привлекательности. По нашим приблизительным оценкам, в ближайшие 12 месяцев крупные публичные компании заплатят более 4,5 трлн рублей дивидендов. В целом готовность российских компаний продолжать выплачивать хорошие дивиденды является важным фактором инвестиционной привлекательности российского рынка в глазах частных инвесторов. Сейчас, в период высоких ставок, дивидендная доходность многих эмитентов выглядит не так привлекательно, однако у некоторых компаний, таких как ЛУКОЙЛ, она находится на сопоставимых со ставками уровнях. Средняя доходность российских акций исторически составляла около 10-12%. Однако сейчас на фоне снижения фондового рынка многие публичные компании предлагают дивидендную доходность выше средних исторических уровней.

* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются

Взгляд на макро

На 2025 год федеральный бюджет сверстан с нулевым первичным дефицитом, что снижает величину бюджетного импульса до нуля. При этом правительство планирует перейти к накоплению ресурсов в ФНБ. Этот план выглядит амбициозным, но если властям удастся его реализовать, это только укрепит бюджетную конструкцию. Высокие процентные ставки рано или поздно начнут оказывать негативное влияние как на инвестиционную активность (для многих компаний сейчас экономически более целесообразно отложить старт новых проектов), так и на поведение потребителей (многие из которых предпочтут сберегать деньги, а не тратить). С учетом высокой базы 2024 года и действия указанных факторов, замедление темпов роста ВВП видится основным сценарием для будущего года. На наш взгляд, если фактический рост экономики окажется близким к прогнозу правительства РФ (2,5% г/г), это можно будет считать отличным результатом. Если же события будут развиваться по неблагоприятному сценарию и темпы роста экономики будут заметно ниже прогноза, власти, вероятно, пойдут на стимулирующие меры как по линии бюджета (вполне вероятно, что расходы будут увеличены, а пополнение ФНБ — отложено до лучших времен), так и монетарного характера. В этом случае мы ожидаем значительное снижение ключевой ставки в будущем году. В базовом сценарии мы предполагаем, что она опустится до 17-18% к концу 2025 г., а в неблагоприятном — до 15-16%.

Валютный рынок

Основным фактором курсообразования остается динамика показателей внешней торговли. По нашим оценкам, профицит по счету текущих операций в 2025 г. составит порядка \$60 млрд, поэтому формирования дефицита валютной ликвидности не ожидается. Однако рынок функционирует нестабильно, что периодически приводит к избыточной волатильности ввиду снизившейся ликвидности и прозрачности ценообразования. По всей видимости, эта его особенность сохранится и в следующем году. Как правило, в таких ситуациях рынок более чутко реагирует на негативные факторы и медленнее восстанавливается до экономически обоснованных значений. В целом же, с учетом того, что инфляция в России заметно превышает аналогичный показатель в США, ослабление курса на разницу в этих величинах в 2025 году видится основным сценарием.

Наши предпочтения в российских акциях, 2025

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Целевая цена, руб.*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 24П/25П
НОВАТЭК (NVTX RX)	2 869	1 250	32,3%	3,2x/3,1x

НОВАТЭК – производитель углеводородов, у которого есть потенциал существенной переоценки рынком благодаря успехам в реализации проектов роста. Для того чтобы мультипликаторы НОВАТЭКа вернулись к исторически более высоким значениям, инвесторам необходимо убедиться в способности компании продолжать развитие СПГ-проектов. Мы считаем, что появление нескольких танкеров не ледового класса у первой линии сжижения «Арктик СПГ-2» можно воспринимать как позитивный сигнал, хотя из-за санкционного давления остается достаточно много неопределенности относительно возможности транспортировки СПГ в зимний период. НОВАТЭК исторически стабильно платит дивиденды, и мы ожидаем что за 2024 год они составят около 82 рублей на акцию, включая промежуточный дивиденд за 1-е полугодие 2024 в размере 35,5 рублей на акцию.

ЛУКОЙЛ (LKOH RX)	4 969	9 000	25,5%	2,2x/2,1x
-------------------------	--------------	--------------	--------------	------------------

ЛУКОЙЛ – это классическая «компания стоимости» с исторически высокими дивидендами. Мы сохраняем позитивный долгосрочный взгляд на нефть и отдаем предпочтений ЛУКОЙЛу среди всех компаний сектора. В пользу инвестиционного кейса на протяжении многих лет говорят стабильные дивидендные выплаты – дивидендная политика подразумевает выплату 100% скорректированного денежного потока***. У компании сильный баланс с чистой денежной позицией около 0,8 трлн рублей, который должен позволить либо провести выкуп бумаг у «недружественных» акционеров****, либо распределить эти средства в виде специального дивиденда. ЛУКОЙЛ – частная компания без прямого участия государства в капитале, с активами преимущественно в России, но также в Ираке, Казахстане, Азербайджане. К минусам инвестиционного кейса можно отнести нерастущее производство, однако текущие ограничения ОПЕК+ так или иначе не позволили бы существенно наращивать добычу.

Норникель (GMKN RX)	1 706	150	34,4%	5,9x/5,1x
----------------------------	--------------	------------	--------------	------------------

Снижение ставок в США и глобальный энергопереход должны поддержать цены на металлы в 2025 году. Ключевой особенностью «Норникеля» является диверсифицированная корзина металлов (Ni, Cu, Pd, Pt). Даже при текущих ценах на сырьевые продукты компания демонстрирует высокую рентабельность EBITDA – около 40% – благодаря уникальным качествам добываемой руды, контролю себестоимости и значительному присутствию на мировых рынках. Доля «Норникеля» на рынке палладия – около 40%, высокосортного никеля – 20%. Мы ожидаем постепенного восстановления цен на цветные и драгоценные металлы, что создаст дополнительные драйверы для роста компании. Для снижения рисков, связанных с геополитическими ограничениями, а также для снижения капитальных затрат компания рассматривает к 2027 году возможность переноса плавильных мощностей Медного завода в Китай. Основным риском для инвестиционного кейса является ухудшение конъюнктуры на рынках ключевых металлов, что может сказаться на прогнозах по дивидендам.

Полюс (PLZL RX)	1 397	19 000	28,8%	5,2x/5,0x
------------------------	--------------	---------------	--------------	------------------

Один из мировых лидеров по запасам (109 млн унций) и себестоимости производства (\$389 на унцию ТСС). Акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы ввиду более низкой чувствительности к колебаниям цен. В ближайшее время «Полюс» намерен представить обновленный график запуска проекта «Сухой Лог», при этом на 2025-2027 гг. может прийти пик капитальных вложений. Проект может обеспечить рост добычи на 2+ млн унций, что фактически удвоит производство компании. «Полюс» вернулся к выплате дивидендов по итогам 9 месяцев 2024****, что оказалось важным для многих инвесторов, боявшихся превращения «Полюса» в частную компанию. Несмотря на это, на дальнейшие выплаты может повлиять уже ощутимая долговая нагрузка (1,5x ЧД/EBITDA на конец 1-го полугодия 2024) и рост капзатрат.

Интер РАО (IRAO RX)	409	5,8	47,9%	0,5x/0,4x
----------------------------	------------	------------	--------------	------------------

Защитный актив в период высоких ставок со стабильными историческими дивидендами. Компания реализует масштабную инвестпрограмму (около 1 трлн рублей в 2020-30 гг.) с потенциалом роста EBITDA свыше 320 млрд рублей к 2030 г. Росту бизнеса способствует ряд сделок в энергомашиностроении, которые могут позволить усилить позиции компании в отрасли. Дивиденды в следующие 12М могут составить порядка 0,35 руб./акцию (доходность 9%), при условии выплаты 25% от ЧП, при этом мы не ожидаем повышения коэффициента выплат в среднесрочной перспективе.

*Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными. Приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется; ** Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции, без учета возможных дивидендных выплат; *** <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter/Securities/Dividends>; **** <http://government.ru/docs/46927/>; ***** <https://www.interfax.ru/business/988140>

Источник: «Интерфакс», Московская биржа, Sbonds, данные компаний, оценки АТОН

Прогнозные дивиденды рассчитаны в соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются

Наши предпочтения в российских акциях, 2025

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Целевая цена, руб.*	Потенциал роста**	EV/EBITDA 24П/25П
Яндекс (YDEX RX)	1 475	5 490	41,2%	8,5x/6,1x

Среди перспективных направлений, способных поддерживать развитие «Яндекса», — генеративные нейросети, медиасервисы, финтех, облачные решения, робототехника. По нашим оценкам, на среднесрочном горизонте прибыльность компании может расти быстрее выручки за счет повышения операционной эффективности и эффекта масштаба в сегментах онлайн-торговли и фудтеха, где «Яндекс» добился сильных рыночных позиций. Одновременно с этим зрелые бизнесы — реклама и такси, по нашему мнению, остаются одной из лучших ставок на рост потребительских расходов, поддерживаемых бюджетным импульсом.

Ozon (OZON RX)	687	4 530	37,8%	33,6x/11,8x
----------------	-----	-------	-------	-------------

Стратегически Ozon может дать экспозицию на рост онлайн-торговли в России, которая все еще существенно отстает от более развитых рынков в плане ее доли от розничного оборота. Финтех и реклама демонстрируют достаточно сильные результаты и помогают компании лучше монетизировать аудиторию платформы, охват которой превышает 70 млн человек. Мы наблюдаем смещение фокуса компании на прибыльность, что позитивно для ее восприятия рынком.

X5 Group (FIVE RX)	760	3 320	18,7%	3,5x/3,1x
--------------------	-----	-------	-------	-----------

По итогам 2024 года [X5 ожидает](#) рост выручки в районе 24-25%, а в ближайшие 3 года — в среднем на 17-18% ежегодно, что опережает прогнозный темп роста сектора продовольственной розницы. После возобновления торгов (предварительно — в январе 2025 года) и завершения всех процедур редомициляции X5 получит техническую возможность вернуться к выплате дивидендов. Потенциальная доходность, по нашим расчетам, может превысить 20% в случае выплаты чистой прибыли за 2024 год и части нераспределенной прибыли за 2022-2023 гг.***

Лента (LENT RX)	119	1 460	42,0%	3,7x/3,4x
-----------------	-----	-------	-------	-----------

За счет интеграции «Монетки» «Лента» смогла существенно улучшить динамику сопоставимых продаж и показателей прибыли — за 9 месяцев 2024 года сопоставимые продажи группы выросли на 13,2%, а рентабельность EBITDA составила 7,5% против 4,0% годом ранее. Реализация стратегии, направленная на развитие малых форматов, и дальнейшее укрепление позитивного тренда финансовых показателей могут способствовать пересмотру рынком инвестиционного кейса и оценки компании.

Мать и дитя (MDMG RX)	65	1 090	26,9%	5,6x/5,0x
-----------------------	----	-------	-------	-----------

Увеличение реальных доходов населения способствует росту спроса на высококачественную медицину и услуги «Мать и дитя», а текущий уровень загрузки учреждений дает ей пространство для роста органических показателей. В 2025-2026 гг. группа планирует запустить два госпиталя и ряд новых клиник, что должно оказать дополнительную поддержку росту выручки. При этом группа намерена придерживаться исторических показателей прибыльности. По нашим расчетам, в следующие 12 месяцев «Мать и дитя» сможет выплатить дивиденды до 120 рублей на акцию даже с учетом потенциальных потребностей в капзатратах.***

* Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевые цены не являются гарантированными. Приведенная информация о выплате дивидендов является ожиданиями, выплата не гарантируется; ** Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции, без учета возможных дивидендных выплат;

*** Выплата дивидендов не гарантирована

Источник: «Интерфакс», Московская биржа, Investing.com, данные компаний, оценки АТОН

Наши предпочтения в российских акциях, 2025

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Целевая цена, руб.*	Потенциал роста**	P/B 24П/25П
Сбер (SBER RX)	5 785	320	25%	0,8x/0,7x

С точки зрения долгосрочных инвестиций (более года) акции «Сбера» являются одним из наших фаворитов на российском рынке акций. Банк на протяжении многих лет демонстрирует стабильно высокие результаты: значительную рентабельность капитала (показатель ROE за 9 месяцев 2024 года составил 25,2%), устойчивую чистую процентную маржу (5,9% за 9 месяцев 2024 года), а также рост активов и прибыли. Инвестиция в акции «Сбера», на наш взгляд, — это ставка на дальнейший устойчивый рост российской экономики, а формирование тренда на снижение ключевой ставки ЦБ (по нашему мнению, это может произойти в 2025 году) также должно способствовать росту акций банка.

Т-Технологии (TCSG RX)	692	3 450	34,1%	1,2x/1,0x
------------------------	-----	-------	-------	-----------

«Т-Технологии» является одним из наших фаворитов не только в финансовом секторе, но и на всем российском фондовом рынке. Успешная интеграция Росбанка в структуру холдинга и повышение уровня ROE всего холдинга до 30%+ к 2025-2026 гг. — одна из ключевых задач «Т-Технологий». На наш взгляд, холдинг успешно справляется с этой задачей, оптимизируя расходы Росбанка, оперативно погашая текущие кредиты и направляя высвобождающийся капитал в более доходные проекты. Дальнейшее успешное развитие некредитных продуктов, доля которых уже превышает 50% в общих доходах Холдинга, тоже является основной причиной роста компании. Многие из этих продуктов способны генерировать ROE значительно выше 30%.

Ренессанс Страхование (RENI RX)	55	140	42,6%	1,0x/0,8x
---------------------------------	----	-----	-------	-----------

Нам нравится инвестиционный кейс «Ренессанс Страхования» в долгосрочной перспективе, мы ожидаем, что по мере снижения процентных ставок компания покажет мощное восстановление прибыльности (переоценка портфеля инструментов с фиксированной доходностью), а чистая прибыль имеет потенциал достижения рекордных максимумов в 2025 году. Также, мы отмечаем быстрый рост компании — как органический, так и за счет эффективной стратегии M&A, направленной на укрепление рыночных позиций, особенно в сегменте страхования жизни. По итогам 9 месяцев 2024 общий объем страховых премий группы увеличился на 38,7% г/г и составил 118,2 млрд рублей. Мы прогнозируем, что в следующие пять лет (2025-2029) среднегодовой темп роста собранных премий компании составит 21,6% и превысит темпы роста рынка.

* Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными; ** Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции, без учета возможных дивидендных выплат
Источник: «Интерфакс», Московская биржа, Cbonds, данные компаний, оценки АТОН

Потенциал роста российских акций

Компания	Тикер	Рейтинг	Текущая цена за акцию, Р*	Целевая цена акции, Р**	Потенциал роста***	Дивиденд на акцию, Р****	Дивиденд. доходность	Полная Доходность*****
Финансовый сектор								
Сбер	SBER RX	Выше рынка	256	320	25%	36	14%	39%
МосБиржа	MOEX RX	Нейтрально	211	240	14%	23	11%	25%
ВТБ	VTBR RX	Ниже рынка	80	100	25%	0	0%	25%
Т - Технологии	TCSG RX	Выше рынка	2 573	3 450	34%	150	6%	40%
Ренессанс Стр.	RENI RX	Выше рынка	98	140	43%	7,0	7%	50%
Совкомбанк	SVCB RX	Нейтрально	13	15	16%	0,7	5%	21%
Европлан	LEAS RX	Нейтрально	613	720	18%	75	12%	30%
Банк СПБ	BSPB RX	Нейтрально	352	360	2%	50	14%	16%
МТС - Банк	MBNK RX	Нейтрально	1 400	1 700	21%	105	8%	29%
Транспорт								
НМТП	NMTP RX	—	9	—	—	0,9	10%	—
Совкомфлот	FLOT RX	Нейтрально	97	100	3%	12	12%	15%
Whoosh	WUSH RX	—	169	—	—	7	4%	—
Аэрофлот	AFLT RX	Нейтрально	61	65	7%	6	10%	17%
Недвижимость								
ПИК	PIKK RX	(пересмотр)	510	—	—	—	—	—
Эталон	ETLN RX	(пересмотр)	60	—	—	—	—	—
ЛСР	LSRG RX	(пересмотр)	727	—	—	—	—	—
Самолет	SMLT RX	(пересмотр)	1 325	—	—	—	—	—
Электронергетика								
Юнипро	UPRO RX	Выше рынка	1,8	2,5	40%	0	0%	40%
РусГидро	HYDR RX	Нейтрально	0,5	0,6	15%	0	-	15%
ИнтерРАО	IRAO RX	Выше рынка	3,9	5,8	48%	0,35	9%	57%
Нефть и газ								
Газпром	GAZP RX	Нейтрально	136	150	10%	0	0%	10%
НОВАТЭК	NVTK RX	Выше рынка	945	1 250	32%	82	9%	41%
Роснефть	ROSN RX	Нейтрально	482	625	30%	65	13%	43%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	Выше рынка	7 172	9 000	25%	1 150	16%	41%
Газпром нефть	SIBN RX	Нейтрально	577	800	39%	101	18%	57%
Татнефть	TATN RX	Нейтрально	596	800	34%	79	13%	47%

*Текущая цена акции рассчитана на закрытие рынка 08.11.2024

**Целевая цена акции прогнозируется на конец 2025 года. Она рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевой цены не являются гарантированными

*** потенциал роста рассчитывается как отношение величины целевой цены акции к текущей цене акции

**** ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется

***** полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Потенциал роста российских акций

Компания	Тикер	Рейтинг	Текущая цена за акцию, Р*	Целевая цена акции, Р**	Потенциал роста***	Дивиденд на акцию, Р****	Дивиденд. доходность	Полная доходность*****
Сырьевой сектор								
Норникель	GMKN RX	Выше рынка	112	150	34%	8	7%	41%
РУСАЛ	RUAL RX	Нейтрально	38	45	17%	0	0%	17%
ММК	MAGN RX	Нейтрально	38	47	23%	3	8%	31%
Северсталь	CHMF RX	Нейтрально	1 210	1 500	24%	158	13%	37%
НЛМК	NLMK RX	Выше рынка	131	180	38%	17	13%	51%
АЛРОСА	ALRS RX	Нейтрально	53	70	32%	4	7%	39%
Полюс	PLZL RX	Выше рынка	14 746	19 000	29%	1 116	8%	37%
Южурал-золото	UGLD RX	Выше рынка	0,6	0,9	42%	0,05	8%	50%
Фосагро	PHOR RX	Нейтрально	5 560	7 000	26%	515	9%	35%
ТМК	TRMK RX	Нейтрально	110	150	36%	0	0%	36%
ИТ и телекомы								
Яндекс	YDEX RX	Выше рынка	3 888	5 490	41%	120	3%	44%
VK	VKCO RX	Нейтрально	321	390	22%	0	0%	22%
Ozon	OZON RX	Выше рынка	3 288	4 530	38%	0	0%	38%
HeadHunter	HEAD RX	Выше рынка	4 399	5 690	29%	907	21%	50%
Астра	ASTR RX	Нейтрально	499	620	24%	18	4%	28%
Диасофт	DIAS RX	Нейтрально	4 575	5 580	22%	430	9%	31%
МТС	MTSS RX	Нейтрально	198	225	13%	35	18%	31%
Ростелеком	RTKM RX	Нейтрально	67	80	20%	6	9%	29%
Потребительский сектор								
X5 Group	FIVE RX	Выше рынка	2 798	3 320	19%	750	27%	46%
Магнит	MGNT RX	Нейтрально	4 857	5 660	17%	440	9%	26%
Fix Price	FIXP RX	Нейтрально	178	200	12%	25	14%	26%
Лента	LENT RX	Выше рынка	1 029	1 460	42%	0	0%	42%
О'Кей	OKEY RX	Ниже рынка	24	25	4%	0	0%	4%
Henderson	HNFG RX	Выше рынка	565	770	36%	50	9%	45%
Мать и дитя	MDMG RX	Выше рынка	859	1 090	27%	120	14%	41%
Конгломераты								
Система	AFKS RX	Нейтрально	14	18	24%	0,65	4%	28%

*Текущая цена акции рассчитана на закрытие рынка 08.11.2024

**Целевая цена акции прогнозируется на конец 2025 года. Она рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевой цены не являются гарантированными

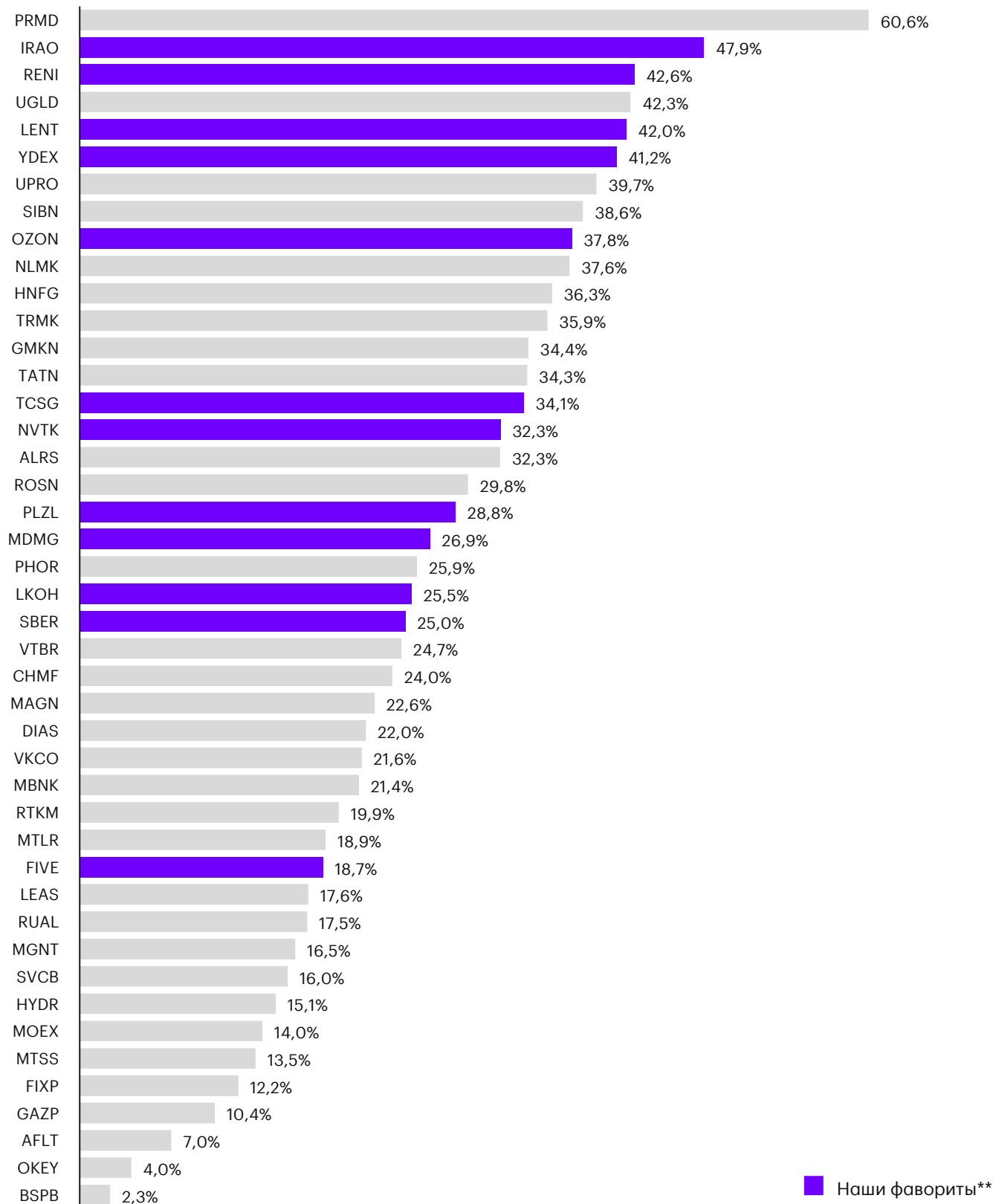
*** потенциал роста рассчитывается как отношение величины целевой цены акции к текущей цене акции

**** ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется

***** полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М

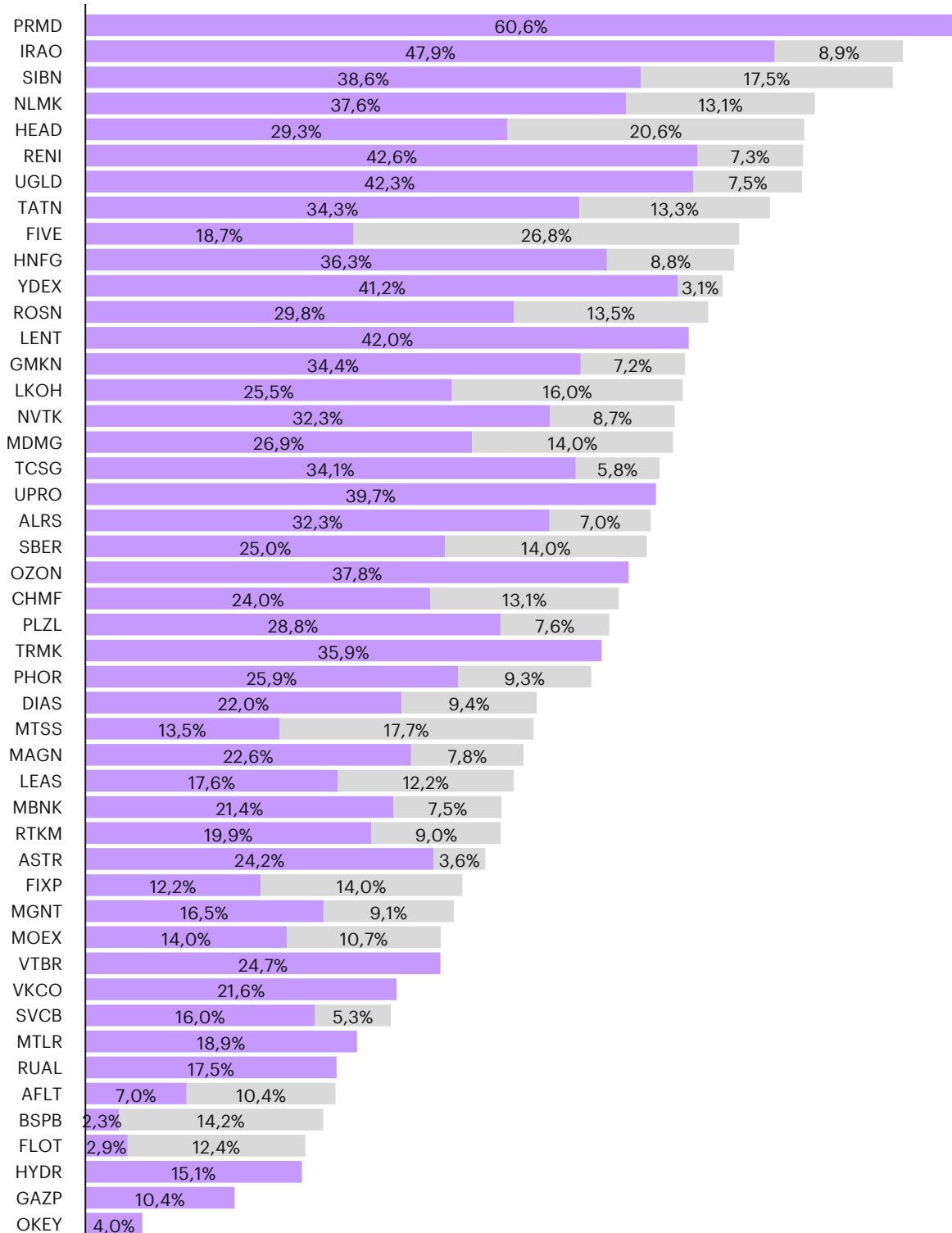
Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование акций по потенциалу роста к целевой цене*



*Потенциал роста рассчитывается как отношение величины цены акции в следующие 12М к текущей цене акции; целевая цена акции рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Приведенная информация отражает ожидания, доходность не гарантирована;
 ** выбор фаворитов определяется субъективным мнением аналитиков на основании набора факторов, в том числе потенциала роста цены, дивидендной доходности, уровня ликвидности, корпоративных рисков и перспектив развития.
 Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Ранжирование акций по полной доходности, включая возможные дивиденды*



● Потенциал роста
 +
● Возможная дивидендная доходность
 = Полная доходность

* Полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12М. Приведенная информация о выплате дивидендов и росте доходности отражает ожидания, выплата и рост доходности не гарантируется
 Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Российская экономика: замедление роста как базовый сценарий

Вопреки скептическим прогнозам, уверенный рост экономики продолжился и в 2024 году.

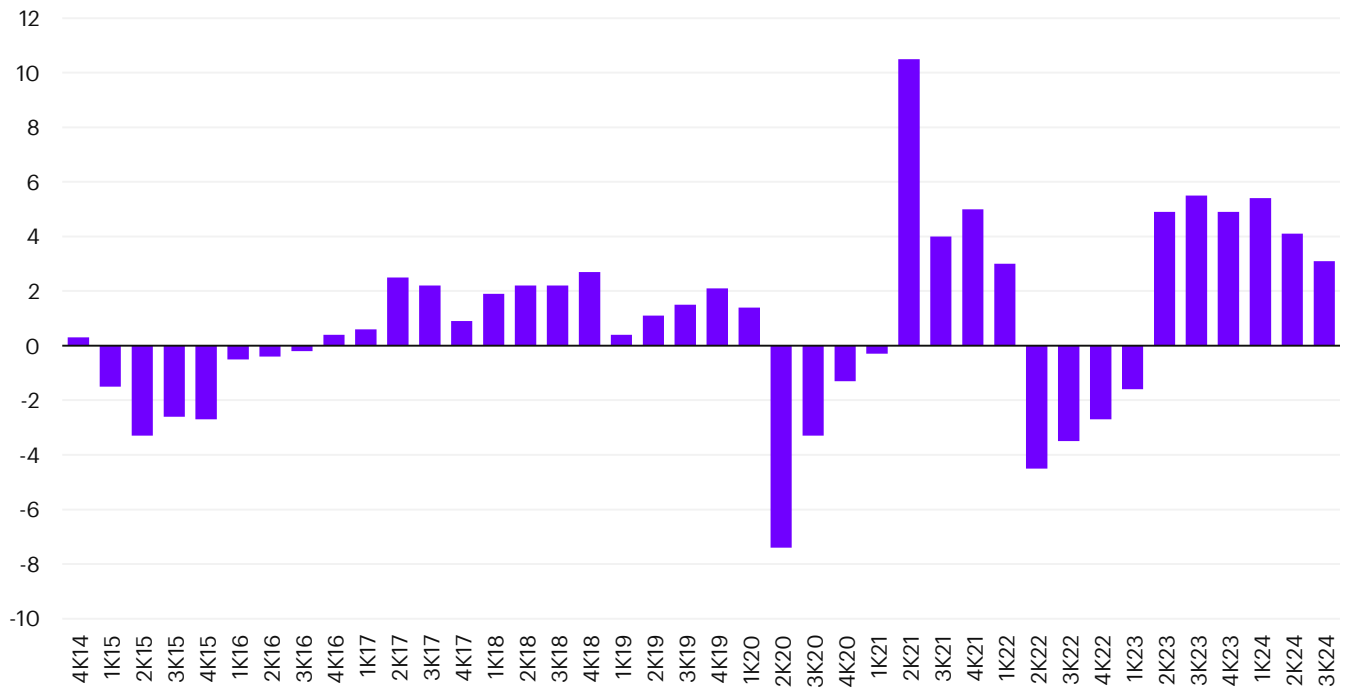
По предварительным оценкам, по итогам этого года ВВП увеличится в реальном выражении примерно на 4%. Особенно примечательно, что эта динамика сохранялась, несмотря на высокий уровень процентных ставок. В период с июля 2023 г. по ноябрь 2024 г. ключевая ставка ЦБ РФ выросла на 13,5 п.п. Предполагалось, что столь радикальное ужесточение монетарной политики приведет к заметному снижению темпов роста, однако этот сценарий не реализовался. Значительный бюджетный импульс, высокая инвестиционная активность и сохранение потребительского спроса позволили нивелировать фактор ужесточения монетарной политики.

В 2025 году ситуация может претерпеть заметные изменения. Важным обстоятельством представляется то, что бюджет на будущий год сверстан с нулевым первичным дефицитом, что снижает величину бюджетного импульса до нуля. При этом Правительство планирует перейти к накоплению ресурсов в ФНБ. Этот [план](#) выглядит амбициозным, но если властям удастся его реализовать, это только укрепит бюджетную конструкцию.

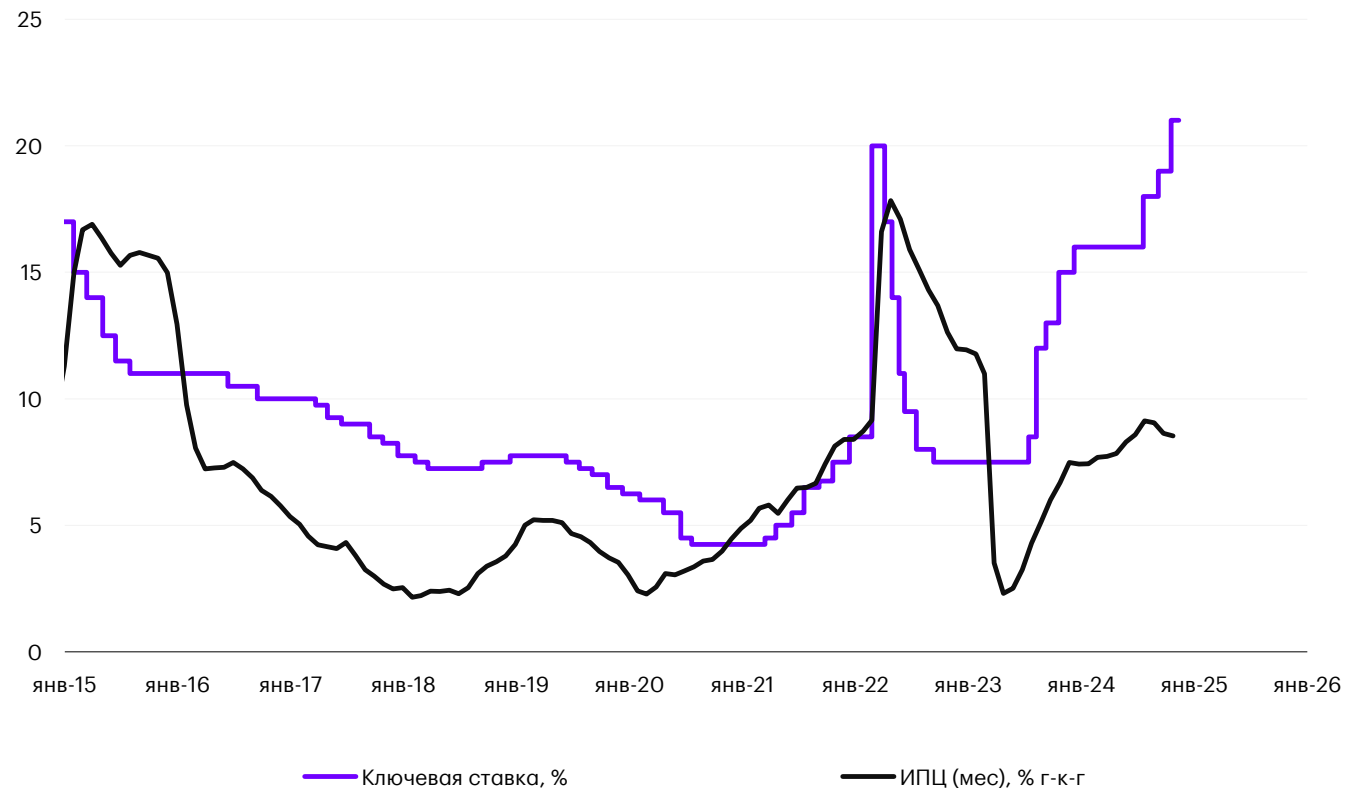
Высокие процентные ставки рано или поздно начнут оказывать негативное влияние как на инвестиционную активность (для многих компаний сейчас экономически более целесообразно отложить старт новых проектов), так и на поведение потребителей (многие из которых предпочтут сберегать деньги, а не тратить). С учетом высокой базы 2024 года и действия указанных факторов замедление темпов роста ВВП видится основным сценарием для будущего года. На наш взгляд, если фактический рост экономики окажется близким к прогнозу правительства РФ (2,5% г/г), это можно будет считать отличным результатом.

Если же события будут развиваться по неблагоприятному сценарию и темпы роста экономики будут заметно ниже прогноза, власти, вероятно, пойдут на стимулирующие меры как по линии бюджета (вполне вероятно, что расходы будут увеличены, а пополнение ФНБ — отложено до лучших времен), так и монетарного характера. В этом случае мы ожидаем более значительного снижения ключевой ставки в будущем году. В базовом сценарии мы предполагаем, что к концу 2025 г. она опустится до 17-18%, а в неблагоприятном — до 15-16%.

ВВП РФ, % г/г



Ключевая ставка Банка России и инфляция



Источник: Росстат, Центральный банк Российской Федерации

Долговой рынок: планы по заимствованиям остаются амбициозными

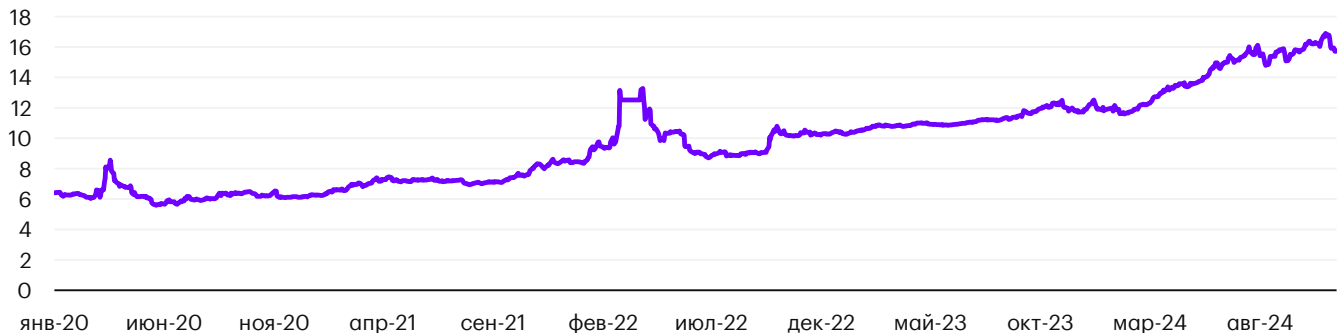
На рынке облигаций в 2024 году сложилась непростая ситуация. В начале года большинство инвесторов полагали, что действий ЦБ РФ по ужесточению монетарной политики будет достаточно для обуздания инфляции, и поэтому формировали позиции в длинной части кривой. К сожалению для них, эти ожидания не оправдались, а в середине года регулятор перешел к повышению ключевой ставки, цикл которого продолжился вплоть до конца года. Неудивительно, что на рынке ОФЗ сформировался устойчивый тренд к повышению доходности, которая достигла своих исторических максимумов.

Последовательное повышение ключевой ставки и негативные ожидания инвесторов существенно осложнили задачу Минфина по исполнению программы заимствований. К середине ноября ведомству удалось исполнить ее на 54%, выпустив бумаг на сумму 2,2 трлн рублей по номиналу. Большинство наблюдателей полагали, что в конце года Правительство активизирует эмиссию бумаг с плавающей процентной ставкой по аналогии с тем, как это было в 2020 и 2022 гг., но по состоянию на 15 ноября этого не произошло.

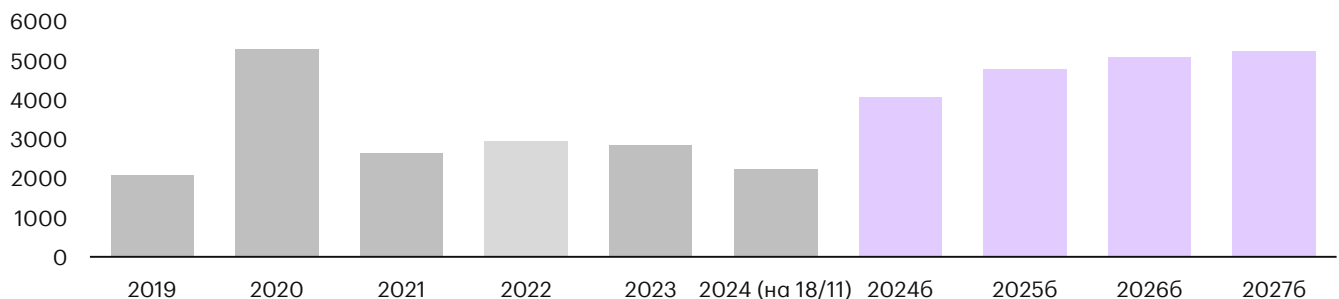
Планы по заимствованиям на 2025 год остаются амбициозными — их валовый объем должен составить 4,8 трлн рублей, а в чистом выражении Правительство планирует привлечь с рынка 3,3 трлн рублей. Реализовать этот план вполне возможно, если процентные ставки в РФ будут быстро двигаться вниз. В этом случае формирование значительного спроса на бумаги в длинной части кривой позволит Минфину не только выполнить программу в полном объеме, но и улучшить структуру долга, снизив долю бумаг с плавающей процентной ставкой.

Как было упомянуто выше, снижение ключевой ставки ЦБ РФ в 2025 году является базовым вариантом развития событий. Поэтому кривая доходности ОФЗ имеет хороший потенциал для снижения, который начнет реализовываться, когда инвесторы будут уверены в скором начале смягчения монетарной политики. На наш взгляд, регулятор может перейти к снижению ставки уже во 2-м квартале 2025 года.

Доходность 10-летней синтетической ОФЗ, % годовых



Объем эмиссии (валовый), млрд рублей



б – бюджетный план
 Источник: Cbonds, Министерство финансов Российской Федерации, Московская биржа

Валютный рынок: очередная перестройка рынка

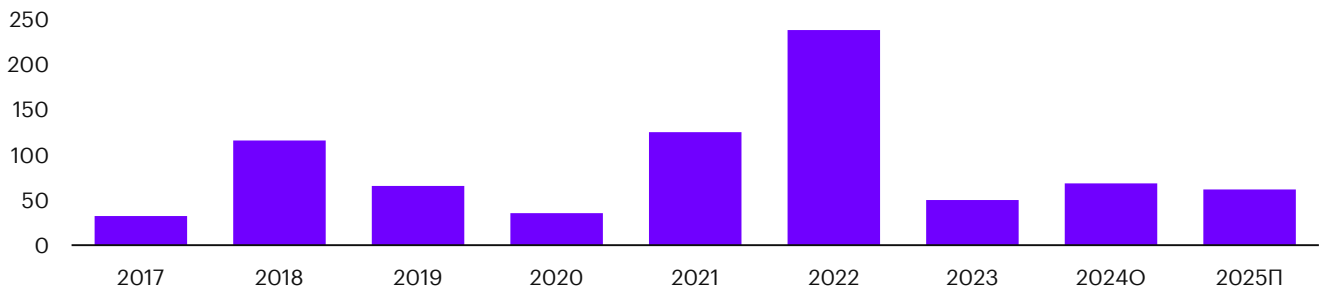
Ключевым событием на российском валютном рынке в 2024 году стало введение санкций против биржевой инфраструктуры в июне, в результате чего организованные торги долларом США и евро прекратились. На этом фоне в миниатюре повторился сценарий 2022 г., когда рубль избыточно укреплялся из-за проблем с расчетами. На преодоление этих сложностей в 2024 г. ушло меньше времени, и уже в октябре он вернулся на прежнюю траекторию. Трансформация рынка из биржевого во внебиржевой сделала ценообразование на нем менее прозрачным, а издержки для конечных покупателей/продавцов — более высокими.

С фундаментальной точки зрения никаких изменений не произошло — по-прежнему основным фактором курсообразования является динамика показателей внешней торговли. По нашим оценкам, профицит по счету текущих операций в 2025 г. составит порядка \$60 млрд, поэтому дефицита валютной ликвидности не ожидается. Однако рынок функционирует нестабильно, что периодически приводит к избыточной волатильности ввиду снизившейся ликвидности и прозрачности ценообразования.

По всей видимости, эта его особенность сохранится и в следующем году. Как правило, в таких ситуациях рынок более чутко реагирует на негативные факторы и медленнее восстанавливается до экономически обоснованных значений. В целом же, с учетом того, что инфляция в России заметно превышает аналогичный показатель в США, ослабление курса на разницу в этих величинах в 2025 году видится основным сценарием.

Для инвесторов возможности по хеджированию валютного риска заметно сократились за последние годы. В текущих условиях одним из наиболее интересных вариантов являются замещающие и квазивалютные облигации. Объем рынка этих инструментов в 2024 году заметно увеличился за счет замещения суверенных еврооблигаций — этот процесс должен завершиться в начале декабря. На наш взгляд, в преддверии этого события доходность всех валютных бумаг оказалась под давлением. Скорее всего, избыточная премия, которая сейчас заложена в этих инструментах, может сократиться в будущем году, что должно принести инвесторам в них дополнительный доход.

Профицит(+)/дефицит(-) по счету текущих операций, \$ млрд



Обменный курс ЦБ РФ RUB/USD



О – оценка
П – прогноз

Источник: Центральный банк Российской Федерации, оценки АТОН

Наши фавориты на рублевом рынке облигаций

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Доходность, %*	Спред, б.п.	Дюрация, лет	Объем, млрд руб.	Погашение	Пут-опцион	Рейтинг эмитента (ЭкспертРА / АКРА)
Positive Technologies, 001P-02 (RU000A105JG1)	ИТ-сервисы и программное обеспечение	10,55	90,0	23,4	222	1,0	2,5	03.12.2025	—	ruAA / -
Автодор, БО-005P-01 (RU000A106FR4)	Строительство сооружений	10,31	83,1	24,9	401	1,4	16,0	25.06.2026	—	ruAA+ / AA(RU)
Аэрофлот, ПО1-БО-01 (RU000A103943)	Воздушный транспорт	8,35	83,6	22,6	173	1,4	24,7	11.06.2026	—	ruAA / AA(RU)
Башкирская содовая компания, 001P-03 (RU000A106JZ9)	Химическая и нефтехимическая промышленность	10,60	85,8	26,3	521	1,2	6,0	10.07.2026	—	ruA+ / -
Газпромбанк, 001P-26P (RU000A1064G3)	Банки	10,00	82,9	22,3	166	1,8	10,4	18.04.2033	21.10.2026	ruAA+ / AA+(RU)
ГИДРОМАШСЕРВИС, 001P-01 (RU000A105Q89)	Прочее машиностроение и приборостроение	12,00	89,6	24,9	380	1,0	3,0	25.12.2025	—	ruA / -
ГМК Норильский никель, БО-001P-02 (RU000A105A61)	Цветная металлургия	9,75	90,4	23,4	222	0,9	25,0	05.10.2027	14.10.2025	ruAAA / -
Группа Черкизово, БО-001P-05 (RU000A105C28)	Производство продуктов и напитков	9,95	88,9	25,8	459	0,9	10,0	23.10.2025	—	ruAA / AA(RU)
ГТЛК, 001P-10 (RU000A0ZZ984)	Лизинг и аренда	13,32	93,4	30,1	877	0,5	10,0	20.05.2033	04.06.2025	- / AA-(RU)
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-03 (RU000A107AJ0)	FMCG -ритейл	12,90	89,0	23,3	236	1,4	10,0	22.11.2033	05.06.2026	- / -
Инарктика, 002P-01 (RU000A107W48)	Производство продуктов и напитков	14,25	84,6	25,2	463	1,9	3,0	26.02.2027	—	- / A+(RU)
МЕДСИ, 001P-02 (RU000A105YB1)	Медицинские услуги	10,35	85,0	26,2	519	1,2	3,0	25.02.2038	16.03.2026	ruAA- / AA-(RU)
Новабев Групп, БО-ПО4 (RU000A102GU5)	Производство продуктов и напитков	7,40	90,8	24,8	352	0,6	5,0	05.12.2025	—	ruAA / -
Почта России, БО-002P-01 (RU000A104V75)	Почтовая и курьерская служба	11,40	78,5	24,4	399	2,1	10,0	26.05.2032	07.06.2027	- / AA+(RU)
РЖД, 30 (RU000A0JUАН8)	Железнодорожный транспорт	22,50	100,0	23,7	253	0,9	15,0	07.11.2028	14.11.2025	ruAAA / AAA(RU)
Ростелеком, 002P-14R (RU000A1085D5)	Связь и телекоммуникация	14,40	92,1	22,9	191	1,2	10,0	01.04.2026	—	- / AA+(RU)
Селектел, 001P-04R (RU000A1089J4)	ИТ-сервисы и программное обеспечение	15,00	91,9	24,3	325	1,2	4,0	02.04.2026	—	ruAA- / A+(RU)
T1, 001P-01 (RU000A1071R5)	ИТ-сервисы и программное обеспечение	15,50	96,7	26,6	521	0,4	2,0	14.10.2025	18.04.2025	- / A+(RU)
ХК Новотранс, 001P-04 (RU000A106SP1)	Железнодорожный транспорт	12,25	84,8	25,9	503	1,4	6,5	25.08.2026	—	ruAA- / -
ЮВЕЛИТ, 001P-01 (RU000A105PK0)	Изготовление одежды и аксессуаров	13,40	90,3	25,9	471	1,0	3,0	23.12.2025	—	- / A(RU)

Данные по состоянию на 18.11.2024

* Возможный доход при условии выполнения эмитентом своих обязательств, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией

Источник: Cbonds, оценки АТОН

Наши фавориты на рублевом рынке облигаций (флоатеры)

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Базовая ставка	Маржа, п.п.	Спред ¹ , б.п.	Погашение	Пут-опцион	Объем, млрд руб.	Рейтинг эмитента (ЭкспертРА / АКРА)
Акрон, БО-001P-05 (RU000A109XR1)	Удобрения	—	99,8	KC	1,75	182	14.10.2027	—	12,0	ruAA / -
АЛРОСА, 001P-02 (RU000A109SH2)	Добыча прочих полезных ископаемых	—	99,1	KC	1,14	185	07.04.2026	—	25,0	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Капитал, 07 (RU000A106375)	Нефтегазовая отрасль	—	95,0	RUONIA	1,30	292	05.04.2028	—	40,0	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Нефть, 003P-10R (RU000A107UW1)	Нефтегазовая отрасль	—	99,0	RUONIA	1,30	172	12.02.2027	—	50,0	ruAAA / AAA(RU)
ГМК Норильский никель, БО-09 (RU000A1069N8)	Цветная металлургия	20,1%	96,9	RUONIA	1,30	204	17.05.2028	—	60,0	ruAAA / -
ЕвразХолдинг Финанс, 003P-01 (RU000A108G05)	Черная металлургия	—	97,1	KC	1,30	248	07.11.2026	—	40,0	- / -
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-02 (RU000A1075S4)	FMCG-ритейл	20,1%	98,6	KC	1,10	177	17.10.2026	—	20,0	- / -
ЛК Европлан, 001P-07 (RU000A108Y86)	Лизинг и аренда	—	97,9	KC	1,90	252	24.06.2027	—	12,0	ruAA / AA(RU)
МегаФон, БО-002P-06 (RU000A1094E5)	Связь и телекоммуникация	—	97,0	KC	1,05	266	28.07.2026	—	10,0	ruAAA / AAA(RU)
МТС, 002P-01 (RU000A1075E4)	Связь и телекоммуникация	—	93,7	RUONIA	1,25	370	26.10.2027	—	25,0	ruAAA / AAA(RU)
РЕСО-Лизинг, БО-02П-05 (RU000A1075J3)	Лизинг и аренда	—	90,2	RUONIA	2,25	608	19.10.2033	01.11.2027	11,0	ruAA- / -
РЖД, 001P-26R (RU000A106K43)	Железнодорожный транспорт	19,8%	97,6	RUONIA	1,30	198	19.07.2028	—	30,0	ruAAA / AAA(RU)
Россельхозбанк, БО-02-002P (RU000A1068R1)	Банки	20,0%	98,8	KC	1,50	243	08.05.2026	—	25,0	- / AA(RU)
Россети Центр, 001P-03 (RU000A107AG6)	Электроэнергетика	19,9%	95,3	KC	0,90	283	18.05.2027	—	5,0	ruAAA / -
Россети, 001P-13R (RU000A109528)	Электроэнергетика	—	97,9	KC	1,00	171	18.07.2027	—	65,0	ruAAA / AAA(RU)
Ростелеком, 001P-12R (RU000A109X29)	Связь и телекоммуникация	—	99,2	KC	1,30	188	21.04.2026	—	13,5	- / AA+(RU)
Росэксимбанк, 002P-05 (RU000A108ZT4)	Банки	—	94,5	KC	1,90	398	05.07.2034	19.07.2027	15,0	ruAA+ / AA+(RU)
Славнефть, 002P-05 (RU000A108ZH9)	Нефтегазовая отрасль	—	97,9	KC	1,40	219	15.05.2034	24.06.2027	10,0	ruAA / AA-(RU)
Совкомбанк, БО-П05 (RU000A109VL8)	Банки	—	99,1	KC	2,00	233	10.10.2027	—	22,0	ruAA / AA(RU)
ФосАгро, БО-П02 (RU000A109K40)	Удобрения	—	99,0	KC	1,10	167	08.09.2026	—	35,0	ruAAA / AAA(RU)

Данные по состоянию на 18.11.2024
Источник: Cbonds, оценки АТОН

Наши фавориты среди валютных облигаций

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Доходность, %*	Дюрация, лет	Валюта	Объем, млн	Погашение	Колл-опцион	Рейтинг эмитента (ЭкспертРА / АКРА)
АЛРОСА, 3O27-Д (RU000A108TV3)	Добыча прочих полезных ископаемых	3,10	79,6	12,9	2,4	USD	198	25.06.2027	25.03.2027	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Капитал, 3O27-1-Д (RU000A1056U0)	Нефтегазовая отрасль	4,95	88,2	11,1	2,2	USD	402	23.03.2027	—	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Капитал, 3O28-1-Е (RU000A105BY1)	Нефтегазовая отрасль	1,85	71,0	11,3	3,9	EUR	343	17.11.2028	—	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Капитал, 3O30-1-Д (RU000A105SG2)	Нефтегазовая отрасль	3,25	68,9	11,6	4,7	USD	1 464	25.02.2030	—	ruAAA / AAA(RU)
Газпром Нефть, 0O3P-12R (RU000A108PZ2)	Нефтегазовая отрасль	7,75	92,4	12,5	1,9	CNY	2 000	14.12.2026	—	ruAAA / AAA(RU)
ГМК Норильский никель, 3O26-Д (RU000A107C67)	Цветная металлургия	2,80	87,6	10,2	1,9	USD	333	27.10.2026	—	ruAAA / -
ГТЛК, 3O25-Д (RU000A1078V2)	Лизинг и аренда	5,95	95,8	17,7	0,4	USD	292	17.04.2025	—	- / AA-(RU)
ГТЛК, 3O27-Д (RU000A107B43)	Лизинг и аренда	4,65	82,1	14,4	2,2	USD	347	10.03.2027	—	- / AA-(RU)
Лукойл, 3O-27 (RU000A1059P4)	Нефтегазовая отрасль	2,80	85,4	9,9	2,3	USD	257	26.04.2027	26.04.2025	ruAAA / AAA(RU)
Лукойл, 3O-30 (RU000A1059Q2)	Нефтегазовая отрасль	3,88	77,2	9,5	4,8	USD	287	06.05.2030	06.05.2025	ruAAA / AAA(RU)
Металлоинвест, 0O1P-02 (RU000A1057)	Черная металлургия	3,70	80,2	12,7	2,6	CNY	1 000	10.09.2027	—	- / AAA(RU)
Металлоинвест, 028 (RU000A105A04)	Черная металлургия	3,38	77,1	10,9	3,6	USD	286	22.10.2028	—	- / AAA(RU)
Московский кредитный банк, 3O-2026-02 (RU000A107VV1)	Банки	3,88	85,4	13,5	1,8	USD	160	21.09.2026	—	ruA+ / A+(RU)
НОВАТЭК, 0O1P-02 (RU000A108G70)	Нефтегазовая отрасль	6,25	85,5	10,7	3,8	USD	750	16.05.2029	—	ruAAA / AAA(RU)
Полюс, 3O28-Д (RU000A108P79)	Добыча драгоценных металлов	3,25	76,5	11,1	3,6	USD	451	14.10.2028	—	ruAAA / -
Совкомфлот, 0O1P-01 (RU000A106Q0)	Водный транспорт	4,95	90,4	13,4	1,3	CNY	2 600	24.03.2026	—	ruAAA / -
Совкомфлот, 3O-2028 (RU000A105A87)	Водный транспорт	3,85	80,7	11,0	3,2	USD	383	26.04.2028	—	ruAAA / -
ФосАгро, 3O28-Д (RU000A106G56)	Удобрения	2,60	76,0	10,6	3,6	USD	383	16.09.2028	—	ruAAA / AAA(RU)

Данные по состоянию на 18.11.2024

* Возможный доход при условии выполнения эмитентом своих обязательств, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией
Источник: Cbonds, оценки АТОН.

Взгляд на рынок: сжатая пружина

По нашему мнению, российский фондовый рынок на данном этапе похож на сжатую пружину, которая может неожиданно и быстро разжаться в 2025 году. Предсказать точный момент сложно, но поводов для этого много. Коротко их перечислим, а ниже в тексте дадим развернутый комментарий по каждому пункту:

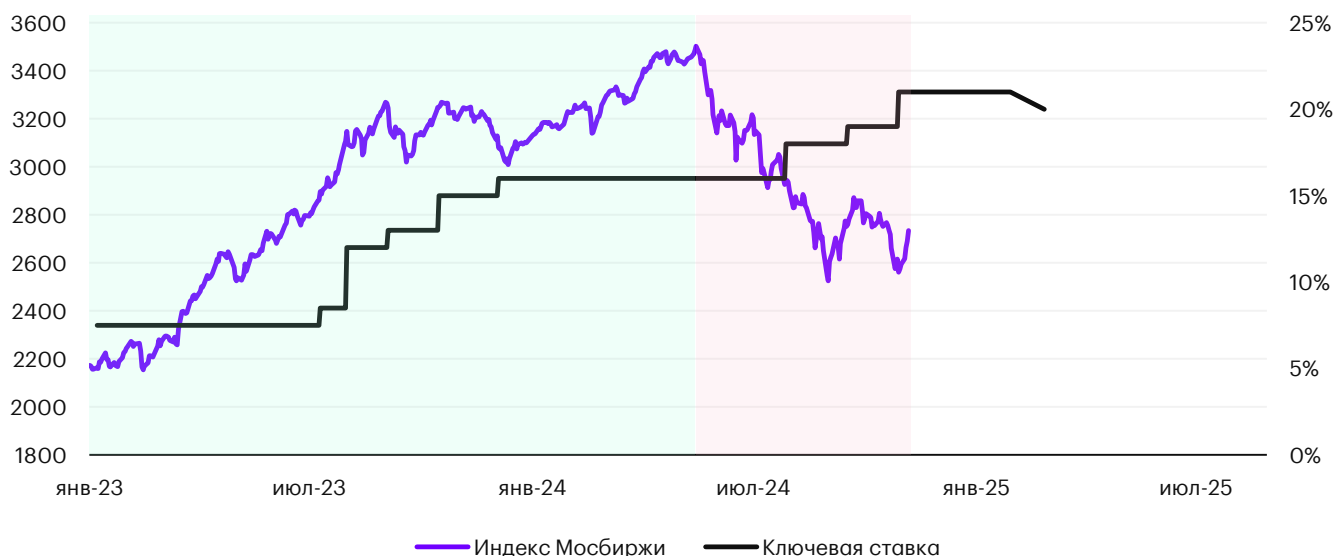
- Очень низкая стоимость российских акций по финансовым мультипликаторам по сравнению со средним историческим уровнем.
- Ожидания инвесторов, что ЦБ в следующем году закончит процесс повышения ключевой ставки, и начнется тренд ее постепенного снижения.
- Приток денежных средств с депозитов и фондов денежного рынка в акции.
- Рост капитализации фондового рынка относительно ВВП, в том числе за счет выхода новых компаний на рынок.
- Снижение геополитических рисков.
- Анализ исторических данных индекса Мосбиржи за последние 20 лет (с 2004 года) показывает, что за этот период не было ни одного периода, когда фондовый рынок снижался два года подряд. Всегда за годом падения следовал год, когда он показывал положительную динамику.

Наш прогнозный диапазон по индексу Московской биржи на конец 2025 года составляет 3 300-3 500 пунктов. Нижняя граница диапазона является форвардным значением индекса относительно текущего значения в 2600 пунктов. Нижняя граница диапазона рассчитывается на основе текущей стоимости акционерного капитала, который по нашим расчетам составляет около 25% – 17% безрисковая ставка + 7% премия за риск инвестирования в акции. Верхняя граница диапазона базируется на целевых ценах, рассчитанных нами для компаний, которые мы анализируем.

Риски недостижения наших целей по индексу мы видим следующие:

- Ни ключевая ставка, ни показатели доходности по долгосрочным облигациям не снижаются относительно текущих уровней в течение 2025 года.
- В условиях высоких процентных ставок темпы роста российской экономики быстро замедляются, компании с высоким уровнем долга могут объявить дефолт.
- В банковском секторе качество кредитных портфелей ухудшится, что вынудит банки создавать дополнительные резервы. При этом прибыль банков будет снижаться.
- Геополитические риски остаются без изменений или усугубляются.

Индекс Мосбиржи и ключевая ставка



Источник: Мосбиржа, ЦБ

Низкая стоимость российских акций по финансовым мультипликаторам

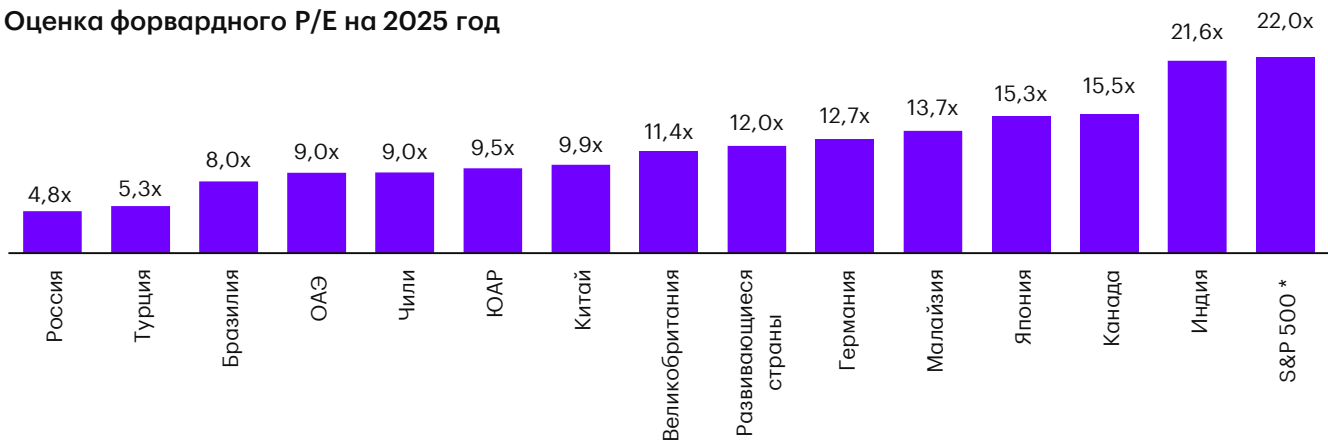
На основе наших прогнозов по чистой прибыли российских публичных компаний на 2025 год фундаментальная оценка рынка по медианному мультипликатору P/E составляет около 4,8x, что является, по нашим расчетам, одним из самых минимальных значений за последние 10 лет. Значение мультипликатора P/E напрямую зависит от уровня процентных ставок в экономике: высокая требуемая доходность инвестиций предполагает снижение стоимости активов. Переоценка мультипликатора вверх начнется, как только ожидания инвесторов изменятся в пользу тренда на снижение ключевой ставки.

Последний **среднесрочный прогноз** ЦБ РФ предполагает, что ставки все-таки постепенно начнут снижаться в 2025 году. В 2025 году ЦБ прогнозирует среднегодовой уровень ключевой ставки в диапазоне 17-20% против текущего уровня в 21%. Мы полагаем, что возврат ключевой ставки к уровню 17-18% будет способствовать восстановлению мультипликатора P/E до 6,0-7,0x, что соответствует среднему уровню оценки

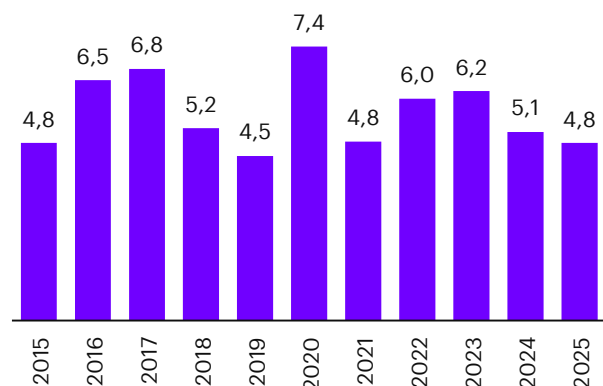
российского рынка за последние 10 лет. При этом рынки большинства крупных развитых и развивающихся стран оцениваются по значительно более высоким мультипликаторам P/E – 8x-20x+. В предыдущих наших стратегиях мы отмечали долгосрочный потенциал повышения российского мультипликатора P/E выше исторических значений благодаря следующим факторам:

- дальнейшему снижению процентных ставок (среднесрочный прогноз ЦБ предполагает уровень ключевой ставки в 2027 году в диапазоне 7,5-8,5%);
- избытку ликвидности и перетоку денежных средств с депозитов на фондовый рынок (см. стр. 23);
- снижению геополитических рисков и премий за риск инвестирования в акции.

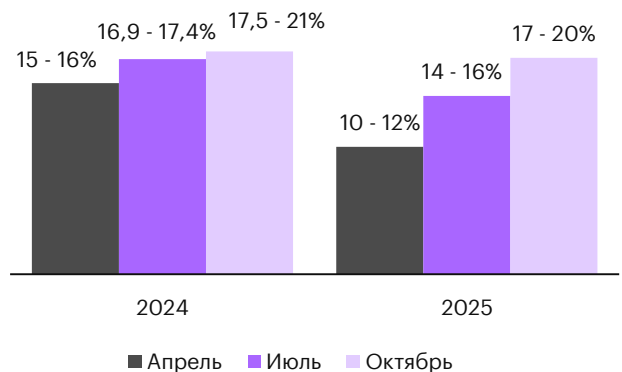
Оценка форвардного P/E на 2025 год



Историческая медиана мультипликатора P/E российских компаний



Изменения прогнозов ЦБ по ключевой ставке в 2024 году, средняя, %



* Standard & Poor's 500 Index, американский фондовый индекс; Источник: данные Мосбиржи, ЦБ РФ, Investing.com, расчеты АТОН

Ликвидность: из банков на рынок – в ожидании лавины

В России наблюдается избыток денежной ликвидности, формирующийся из трех ключевых источников:

- Возврат активов, инвестированных за рубежом: за последние несколько лет на фоне многочисленных санкций и инфраструктурных ограничений в международных расчетах многие состоятельные россияне решили вернуть свои зарубежные сбережения и инвестиции в Россию.
- Рост доходов населения: на фоне крайне низкого уровня безработицы и дефицита рабочей силы активно растут доходы населения.
- Увеличение доходов компаний: рост ВВП и промышленного производства способствуют повышению доходов бизнеса.

Высокие процентные ставки стимулируют россиян размещать свои сбережения на банковских депозитах. На конец сентября 2024 года общий объем депозитов физических лиц, по данным ЦБ, составил 52 трлн рублей. С начала года он вырос на 16% или, 7,1 трлн рублей. При этом основной прирост пришелся на срочные депозиты сроком до 1 года, а их общий объем составляет почти 27 трлн рублей (52% от всех депозитов). Другим популярным инструментом для размещения свободной ликвидности у россиян стали фонды денежного рынка, ежемесячно привлекающие около 70–130 млрд рублей. По нашим оценкам, к концу 2024 года совокупный объем таких фондов может приблизиться к 1 трлн рублей. Хотя это значительно меньше, чем объем депозитов, эти фонды важны для сравнения с инвестициями россиян в акции. В частности, по данным Investfunds, с начала 2024 года по конец октября притоки в фонды акций были близки к нулю, а совокупный объем всех открытых фондов акций (ОПИФ) составляет всего 1,4 трлн рублей.

Оценка объема российских акций в свободном обращении

Какой же объем российских акций доступен в свободном обращении для российских инвесторов? Текущая капитализация российского рынка акций составляет около 50 трлн рублей. По данным Московской биржи, доля акций в свободном обращении (free float) составляет [около 36%](#), или 18 трлн рублей. Однако значительная часть этих акций находится [у недружественных нерезидентов](#) на счетах типа «С» и не доступна для свободной торговли на бирже. В сентябре 2022 года бывший первый [зампред ЦБ Сергей Швецов](#) [сообщал](#), что 74% акций в свободном обращении

принадлежит таким инвесторам. К концу 2023 года [Московская биржа снизила эту оценку](#) до 60%. Таким образом, около 40% акций в свободном обращении общей капитализацией 7,2 трлн рублей доступны российским инвесторам. Эти данные подтверждаются расчетами Центрального банка. В [«Обзоре ключевых показателей брокеров»](#) за второй квартал 2024 года указано, что объем активов российских брокеров составляет 22 трлн рублей, из которых 32%, то есть те самые 7 трлн рублей, вложено в акции. Хотя доля акций, принадлежащих физическим лицам, в отчете не раскрывается, но указано, что физическим лицам принадлежит 40% всех активов, или 9,4 трлн рублей. Если предположить, что их доля инвестиций в акции составляет около 30%, то это эквивалентно 2,8–3 трлн рублей. Получается, эта сумма почти в 10 раз меньше размера срочных вкладов россиян сроком до 1 года. При снижении процентных ставок в экономике и последующем уменьшении ставок по депозитам можно ожидать тренда на отток средств с депозитов. Можно предположить, что часть россиян предпочтут инвестировать эти средства в российские акции, учитывая их относительно низкую стоимость. Даже переток 1 трлн рублей с депозитов на фондовый рынок, по нашим оценкам, способен привести к значительному росту стоимости акций. Ведь речь идет о притоке средств в размере минимум 35-40% от существующего free float, что очень много.

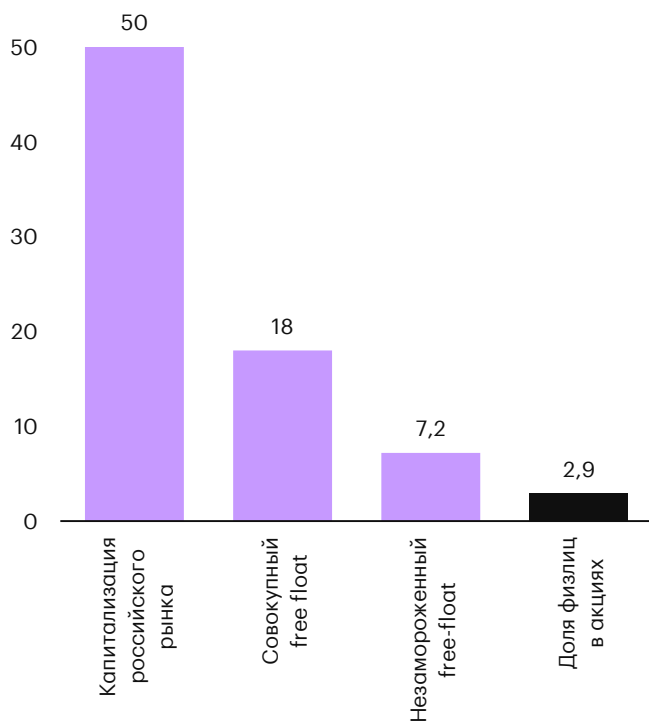
Для сравнения, можно посмотреть пример фондового рынка ОАЭ. В стране сконцентрирован большой объем капитала при ограниченном выборе инвестиционных инструментов. Фондовый рынок также развит недостаточно широко. Как результат, за последние 5 лет индекс акций ОАЭ вырос на 54%, отношение капитализации рынка к ВВП увеличилось с 61,5% до 193%, а рыночный мультипликатор P/E составляет больше 8,4x

Реализация этого сценария может столкнуться с рядом препятствий:

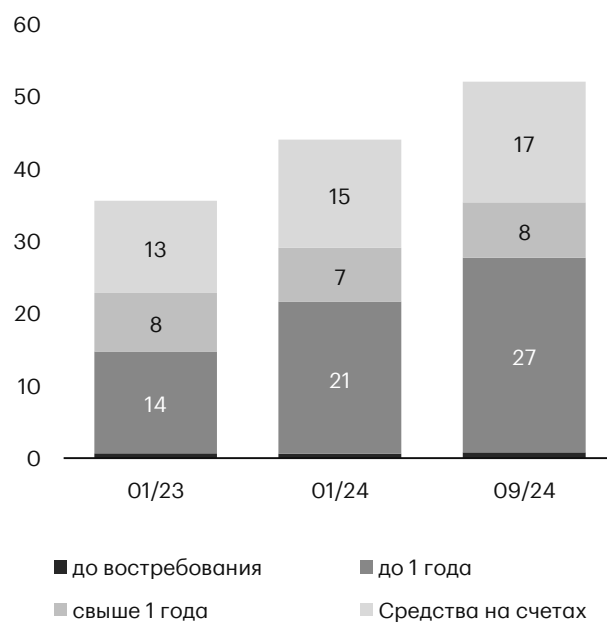
- Разморозка иностранных активов: если замороженные акции иностранных инвесторов будут разморожены или обменены на другие активы, это создаст эффект «навеса» и окажет сдерживающее влияние на рост рынка.
- Конкуренция со стороны облигаций, которые могут оттянуть на себя часть средств.

Ликвидность: из банков на рынок — в ожидании лавины

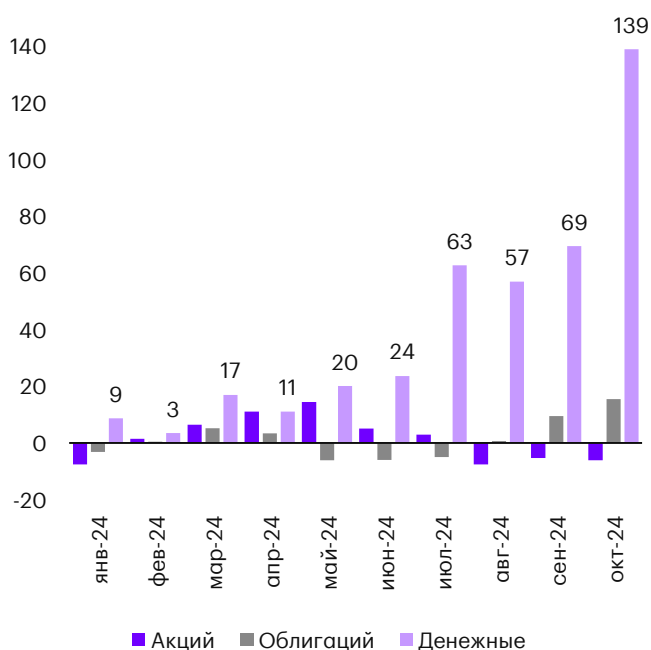
Около 3,0 трлн рублей физлиц вложено в рынок акций..., трлн руб.



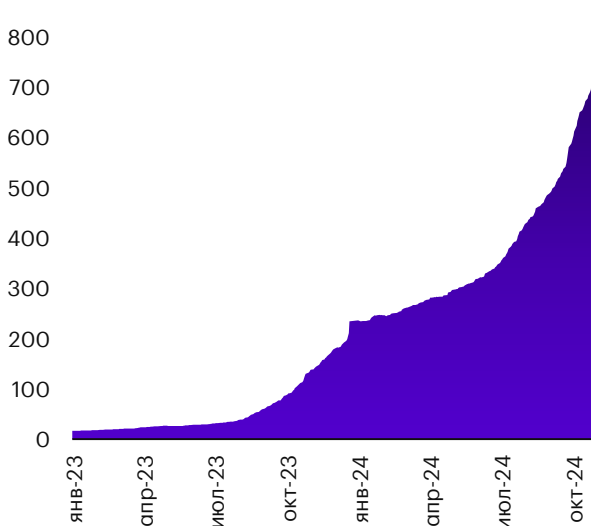
...а в депозиты – 52 трлн рублей, из которых 52% – депозиты сроком до 1 года. Они приросли на 6 трлн рублей с начала 2024 года, трлн руб.



Динамика оттоков/притоков в ОПИФ, млрд руб.



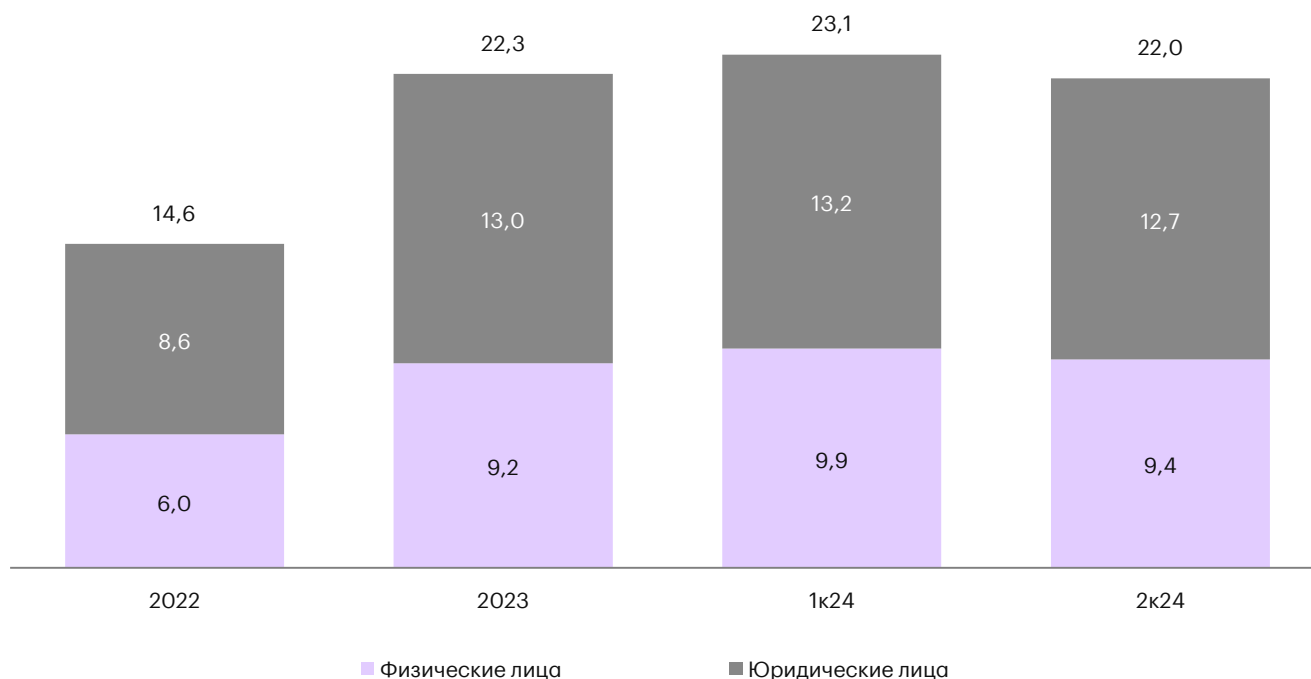
Совокупный размер фондов денежного рынка, млрд руб.



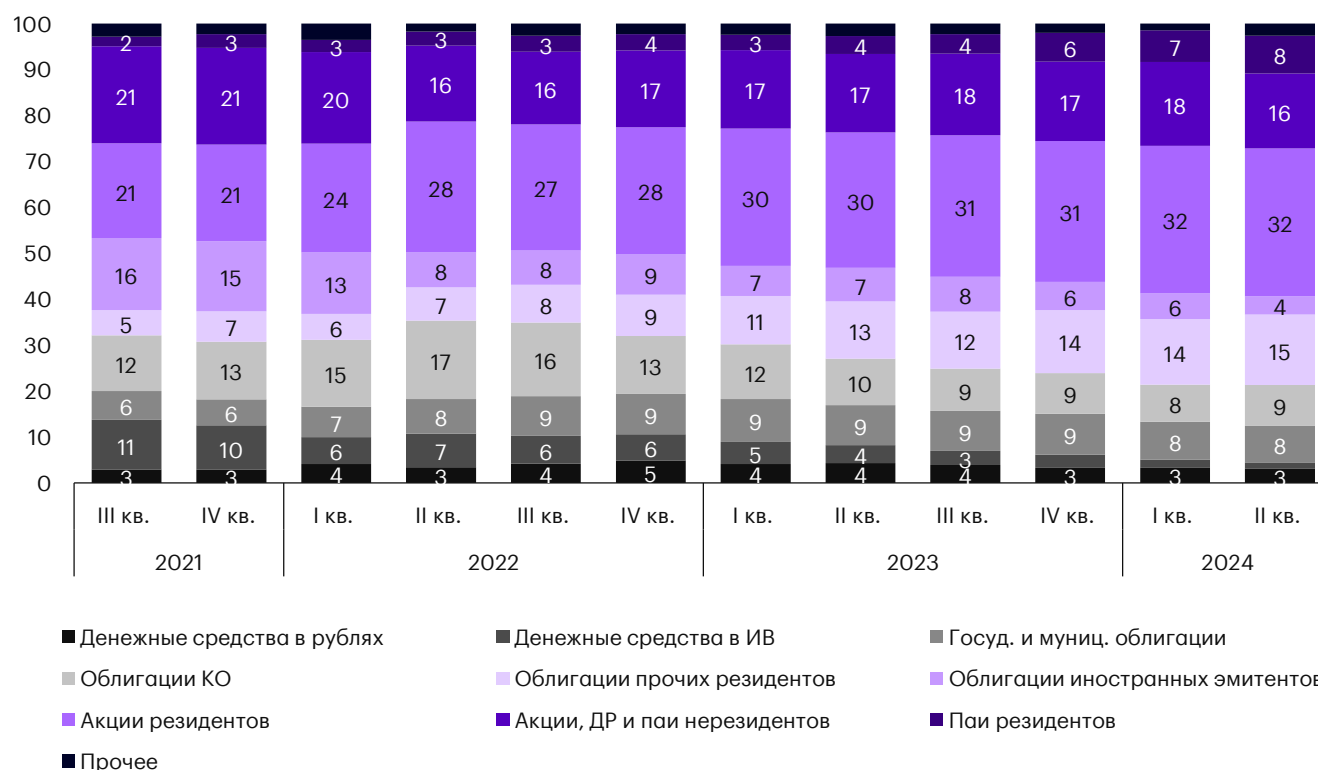
Источник: FrankMedia, Investfunds, РБК, ЦБ, МосБиржа, расчеты АТОН

Ликвидность: из банков на рынок — в ожидании лавины

Активы на брокерском обслуживании, трлн руб.



Структура активов на брокерском обслуживании, %



Источник: данные ЦБ

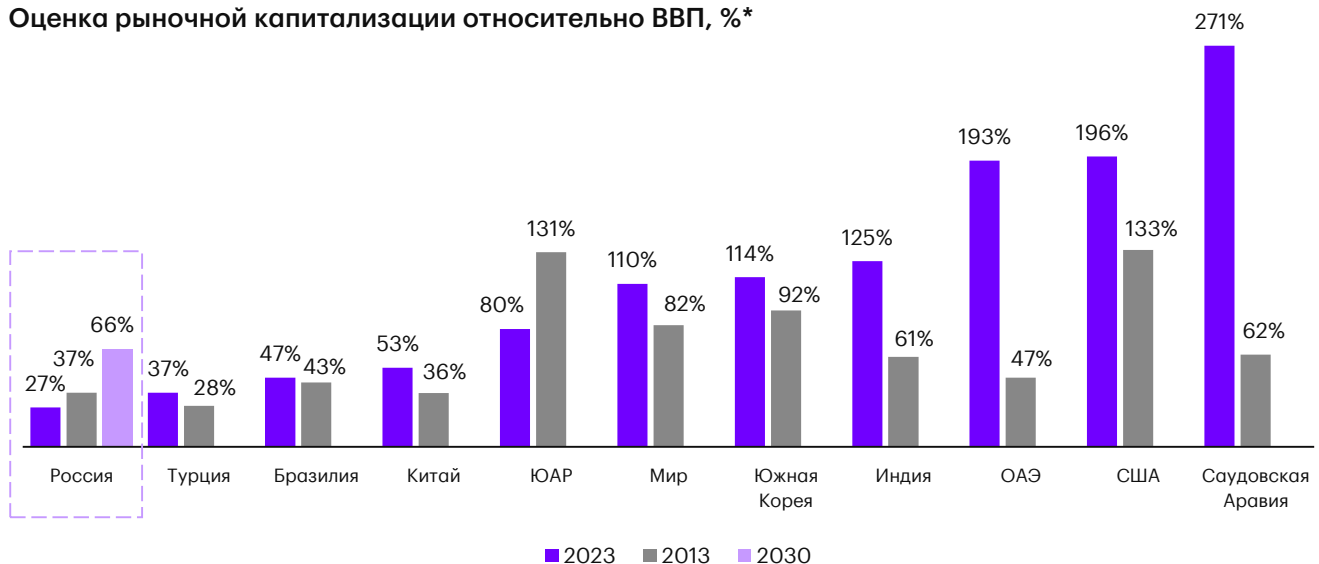
Низкий уровень капитализации к ВВП

Развитие фондового рынка – один из важных приоритетов для правительства. В частности, президент РФ **поставил задачу** к 2030 году увеличить капитализацию российского рынка акций относительно ВВП до 66%. Сейчас этот показатель, по нашим оценкам, составляет всего 27%, хотя еще 10 лет назад был на 10% выше. Для сравнения, отношение капитализации рынка к ВВП в других крупных экономиках колеблется от 40% до 100%.

Достижение этой цели возможно двумя путями: за счет роста капитализации существующих компаний и проведения публичных размещений новых, включая государственные компании.

Примером является планируемое **размещение акций ДОМ.РФ** в 2025 году. В первом случае, учитывая предполагаемый рост номинального ВВП на уровне 6-8% в год, необходимый среднегодовой рост рыночной капитализации должен составить около 20%. Это существенно выше среднего исторического темпа роста индекса Московской биржи, который за последние 20 лет (2005-2024) показывал темпы роста чуть ниже 14% в год, однако, на наш взгляд, является достижимой задачей по причинам, которые мы указали выше.

Оценка рыночной капитализации относительно ВВП, %*



Средняя годовая доходность по классам активов за 20 лет (2005-2024)**



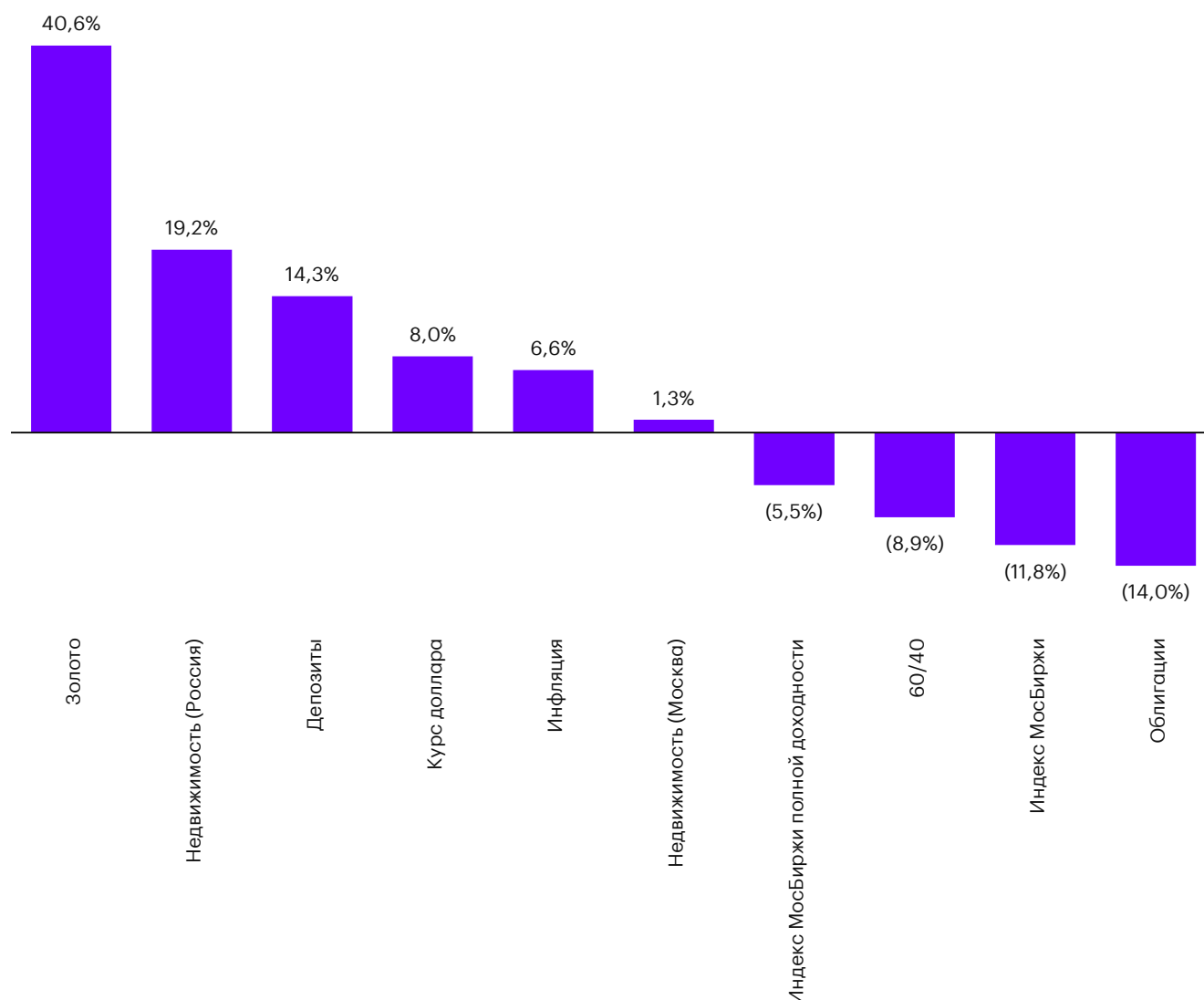
* Данные по России рассчитаны на 2013 г. (серый цвет), на конец 2023г. (синий цвет) и цели 66% к 2030 г. в рамках [послания президента В.В. Путина](#) Федеральному собранию; **Доходности активов рассчитаны по следующим источникам: золото – [Investing.com](#); Индекс МосБиржи – Московская биржа; недвижимость – средняя цена квадратного метра по данным Росстата; инфляция – Росстат; депозиты – срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара – курс на конец года по данным ЦБ; облигации – на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Cbonds; инвестиционная стратегия 60/40 – предполагает диверсификацию активов по принципу 60% акций (входящие в индекс Мосбиржи) и 40% облигаций (Индекс Государственных облигаций Мосбиржи)
Источник: Росстат, Мосбиржа, World bank, расчеты и оценки АТОН
Расчеты представлены на 08.11.2024

Историческая динамика рынка говорит в пользу его роста в 2025 году

На финансовом рынке принято говорить, что доходность в прошлом не гарантирует доходность в будущем. Однако можно сделать интересное наблюдение, что с 2005 года (за последние 20 лет, что немало) не было ни одного года, когда рынок падал два года подряд. Рынок акций показал отрицательную динамику в 2008, 2011, 2014, 2017 и 2022, однако за этими годами рынки демонстрировали положительную восстановительную динамику. На середину ноября 2024 года рынок акций снизился на 11,8% с начала года.

При этом многие негативные факторы уже заложены в цене акций, и нам сложно представить себе причины, по которым рынок может существенно снизиться в 2025 году. Снижение геополитических рисков и запуск переговоров по Украине, конечно, является ключевым фактором, который может стать спусковым крючком для разжатия пружины российского фондового рынка. Прогнозировать, когда начнется этот процесс и начнется ли он, сложно, но он играет важную роль для рынка.

Доходность разных классов активов в рублях с начала 2024 года*



**Доходности активов рассчитаны по следующим источникам: золото – [Investing.com](https://www.investing.com); Индекс МосБиржи – Московская биржа; недвижимость – средняя цена квадратного метра по данным Росстата; инфляция – Росстат; депозиты – срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара – курс на конец года по данным ЦБ; облигации – на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Sbonds; инвестиционная стратегия 60/40 – предполагает диверсификацию активов по принципу 60% акций (входящие в индекс МосБиржи) и 40% облигаций (Индекс Государственных облигаций Мосбиржи).
Расчеты представлены на 08.11.2024

Доходность разных классов активов в рублях, в годовом сравнении*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 с нач. года
Индекс МосБиржи	83,1%	67,5%	11,5%	(67,2%)	121,1%	23,2%	(16,9%)	5,2%	2,0%	(7,1%)	26,1%	26,8%	(5,5%)	12,3%	28,6%	8,0%	15,1%	(43,1%)	43,9%	(11,8%)
Индекс МосБиржи полной доходности	84,9%	69,8%	12,7%	(66,6%)	126,1%	25,3%	(14,5%)	8,8%	6,3%	(1,8%)	32,3%	32,8%	(0,2%)	19,1%	38,5%	14,8%	21,8%	(37,3%)	53,8%	(5,5%)
60/40	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	(6,2%)	14,3%	5,0%	(9,1%)	32,9%	21,9%	7,1%	10,0%	35,5%	12,5%	9,2%	(22,6%)	32,3%	(8,9%)
Курс доллара	0,4%	(5,8%)	(7,7%)	46,3%	(15,1%)	(1,9%)	1,7%	(0,9%)	17,1%	95,8%	9,6%	(20,3%)	(6,6%)	16,4%	(2,3%)	18,5%	2,2%	(9,7%)	29,3%	8,0%
Золото	18,3%	16,0%	20,8%	54,8%	5,6%	27,1%	12,0%	6,1%	(16,0%)	93,0%	(1,8%)	(13,8%)	6,1%	14,6%	15,6%	48,3%	(1,6%)	(9,9%)	46,2%	40,6%
Депозиты	8,4%	8,9%	8,0%	11,2%	11,2%	6,8%	7,8%	8,4%	0,0%	12,3%	8,4%	6,5%	5,3%	5,6%	4,7%	3,4%	5,1%	5,3%	12,8%	14,3%
Облигации	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	6,1%	22,5%	3,1%	(22,4%)	36,0%	8,5%	14,2%	0,6%	25,8%	8,9%	(9,8%)	(0,6%)	(0,1%)	(14,0%)
Инфляция	10,9%	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	5,4%	2,5%	4,3%	3,1%	4,9%	8,4%	11,9%	7,4%	6,6%
Недвижимость Москва	24,3%	71,3%	27,1%	17,0%	2,7%	8,4%	(6,9%)	4,6%	7,6%	11,0%	1,2%	(9,2%)	(2,6%)	5,0%	10,9%	17,2%	23,1%	25,3%	10,3%	1,3%
Недвижимость Россия	21,4%	43,1%	32,1%	17,5%	(7,4%)	1,9%	2,1%	10,6%	5,9%	6,1%	(1,2%)	(2,3%)	(1,4%)	4,6%	6,0%	12,6%	21,7%	23,7%	8,8%	19,2%

*Доходности активов рассчитаны по следующим источникам: золото – [Investing.com](https://www.investing.com); Индекс МосБиржи – Московская биржа; недвижимость – средняя цена квадратного метра по данным Росстата; инфляция – Росстат; депозиты – срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара – курс на конец года по данным ЦБ; облигации – на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Cbonds; инвестиционная стратегия 60/40 – предполагает диверсификацию активов по принципу 60% акций (входящие в индекс МосБиржи) и 40% облигаций (Индекс Государственных облигаций МосБиржи)
 Расчеты представлены на 08.11.2024

Дивиденды в 2025 году

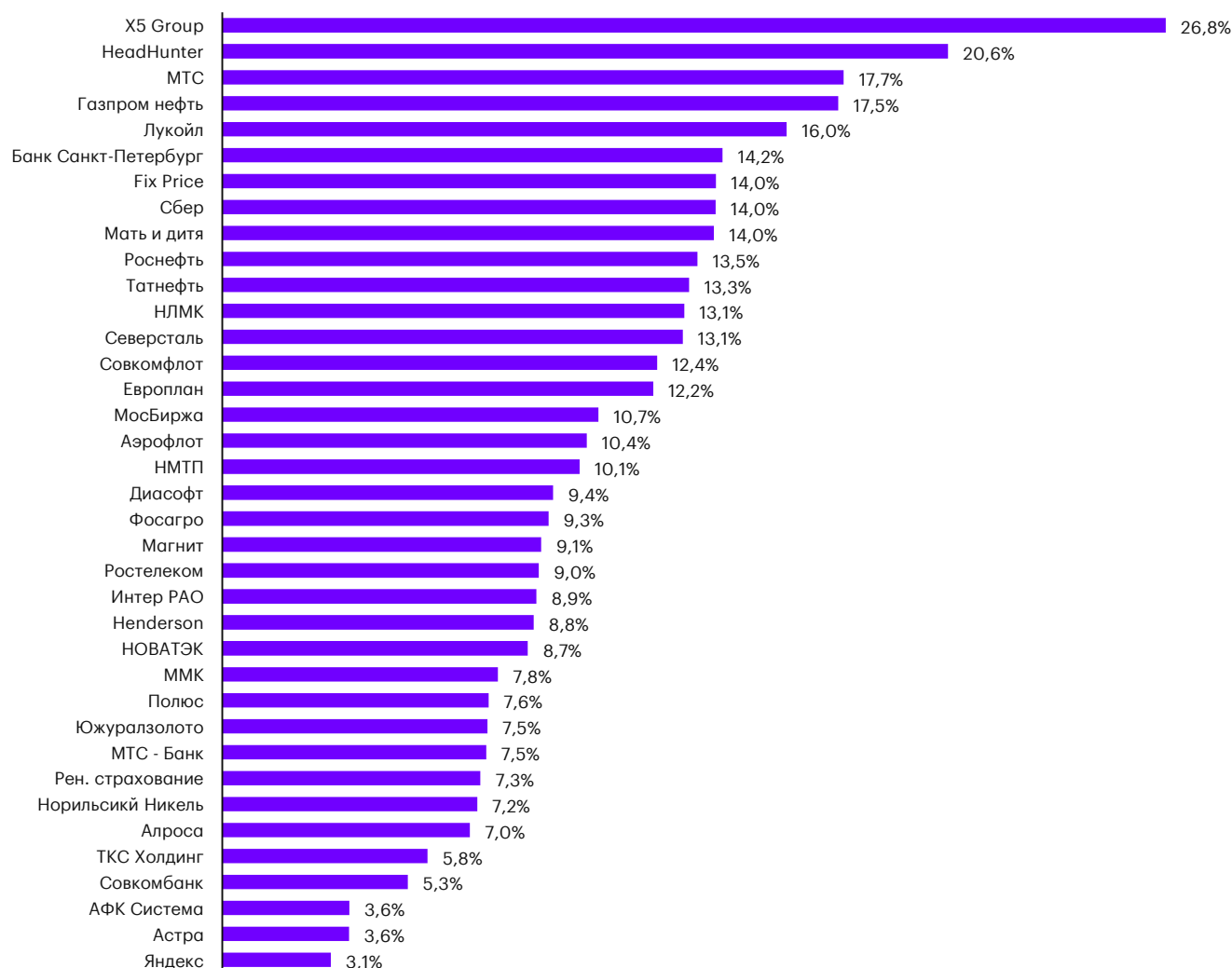
Высокая историческая дивидендная доходность российского рынка всегда была одним из факторов его привлекательности. По нашим приблизительным оценкам, в ближайшие 12 месяцев крупные публичные компании заплатят более 4,5 трлн рублей дивидендов. Более половины этой суммы (свыше 2,5 трлн рублей) может прийти на нефтегазовый сектор. На акции в свободном обращении может быть выплачено около 1 трлн рублей дивидендов, что соответствует примерно 10-дневному обороту на Мосбирже. В целом готовность российских компаний продолжать выплачивать хорошие дивиденды является важным фактором инвестиционной привлекательности российского рынка в глазах частных инвесторов.

Сейчас, в период высоких ставок (ЦБ прогнозирует среднюю ключевую ставку в 2025 году в диапазоне 17-20%), дивидендная доходность многих эмитентов выглядит не так привлекательно, однако у некоторых компаний, таких как ЛУКОЙЛ, она находится на сопоставимых со ставками уровнях.

Средняя доходность российских акций исторически составляла около 10-12%. Однако сейчас на фоне снижения фондового рынка многие публичные компании предлагают дивидендную доходность выше средних исторических уровней. Прежде всего, это компании нефтегазового сектора – ЛУКОЙЛ, «Роснефть», «Татнефть» и «Газпром нефть». Некоторые компании (например, производители стали) вернулись к практике выплат промежуточных дивидендов. В конце 2024 года мы ждем промежуточных выплат от ЛУКОЙЛа, «Роснефти» и ряда других эмитентов. Однако ряд эмитентов, (например, НЛМК, «Норникель»), вероятно, не готовы выплачивать промежуточные дивиденды.

Лето 2025 года — время традиционных выплат финальных дивидендов за 2024 год. Для некоторых компаний, например, для таких госкомпаний, как «Сбер» и «Совкомфлот», это будет единственный дивиденд сразу за год. По решению российских властей госкомпании должны направлять на дивиденды не менее 50% от чистой прибыли.

Дивидендная доходность российских компаний в ближайшие 12 месяцев*

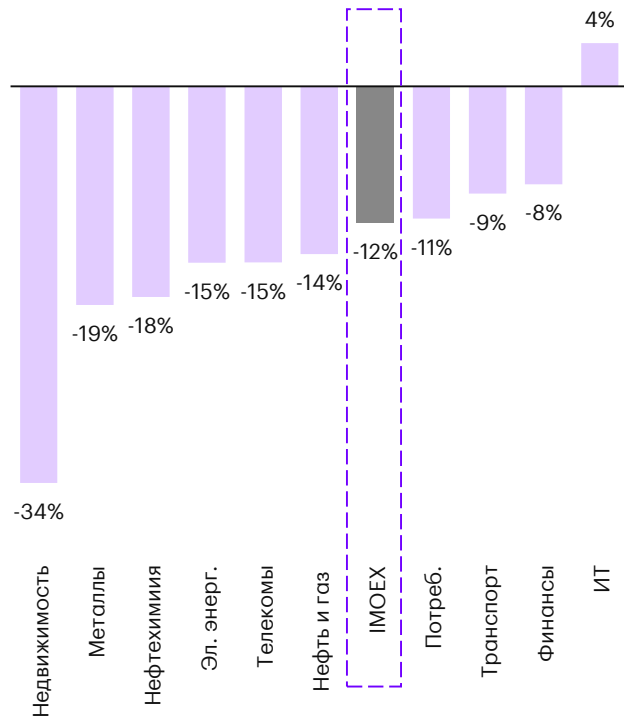


* Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются
Источник: данные компаний, расчеты АТОН

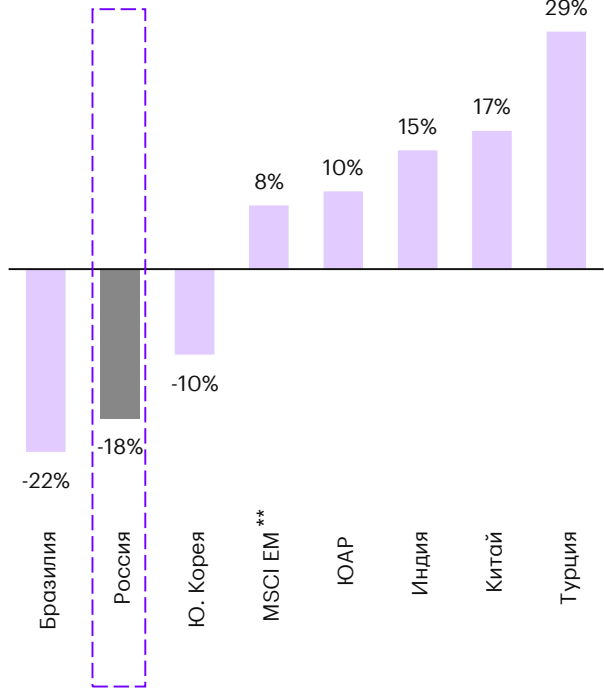
Количественные данные российского рынка

Динамика российского фондового рынка

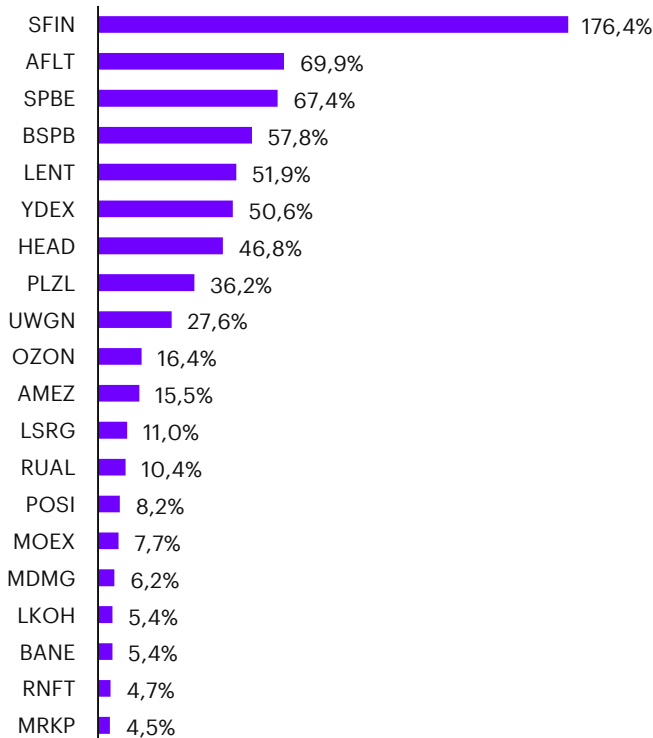
Динамика секторов РФ, % с начала года



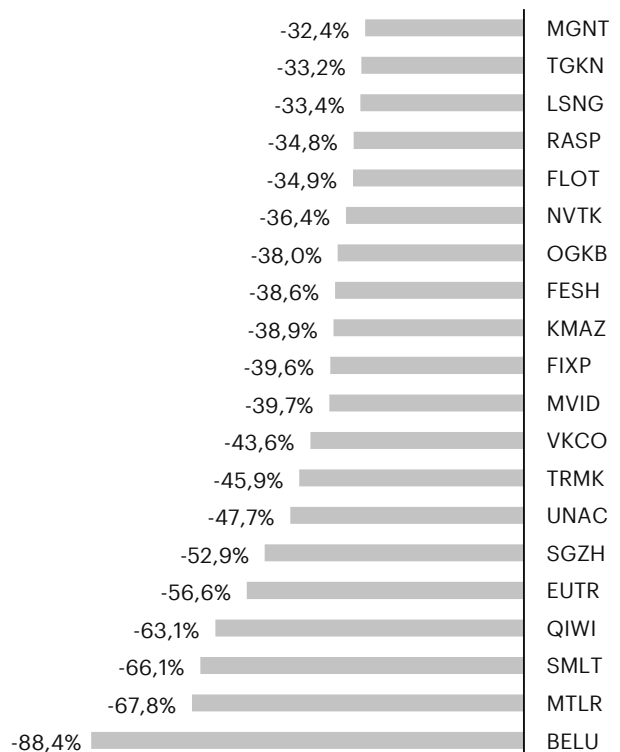
Индекс РТС и другие EM*, % с начала года



Топ-20 лучших по динамике ликвидных акций (IMOEX), % с начала года

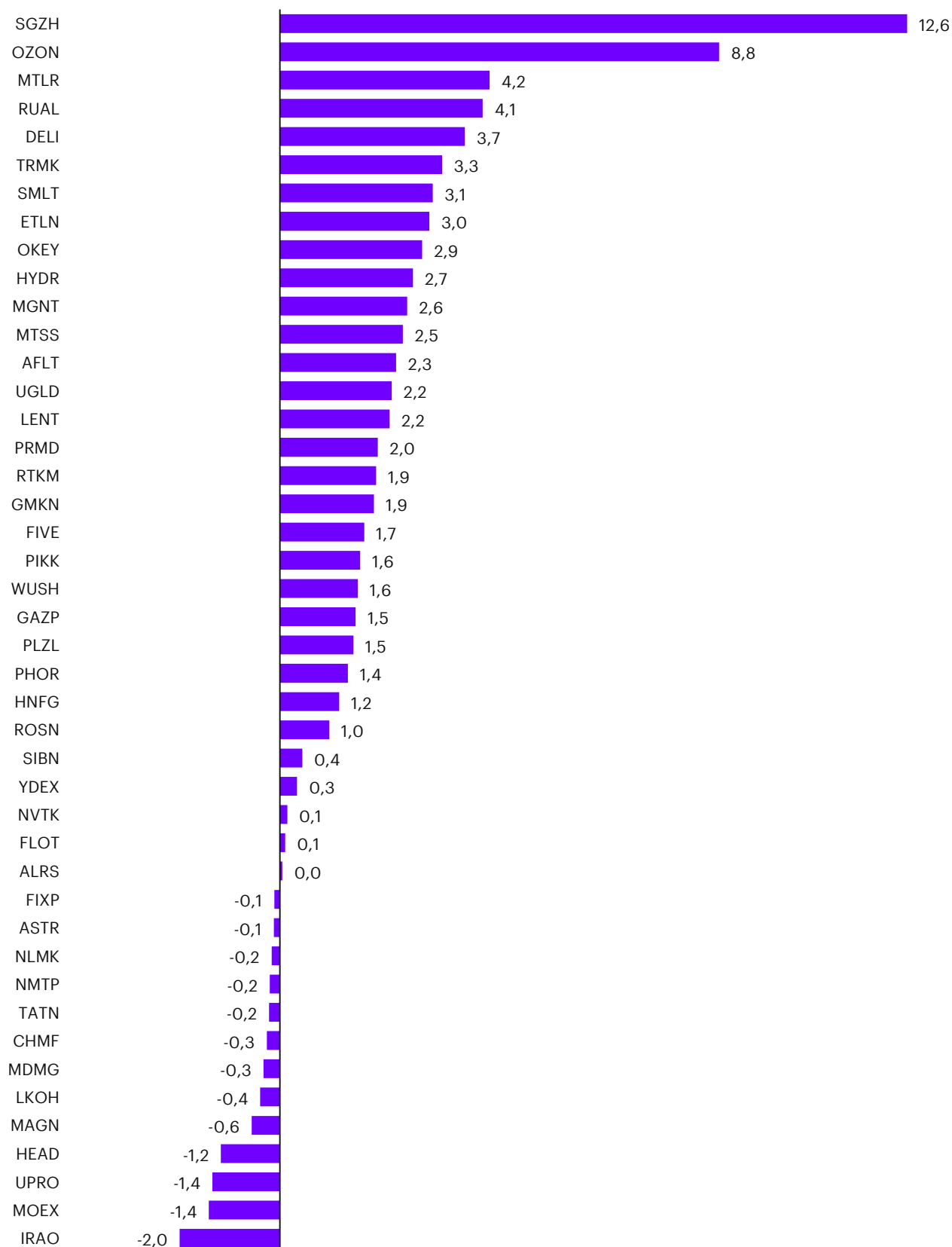


Топ-20 худших по динамике ликвидных акций (IMOEX), % с начала года



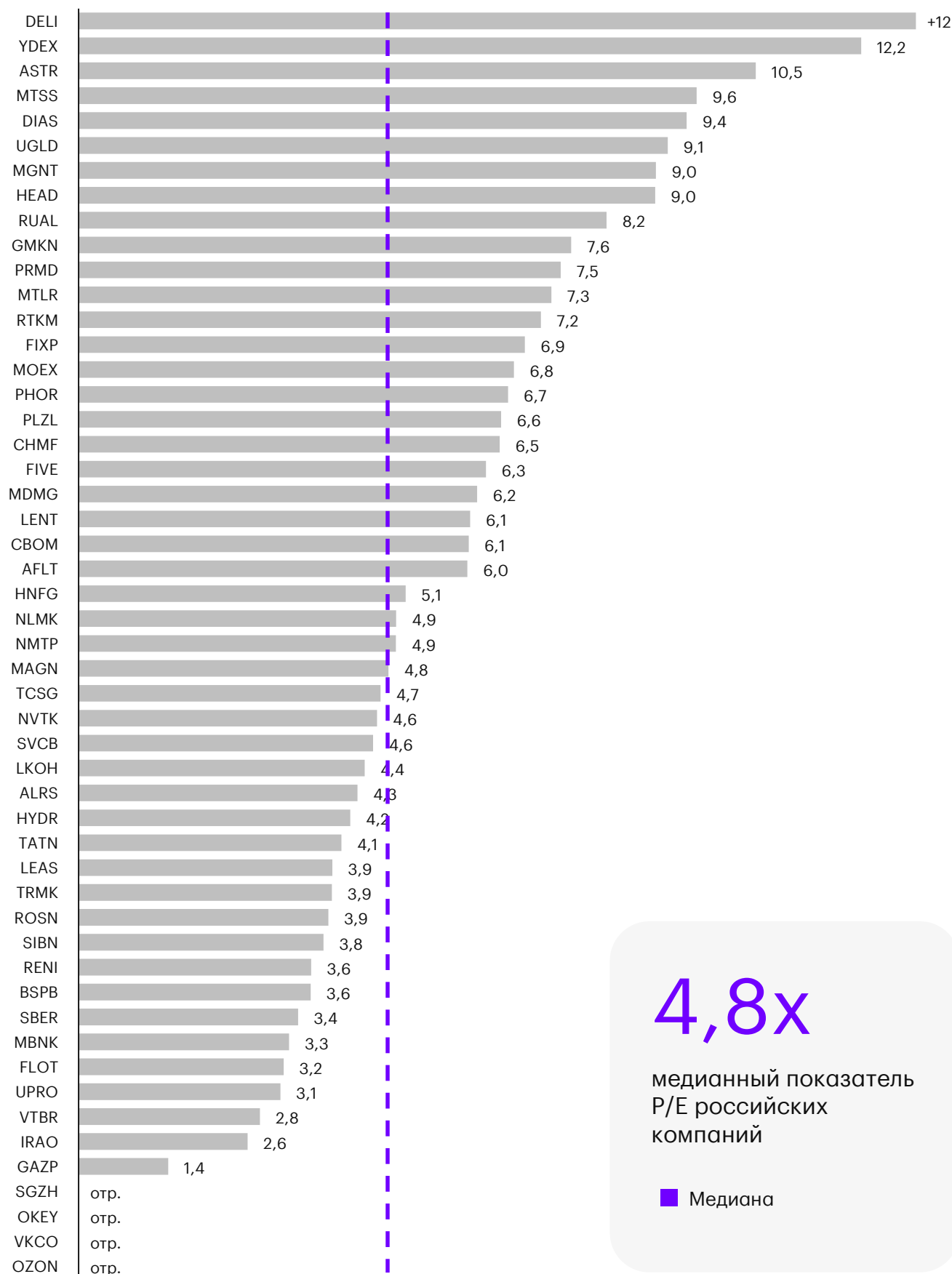
*Развивающиеся рынки; **MSCI EM (MSCI Emerging Markets Index) — индекс акций стран с развивающейся экономикой
 Расчеты представлены на 08.11.2024
 Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование некоторых российских компаний по уровню долговой нагрузки: коэффициент чистый долг/ЕБИТДА (2024П)



Источник: Мосбиржа, данные компаний, расчеты и оценки АТОН

Ранжирование некоторых российских компаний по мультипликатору P/E 2025 г.



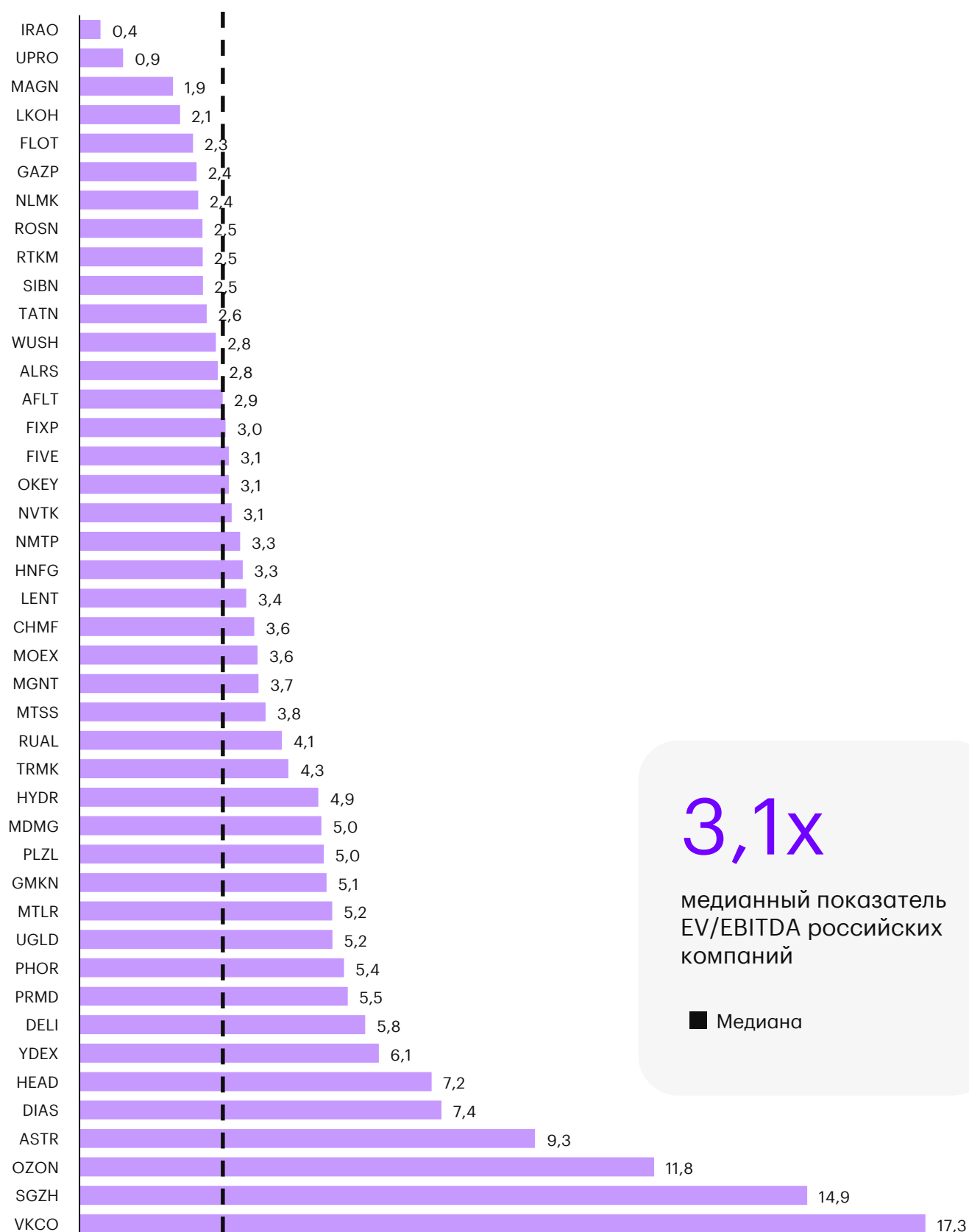
4,8x

медианный показатель P/E российских компаний

■ Медиана

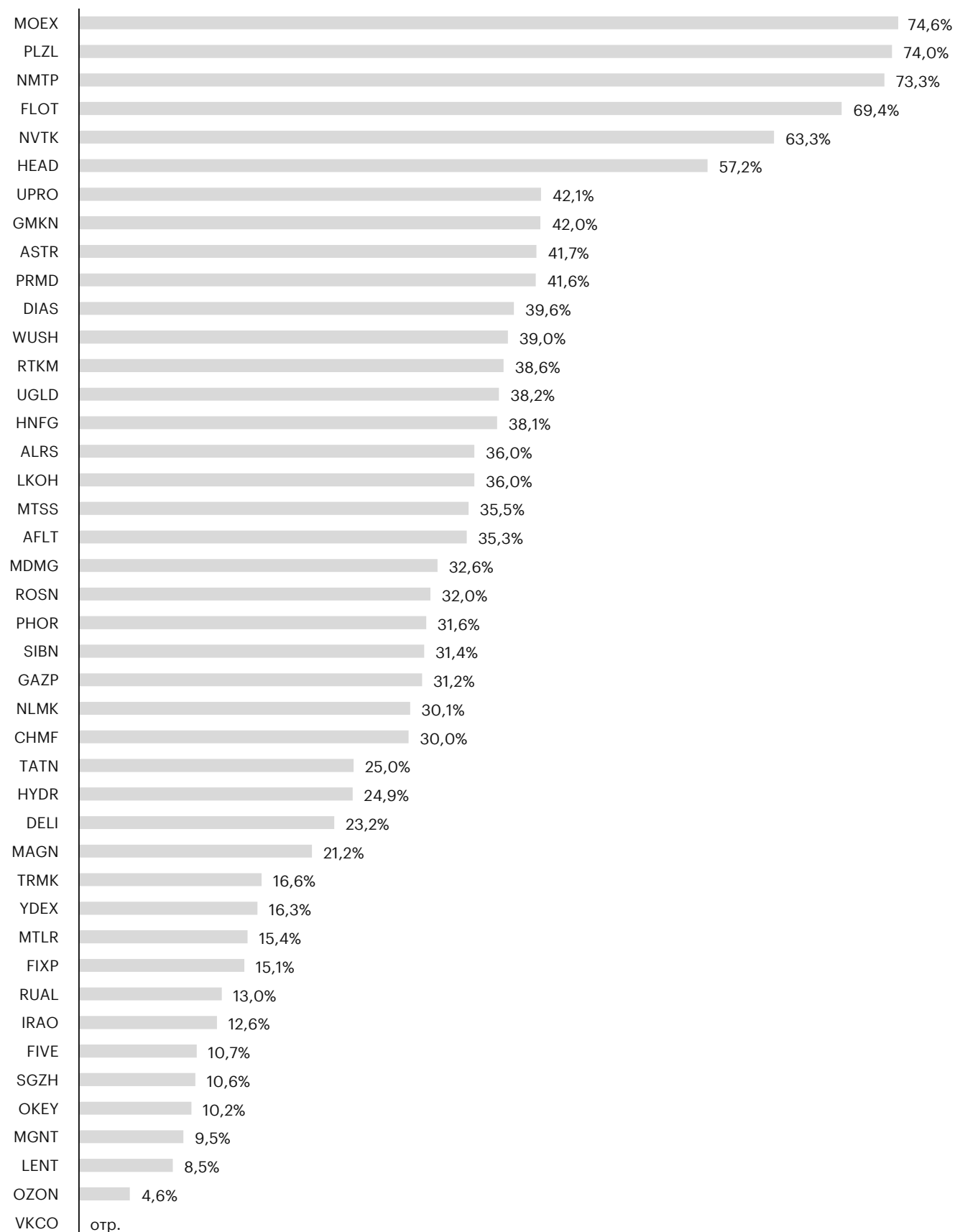
Источник: расчеты и оценки АТОН

Ранжирование российских компаний по мультипликатору EV/EBITDA 2025 г.



* Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

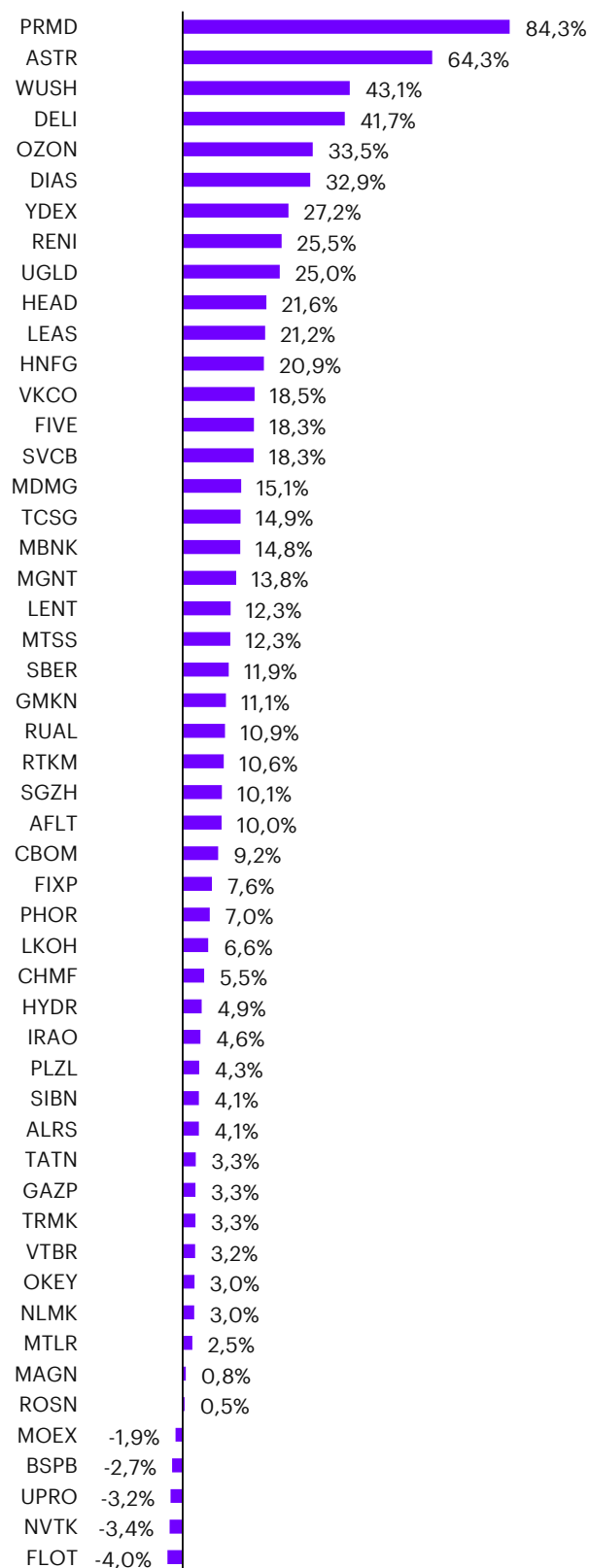
Ранжирование российских компаний по рентабельности EBITDA 2024 г.



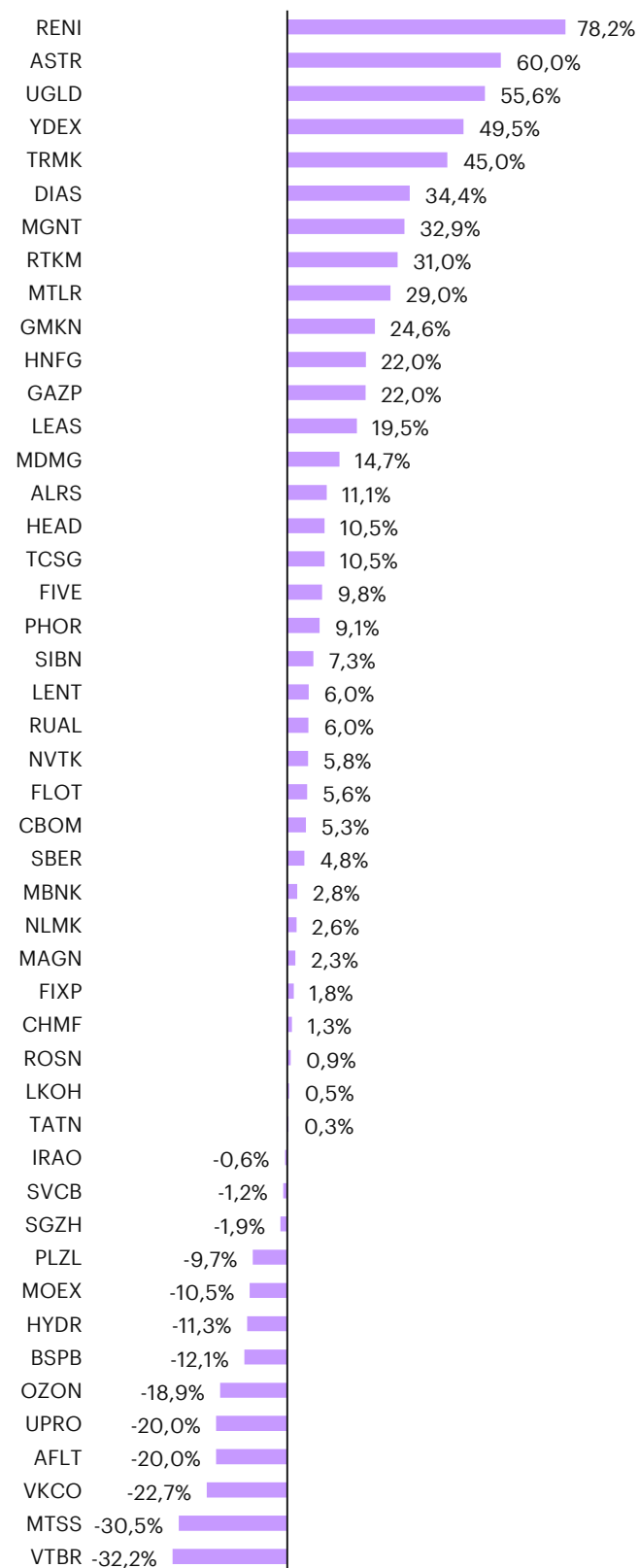
Источник: расчеты и оценки АТОН

Рост выручки и чистой прибыли 2024 по 2025 ГОД*

Выручка



Чистая прибыль



Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Оценка мультипликаторов российских компаний

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			24П	25П	24П	25П
Нефть и газ						
Газпром	GAZP RX	3 217	2,7	2,4	1,7	1,4
НОВАТЭК	NVTK RX	2 869	3,2	3,1	4,9	4,6
Роснефть	ROSN RX	5 103	2,6	2,5	3,9	3,9
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	4 969	2,2	2,1	4,5	4,4
Газпром нефть	SIBN RX	2 736	2,7	2,5	4,1	3,8
Татнефть	TATN RX	1 297	2,7	2,6	4,1	4,1
Металлы и добыча						
Норникель	GMKN RX	1 706	5,9	5,1	9,5	7,6
РУСАЛ	RUAL RX	582	4,8	4,1	8,7	8,2
ММК	MAGN RX	428	2,0	1,9	4,9	4,8
Северсталь	CHMF RX	1 013	3,8	3,6	6,6	6,5
НЛМК	NLMK RX	784	2,5	2,4	5,1	4,9
АЛРОСА	ALRS RX	390	3,0	2,8	4,8	4,3
Полюс Золото	PLZL RX	1 397	5,2	5,0	5,9	6,6
Южуралзолото	UGLD RX	128	7,2	5,2	14,2	9,1
Фосагро	PHOR RX	720	5,9	5,4	7,3	6,7
ТМК	TRMK RX	114	4,6	4,3	5,7	3,9
Мечел	MTLR RX	59	5,4	5,2	9,5	7,3
Банки и финансы**						
Сбер	SBER RX	5 785	0,8	0,7	3,6	3,4
Мосбиржа	MOEX RX	479	3,1	3,6	6,0	6,8
ВТБ	VTBR RX	872	0,3	0,3	1,9	2,8
Т-Технологии	TCSG RX	692	1,2	1,0	5,2	4,7
Ренессанс Страхование	RENI RX	55	1,0	0,9	6,4	3,6
МКБ	CBOM RX	242	0,6	0,6	6,4	6,1
Совкомбанк	SVCB RX	275	0,8	0,7	4,5	4,6
Европлан	LEAS RX	74	1,4	1,2	4,7	3,9
Банк СПБ	BSPB RX	161	0,8	0,7	3,2	3,6
МТС Банк	MBNK RX	48	0,5	0,4	3,4	3,3

* Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 08.11.2024


** Для сектора «банки и финансы» вместо показателя EV/EBITDA использован мультипликатор P/BV
Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			24П	25П	24П	25П
Транспорт						
НМТП	NMTP RX	171	3,3	3,3	4,9	4,9
Совкомфлот	FLOT RX	231	2,2	2,3	3,4	3,2
Whoosh	WUSH RX	17	4,1	2,8	8,5	—
Аэрофлот	AFLT RX	241	3,2	2,9	4,8	6,0
Делимобиль	DELI RX	36	9,1	5,8	94,2	24,8
Лесная промышленность						
Сегежа	SGZH RX	28	15,5	14,9	отриц.	отриц.
Фармацевтическая промышленность						
Промомед	PRMD RX	70	9,8	5,5	15,1	7,5
Электроэнергетика						
Юнипро	UPRO RX	113	0,8	0,9	2,5	3,1
РусГидро	HYDR RX	232	4,5	4,9	3,7	4,2
Интер РАО	IRAO RX	409	0,5	0,4	2,6	2,6
Потребительский сектор						
X5 Group	FIVE RX	760	3,5	3,1	6,9	6,3
Магнит	MGNT RX	476	4,2	3,7	11,9	9,0
Fix Price	FIXP RX	152	3,1	3,0	7,1	6,9
Лента	LENT RX	119	3,7	3,4	6,4	6,1
Henderson	HNFG RX	23	4,0	3,3	6,2	5,1
ОКей	OKEY RX	6	3,1	3,1	н.п.	н.п.
Мать и дитя	MDMG RX	65	5,6	5,0	7,1	6,2

* Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 08.11.2024
Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН

Компания	Тикер	Рын. кап-я млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			24П	25П	24П	25П
Информационные технологии						
Яндекс	YDEX RX	1 475	8,5	6,1	18,2	12,2
Ozon	OZON RX	687	33,6	11,8	н.п.	н.п.
HeadHunter	HEAD RX	223	8,5	7,2	9,9	9,0
Астра	ASTR RX	105	15,6	9,3	16,8	10,5
VK	VKCO RX	73	н.п.	17,3	н.п.	н.п.
Диасофт	DIAS RX	48	10,1	7,4	12,7	9,4
Телекоммуникации						
МТС	MTSS RX	396	4,0	3,8	6,7	9,6
Ростелеком	RTKM RX	232	2,7	2,5	9,4	7,2

* Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 08.11.2024.
Источник: Мосбиржа, расчеты АТОН

The background of the image consists of numerous vertical, slightly curved rays of light in various shades of purple, ranging from a bright, almost white light at the top to a deep, dark purple at the bottom. The rays create a sense of depth and movement, as if light is streaming down from above.

Мировой рынок акций

Рост прибылей и диверсификация

Мир вступает в благоприятную часть цикла — ожидаемое снижение процентных ставок, совпадающее с экономическим ростом, как правило, благоприятствует акциям. Тем не менее мировые акции (индекс MSCI ACWI — англ.: All Country World Index) уже выросли на 40% с октября 2023 года, что делает их уязвимыми к возможным разочарованиям и сокращает возможности дальнейшего роста оценочных коэффициентов.

Учитывая, что после ралли в текущем году мировые индексы акций более не выглядят дешевыми, доходность бумаг в 2025 году, скорее всего, будет в основном обусловлена динамикой прибылей. Ведущие мировые инвестбанки прогнозируют общую доходность акций в USD около +10% до конца 2025 года. Учитывая высокие оценочные коэффициенты и необычайно высокую концентрацию на рынках акций, имеет смысл сделать фокус на диверсификацию для улучшения доходности с поправкой на риск.

По мере приближения нового года всегда возникает соблазн предположить, что часы обнуляются и мы начинаем все заново. Хотя результаты инвестиций обычно измеряются на годовых отрезках, важно отметить, что контекст имеет значение. Некоторые годы, такие как 2021 или 2023, следуют за периодами падения цен на акции и низких оценочных коэффициентов, в то время как другим, таким как 2025, предшествуют мощные ралли. Так, рост S&P 500 в 2024 году был одним из самых значительных с 1928 года. Текущий подъем акций начался в октябре 2023 года под влиянием оптимизма в отношении пика инфляции и перспективой «разворота политики ФРС». С тех пор индекс мировых акций MSCI ACWI вырос в ценовом выражении почти на 40% относительно октября 2023 (и примерно на 60% с минимумов, достигнутых на фоне роста процентных ставок в 2022 году), Nasdaq поднялся более чем на 50%, а [акции ныне крупнейшей](#) в мире (по капитализации) компании Nvidia подскочили на 264%.

Расширение коэффициентов P/E на текущем «бычьем» рынке подтолкнуло оценки акций (и корпоративных облигаций) к историческим максимумам, особенно в США. За пределами США абсолютные оценочные коэффициенты ниже, но они также выросли в течение 2024 года. Фондовые рынки даже более слабых экономик, столкнувшихся с серьезными структурными проблемами (например, Европа и Китай), пережили резкую переоценку с минимумов 4-го квартала 2023 года, в результате чего вышли на долгосрочные средние значения и больше не выглядят дешевыми.

Для рынка акций США 12-месячный форвардный P/E значительно выше предыдущего 20-летнего максимума и среднего значения. Хотя это отчасти объясняется более высокой оценкой технологических мегакомпаний, акции США торгуются с оценками, близкими к рекордным, даже если исключить эти компании. При этом медианная «абсолютная метрика оценки» находится в 97-м процентиле по сравнению с историей (согласно исследованию Goldman Sachs).

Текущая оценка фондовых рынков — особенно США — на основе коэффициента Шиллера или циклически скорректированной прибыли особенно высока. С 1929 года редко когда рынок акций начинал год при столь высоком P/E, а немногие имеющиеся исторические прецеденты предполагают плохую будущую доходность на горизонте года.

Учитывая высокую начальную точку оценок, динамика индексов будет в значительной степени зависеть от темпов роста прибылей. Когда глобальные акции имеют высокую оценку (в настоящее время около 18x), доходность за следующие 12 месяцев, как правило, хороша только при пересмотре прибылей в положительную сторону. Периоды высоких оценок и снижения прибылей обычно связаны с околонулевой доходностью мирового рынка акций.

Категория	Текущая стоимость	1 день	1 неделя	1 месяц	С начала года	1 год
Индексы акций						
Индекс S&P 500 (\$)	5 893,62	0,4%	-2%	0%	24%	30%
Энергетика		1,3%	2%	6%	14%	13%
Связь		1,0%	-1%	5%	32%	36%
Потребительский сектор		0,9%	-1%	8%	20%	28%
Недвижимость		0,9%	1%	-3%	8%	20%
Коммунальные услуги		0,9%	2%	-2%	26%	29%
Материалы		0,8%	-1%	-6%	8%	14%
Потребительские товары		0,7%	0%	-2%	12%	16%
Технологии		0,3%	-3%	-1%	19%	24%
Финансы		0,3%	1%	5%	33%	42%
Здравоохранение		0,1%	-4%	-7%	4%	10%
Промышленность		-0,1%	-2%	0%	22%	31%
NASDAQ 100 (\$)	20 539,19	0,7%	-3%	1%	22%	28%
Russell 2000 (\$)	2 306,34	0,1%	-4%	1%	14%	28%
Abu Dhabi (AED)	9 387,08	-0,6%	0%	1%	-2%	-2%
Dubai (AED)	4 712,66	-0,6%	0%	5%	16%	18%
Hang Seng (HKD)	19 617,00	0,1%	-1%	-6%	15%	10%
China CSI 300 (CNY)	3 921,66	-1,1%	-4%	0%	14%	9%
MSCI China (ETF, \$)	48,04	1,4%	0%	-5%	18%	9%
MSCI Brazil (ETF, \$)	27,39	3,0%	-1%	-3%	-22%	-20%
MSCI EM (ETF, \$)	43,44	1,1%	0%	-5%	8%	9%
STOXX Europe 600 (€)	502,84	0,0%	0%	-4%	5%	10%
RTS Russia (\$)	857,59	-0,6%	-3%	-5%	-21%	-25%
Ставки и кредитные инструменты						
Доходность 3М UST (\$) (наличные)	4,56%	4 б.п	2 б.п	-10 б.п	-80 б.п	-85 б.п
Доходность 2-летних UST (\$)	4,28%	-1 б.п	-6 б.п	32 б.п	3 б.п	-64 б.п
Доходность 10-летних UST (\$)	4,41%	-1 б.п	-2 б.п	33 б.п	54 б.п	-2 б.п
Доходность 10-летних Bund (€)	2,37%	0 б.п	2 б.п	19 б.п	34 б.п	-24 б.п
Валютный рынок						
Индекс доллара США	106,29	0,0%	0%	3%	5%	3%
EUR/USD	1,0585	-0,1%	0%	-3%	-4%	-3%
CHF/USD	1,1314	-0,1%	0%	-2%	-5%	0%
USD/CNY	7,2343	0,0%	0%	2%	2%	1%
USD/HKD	7,7822	Привязан к USD в диапазоне 7,75-7,85 HKD за \$1 с 2005				
USD/AED	3,6730	Привязан к USD по курсу 3,67 AED за \$1 с 1998				
USD/RUB	99,75	0,0%	2%	3%	10%	13%
EUR/RUB	105,57	-0,1%	1%	0%	7%	9%
Сырьевые товары и криптовалюты						
Нефть Brent (\$/барр.)	73,41	0,2%	2%	1%	-5%	-11%
Медь (\$/т)	9 132,00	0,4%	0%	-5%	7%	8%
Золото (\$/унция)	2 623,00	0,4%	1%	-4%	27%	33%
Серебро (\$/унция)	31,33	0,5%	2%	-7%	32%	34%
Bitcoin (\$)	91 904,00	1,3%	4%	33%	117%	145%
Ethereum (\$)	3 132,00	0,3%	-4%	14%	37%	55%

Данные представлены на 19 ноября 2024 года
Источник: Investing.com

Модельный портфель

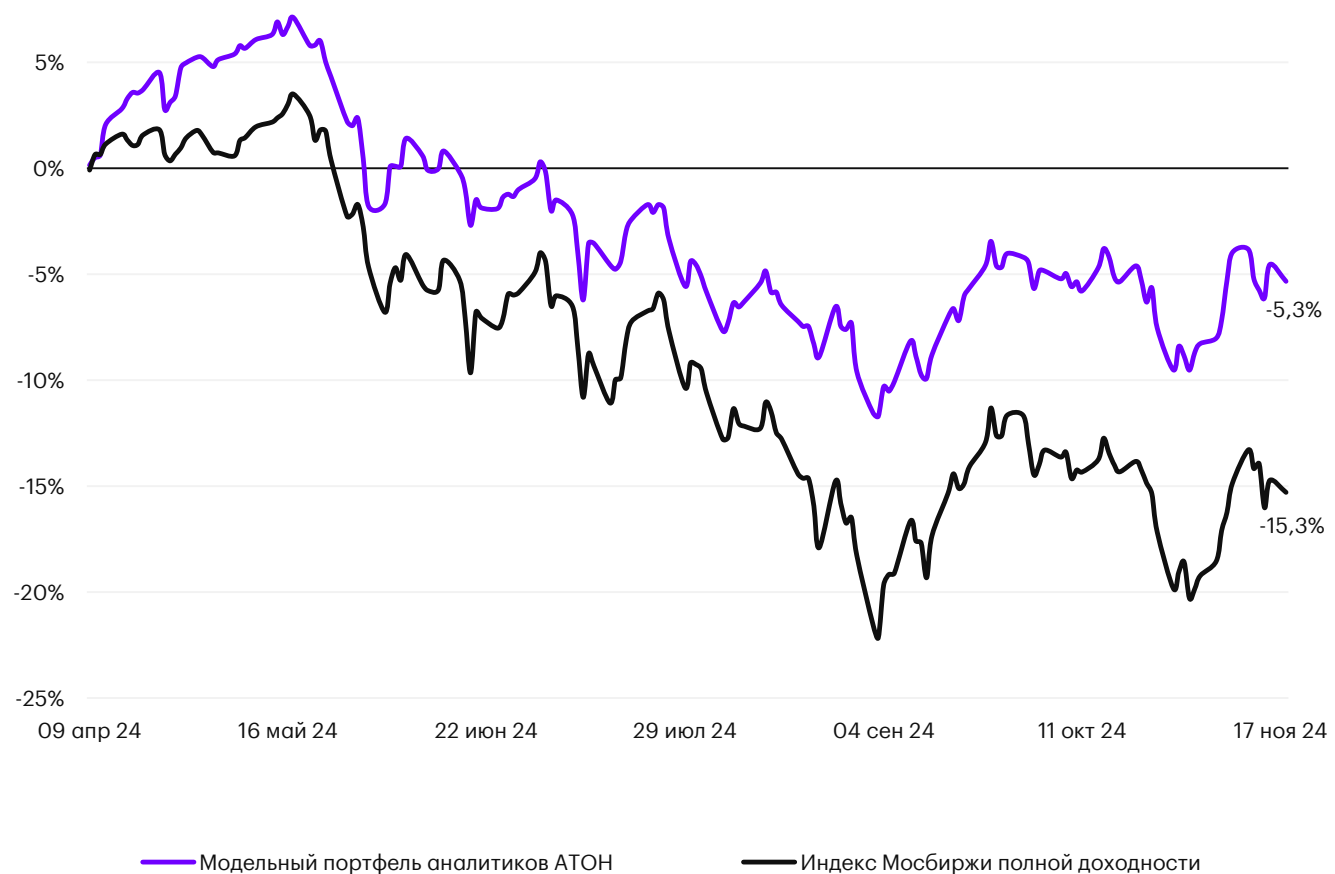
Доходность модельного портфеля

Доходность за период: 09.04.2024 – 18.11.2024

-5,3% Модельный портфель

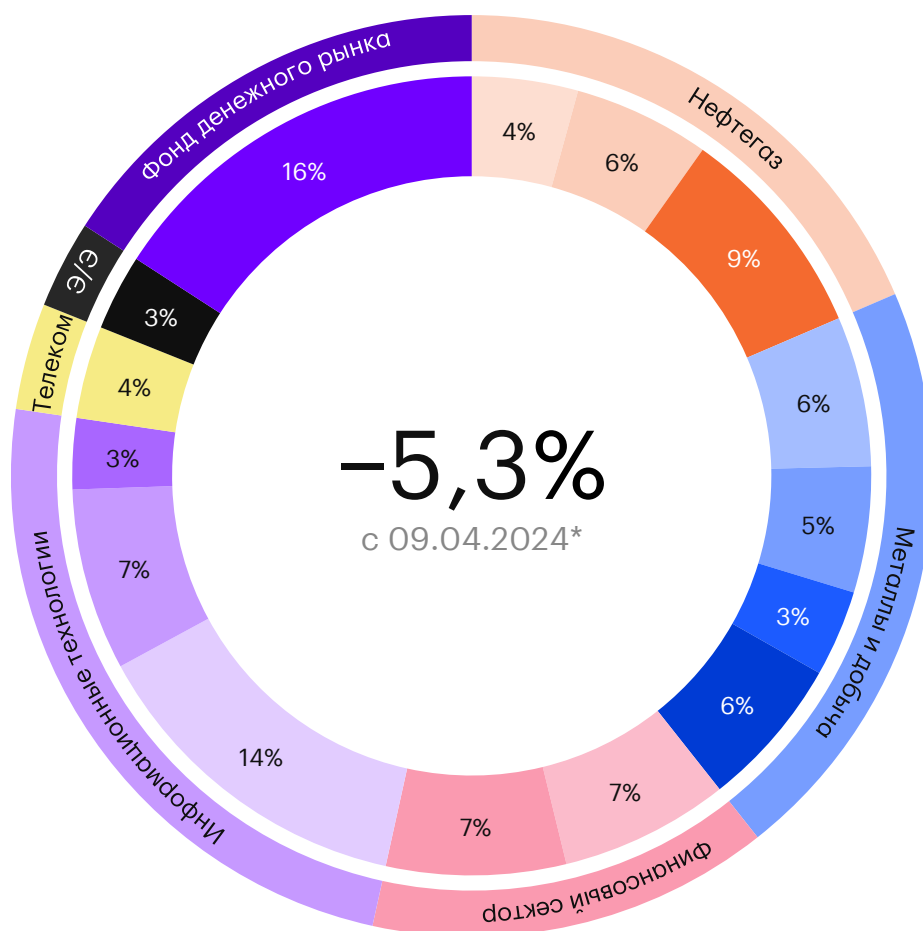
-15,3% Индекс Мосбиржи полной доходности

Динамика модельного портфеля*



* С момента формирования 09.04.2024 до момента закрытия 18.11.2024
Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Диверсифицируем по секторам



Нефтегазовый сектор

- «Сургутнефтегаз»
- ЛУКОЙЛ
- НОВАТЭК

Металлы и добыча

- «Норникель»
- РУСАЛ
- НЛМК
- «Полюс»

Финансовый сектор

- «Сбер»
- «ТКС Холдинг»

Информационные технологии

- «Яндекс»
- Хэдхантер
- «Астра»

Телекоммуникации

- «Ростелеком»

Электроэнергетика

- «Интер РАО»

Фонд денежного рынка

- БПИФ «АТОН – Накопительный в рублях»

* С 09.04.2024 до момента закрытия 18.11.2024
Источник: Мосбиржа, Sbonds, оценки и расчеты АТОН

Структура модельного портфеля

Компания	Тикер	Дата покупки	Цена покупки, руб.	Текущая цена, руб.	Вес в портфеле	Нереализ. прибыль /убытки ⁽¹⁾	Динамика против индекса Мосбиржи ⁽²⁾	Δ (1Н) ⁽³⁾	Δ (1М) ⁽³⁾
Финансовый сектор					14,3%				
ТКС Холдинг	TCSG RX	12.08.24	2 567	2 640	7,4%	2,9%	6,3%	1,0%	2,8%
Сбер	SBER RX	23.09.24	264	249	6,8%	-5,8%	-3,1%	-4,6%	-3,3%
Нефтегаз					18,5%				
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	09.04.24	7 917	6 956	5,5%	-12,1%	3,2%	-1,0%	-0,1%
Сургутнефтегаз	SNGS RX	13.05.24	36	25	4,3%	-30,0%	-13,0%	0,5%	1,2%
НОВАТЭК	NVTK RX	01.07.24	1 089	899	8,7%	-17,5%	-6,5%	-4,8%	-6,0%
Сырьевой сектор					20,8%				
Полюс	PLZL RX	09.04.24	13 734	14 571	6,2%	6,1%	21,4%	2,2%	6,8%
НЛМК	NLMK RX	03.06.24	195	131	3,4%	-33,1%	-33,1%	-3,5%	-0,3%
Норникель	GMKN RX	30.09.24	113	114	6,2%	1,3%	5,4%	1,6%	9,8%
РУСАЛ	RUAL RX	24.10.24	35	39	5,1%	13,0%	12,9%	3,1%	13,1%
IT и телекомы					27,5%				
Яндекс	YDEX RX	09.04.24	3 898	3 649	13,6%	-6,4%	8,9%	-6,1%	-8,1%
Ростелеком	RTKM RX	09.04.24	98	62	3,7%	-36,9%	-21,6%	-9,2%	-13,5%
Хэдхантер	HEAD RX	26.09.24	3 899	4 453	7,3%	14,2%	17,3%	1,2%	9,4%
Астра	ASTR RX	14.10.24	541	512	2,9%	-5,4%	-3,6%	-0,4%	-4,8%
Электроэнергетика					3,1%				
Интер РАО	IRAO RX	16.09.24	3,8	4,0	3,1%	5,0%	4,9%	-0,2%	2,7%
Денежный рынок					15,8%				
АТОН — Накопительный в руб. ⁽⁴⁾	AMNR RX	20.05.24	107,5	114,8	15,8%	н.д.	12,1%	4,62%	8,95%

(1) Динамика акций с момента добавления в портфель до момента закрытия 18.11.2024

(2) Динамика акций по сравнению с индексом Мосбиржи полной доходности (MCFTR) с момента добавления в портфель по 18.11.2024. Для БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях» — динамика против индекса за период с 31.07.2024 по 31.10.2024.

(3) Динамика акций до момента закрытия 18.11.2024. Для БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях» — доходность за период с 31.07.2024 по 31.10.2024 для (1Н) и за период с 30.04.2024 по 31.10.2024 для (1М).

(4) Подробнее с доходностью фонда можно ознакомиться в дисклеймере на странице 153.

Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и расчеты АТОН

Принцип формирования модельного портфеля

1

Состав модельного портфеля отражает тактический взгляд на наиболее привлекательные, по нашему мнению, акции российских эмитентов и фонды.

2

Модельный портфель носит информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением финансовых инструментов или любым иным побуждением к покупке. Его задача — показывать, какие акции сейчас представляются аналитикам наиболее интересными.

3

В момент формирования портфеля все компании берутся с одинаковыми весами. В дальнейшем веса могут изменяться. Существует ограничение в 20% на вес одной компании в общей стоимости активов в портфеле. Для расчета весов и размера позиции мы по умолчанию устанавливаем стартовый размер портфеля в размере 100 млн рублей.

4

В момент исключения (продажи) акции из портфеля полученные денежные средства (виртуальные) могут пропорционально распределяться между оставшимися акциями, направляться на добавление (покупку) нового актива или инвестироваться в инструменты денежного рынка.

5

Пересмотр состава портфеля и его ребалансировка производятся на еженедельной основе, по итогам пересмотра выпускается еженедельный аналитический обзор портфеля.

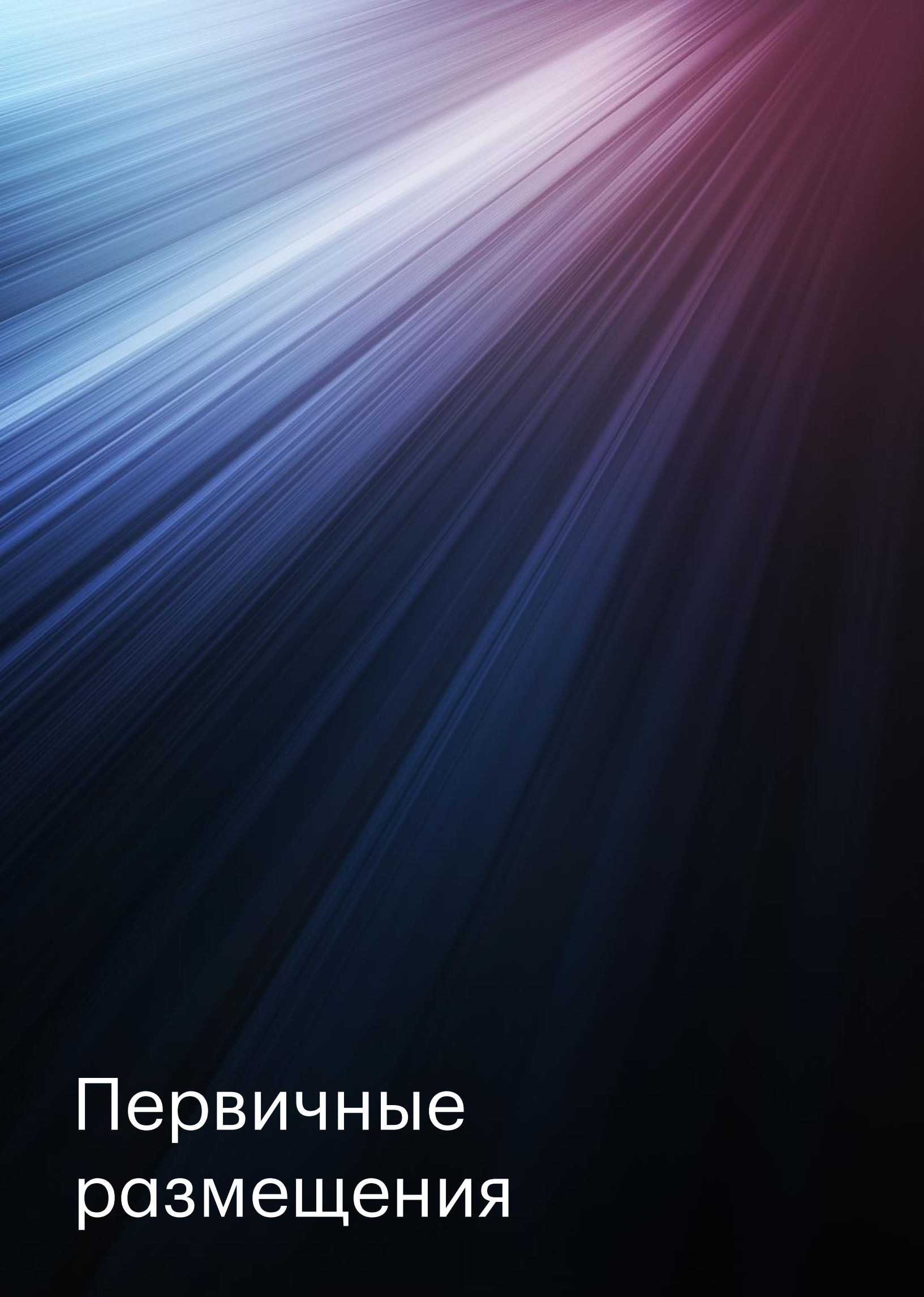
6

При расчете доходности портфеля не учитываются рыночные комиссии.

7

Перед публичным запуском мы тестировали наш портфель в течение полугода. За этот период доходность портфеля составила 30% против 15% доходности индекса Мосбиржи*.

* Тестирование портфеля проводилось неpublicно с сентября 2023 года, его результаты носят информационный характер.
Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

The background features a dynamic, abstract pattern of light streaks. The colors transition from a bright, cool blue on the left to a deep, warm purple on the right, with a bright white highlight at the top center. The streaks are curved and create a sense of motion and depth.

Первичные размещения

Дорожная карта российских первичных размещений

В 2023 г. на Мосбирже разместились 8 компаний



11,5 млрд руб.



3,5 млрд руб.



0,2 млрд руб.



7 млрд руб.



0,3 млрд руб.



1 млрд руб.*



3,8 млрд руб.



13,5 млрд руб.

Компании, вышедшие на IPO в 2024 году, привлекли около 85 млрд руб.**



4,2 млрд руб.



3,5 млрд руб.



0,9 млрд руб.



1,2 млрд руб.



3,3 млрд руб.



4,1 млрд руб.



15 млрд руб.



3,5 млрд руб.



0,8 млрд руб.



2,7 млрд руб.



11,5 млрд руб.



14,5 млрд руб.



13,1 млрд руб.



6 млрд руб.

Возможные размещения в 2025 г.***



Возможные размещения в ближайшие три года***



* Прямой листинг; ** оценочное суждение аналитиков АТОН; *** приведенный перечень компаний может меняться/дополняться; перечень составлен исходя из мнения аналитиков АТОН, наступление данных событий не гарантируется
Источник: Мосбиржа, «Коммерсантъ», «Ведомости», оценки и прогнозы АТОН

Активный рынок первичных размещений в 2024 году и меры поддержки IPO/SPO* для стимулирования экономического роста

	2023 г.	С начала 2024 г.
Количество размещений	8	14
Объем привлеченных средств, млрд рублей	>40	>84
Средний объем размещения, млрд рублей	5,1	6,0
Средний объем акций в свободном обращении, %	11%	11%
Доля физических лиц, %	79%	47%

Минпромторг* и Банк России** готовят меры по поддержке компаний, выходящих на фондовый рынок

Инициатива направлена на создание условий, при которых привлечение средств через IPO и SPO станет не менее привлекательным, чем банковское кредитование.

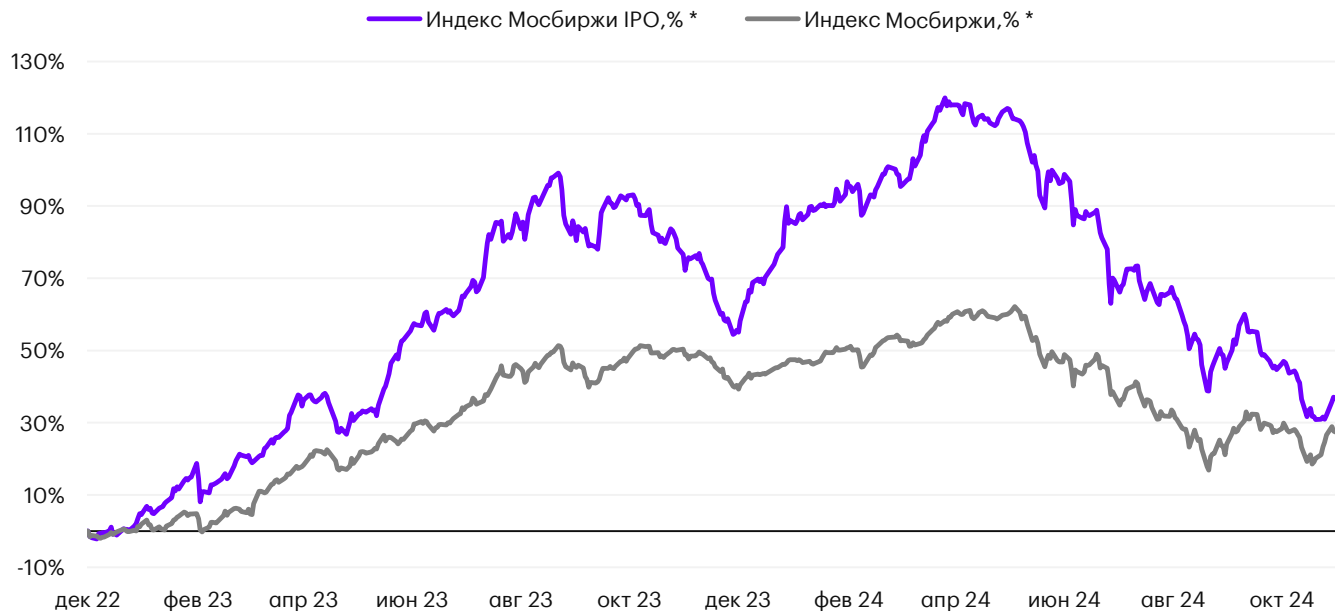
Основные аспекты инициативы

1. Субсидирование публичных размещений, чтобы сделать привлечение капитала на бирже сопоставимым по привлекательности с банковским кредитом.
2. Предоставление налоговых льгот и приоритетного доступа к государственным программам поддержки для компаний, размещающих акции на бирже.
3. Снижение инфляционных рисков за счет переориентации на акционерное финансирование вместо увеличения денежной массы через кредиты.

* <https://www.interfax.ru/business/982801>; ** <https://www.interfax.ru/business/982247>
Источник: «Интерфакс», ТАСС, Мосбиржа, «Коммерсантъ», «Ведомости», прогнозы АТОН

Индекс Мосбиржи IPO и распределение привлеченных на IPO средств

Индекс Мосбиржи IPO (MIPO) по-прежнему демонстрирует опережающую динамику



Распределение привлеченных на IPO средств**

61%

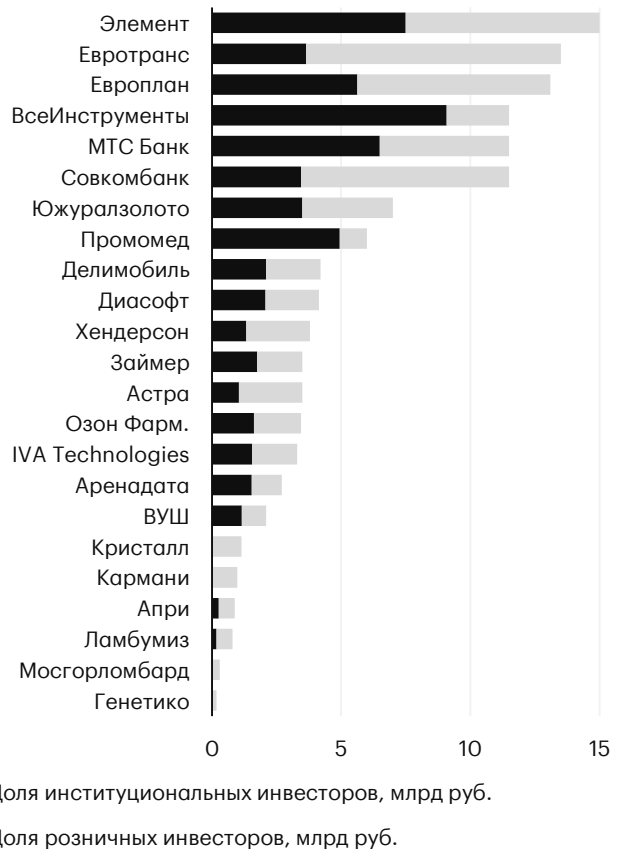
средняя доля участия физических лиц в первичных размещениях

до 53%

в 2024 году снизилась доля физических лиц в первичных размещениях в 2024 году

около 80%

ежедневного оборота бумаг на Московской бирже приходится на физические лица



* Изменение в % относительно величины индекса начиная с 14.12.2022; ** начиная с 2023 года
Источник: Мосбиржа

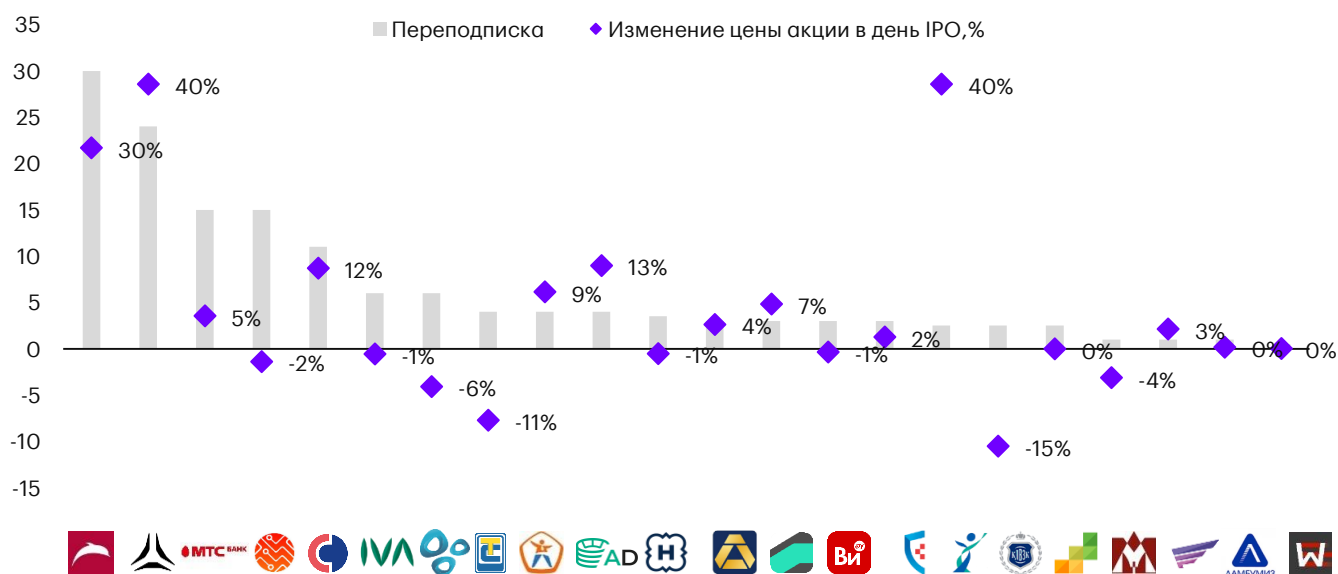
Первый день IPO: коэффициент переподписки, изменение цены акции*, ключевые выводы

Между коэффициентом переподписки книги заявок на IPO и движением цены акций в день размещения прослеживается определенная закономерность.

Например, книга заявок компании «Астра» была переподписана примерно в 24 раза, и в первый день торгов акции выросли на 40%. Книга заявок компании «Аренадата» была переподписана в 3-4 раза по верхней границе, а акции в первый день подорожали на 13%.

Однако есть и исключения. Несмотря на шестикратную переподписку, акции «Озон Фармацевтика» закрылись почти на 6% ниже цены размещения. В то же время книга заявок компании «Генетико» была переподписана всего в 2,5 раза, но акции взлетели на 40% в первый день торгов.

Средний коэффициент переподписки: 6x



Из 23 компаний чуть более половины (14) в первый день закрылись выше цены размещения. Динамика бумаги в первый день торгов после первичного размещения зависит от ряда факторов:

Переподписка. Классическое правило — чем выше переподписка, тем обычно сильнее динамика бумаги в первый день торгов. Однако эта закономерность не всегда работает на российском рынке. Положительная корреляция между ценой акции в первый день торгов и переподпиской книги заявок (в 2023-24 гг.) составила 0,56x.

Доля институциональных инвесторов.

Профессиональные участники фондового рынка (управляющие компании и фонды) обычно выступают как долгосрочные инвесторы. Поэтому в размещениях с высокой долей их участия ниже спекулятивная составляющая в первый день торгов.

Динамика широкого рынка. Рост ставок Банка России и повышенная волатильность на широком фондовом рынке негативно сказывается на динамике ценных бумаг в первый день торгов после размещения. На растущем рынке, наоборот, давление со стороны продавцов ниже, что положительно влияет на динамику новых бумаг.

Масштаб размещения.

Чем больше объем размещения, тем обычно выше ликвидность и, соответственно, при прочих равных условиях тем ниже чувствительность цены бумаги к спекулятивным продажам.

* Разница между ценой закрытия в первый день торгов бумагой и ценой размещения. Данные у других эмитентов могут отличаться. Источник: Мосбиржа, «Коммерсантъ», данные компаний, оценки АТОН



Нефтегазовый сектор

Взгляд на нефтегазовые компании

НОВАТЭК: переоценка благодаря реализации проектов роста

Для того чтобы мультипликаторы НОВАТЭКа вернулись к историческим значениям, инвесторам необходимо убедиться в способности компании продолжать развитие СПГ-проектов. Мы считаем, что появление нескольких танкеров не ледового класса у первой линии сжижения «Арктик СПГ 2» можно воспринимать как позитивный сигнал, хотя из-за санкционного давления остается достаточно много неопределенности относительно возможности реализации проекта. НОВАТЭК исторически стабильно платил дивиденды, и мы ожидаем, что за 2024 год они составят около 82 рублей, включая промежуточный дивиденд за 1-е полугодие 2024 в размере 35,5 рубля.

ЛУКОЙЛ: компания стоимости с исторически высокими дивидендами

В пользу ЛУКОЙЛа говорят стабильные исторические дивидендные выплаты. Сильный баланс с чистой денежной позицией около 0,8 трлн рублей должен позволить компании либо провести выкуп бумаг у «недружественных» акционеров**, либо распределить эти средства в виде специального дивиденда***. ЛУКОЙЛ – частная компания без прямого участия государства в капитале, с активами преимущественно в России, но также в Ираке, Казахстане, Азербайджане. К минусам инвестиционного кейса можно отнести отсутствие роста производства, однако текущие ограничения ОПЕК+ так или иначе не позволили бы существенно наращивать добычу.

«Газпром нефть»: одна из лучших дивидендных историй***

Третий по добыче производитель нефти с качественными активами. Эффект от модернизации Омского НПЗ может отразиться на финансовых результатах 2-го полугодия 2024 года. В нашем последнем отчете по дивидендной доходности компаний мы включили «Газпром нефть» в пятерку лучших дивидендных историй. Причины – увеличение выплат до 75% от чистой прибыли и высокие показатели рентабельности. Мы ждем публикации обновленной стратегии компании. Недостатком инвестиционного кейса является низкая доля акций в свободном обращении (4%).

«Роснефть»: профиль роста и дивиденды

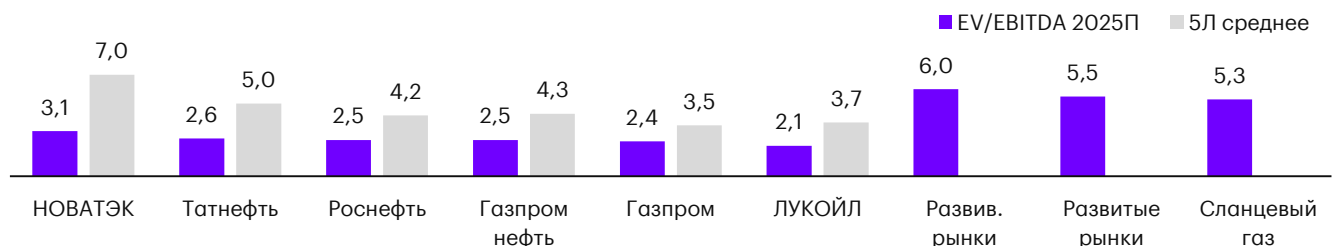
Инвестиционный кейс «Роснефти» предлагает инвесторам профиль роста через реализацию масштабного проекта «Восток Ойл» (инвестиции около 12 трлн рублей). «Роснефть» – лидер российской нефтяной отрасли**** (40% нефти, 8% газа), имеет силу лоббирования на государственном уровне. Поставки более дорогой нефти ВСТО в Азию положительно влияют на прибыльность. Среди негативных факторов мы видим ограничения ОПЕК+, которые сокращают экономическую выгоду от запуска проекта «Восток Ойл».

«Татнефть»: фокус на переработке

Благодаря комплексу ТАНЕКО с мощностью 16 млн нефтепродуктов в год «Татнефть» имеет высокую долю переработки в продуктовой корзине. Последняя стратегия компании предполагала рост объемов добычи к 2030 году до 40 млн барр./сут. (4% CAGR). «Татнефть» диверсифицирует продуктовую линейку и логистические риски через приобретение активов (таких как завод шин Nokian). «Татнефть» исторически стабильно платит дивиденды и имеет сильный баланс с чистой денежной позицией. Одним из минусов можно назвать относительно небольшой размер компании.

«Газпром»: медленное восстановление экспорта

Консолидация «Сахалинской энергии» после покупки доли 27,5% в проекте у Shell позволила существенно улучшить финансовые показатели компании. Однако несмотря на это, краеугольным камнем инвестиционного кейса является восстановление экспортных поставок. Без восстановления прежних продаж в Европу этот процесс будет медленным и будет происходить прежде всего за счет роста поставок через «Силу Сибири», а также возможного строительства «Силы Сибири-2». Отмена надбавки НДС на 2025 год должна помочь профинансировать капитальную программу, однако выплату дивидендов мы считаем маловероятной из-за высокой стоимости обслуживания долга.



* Справедливая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными; ** перечень «недружественных» России стран и территорий: <http://government.ru/news/44745/>; <http://government.ru/docs/46927/>; *** в соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются; **** <https://www.rosneft.ru/about/>
Источник: данные компаний, оценки АТОН

Прогнозы спроса на нефть в 2024-2025 гг. снова снижаются*

Прогнозы снижаются на фоне негативных данных по экономике Китая — замедления роста ВВП (4,6% в 3-м квартале 2024 против 5,3% в 1-м квартале 2024), а также быстрого снижения цен на новое жилье. Эффект от объявленных мер стимулирования китайской экономики — вопрос будущего.

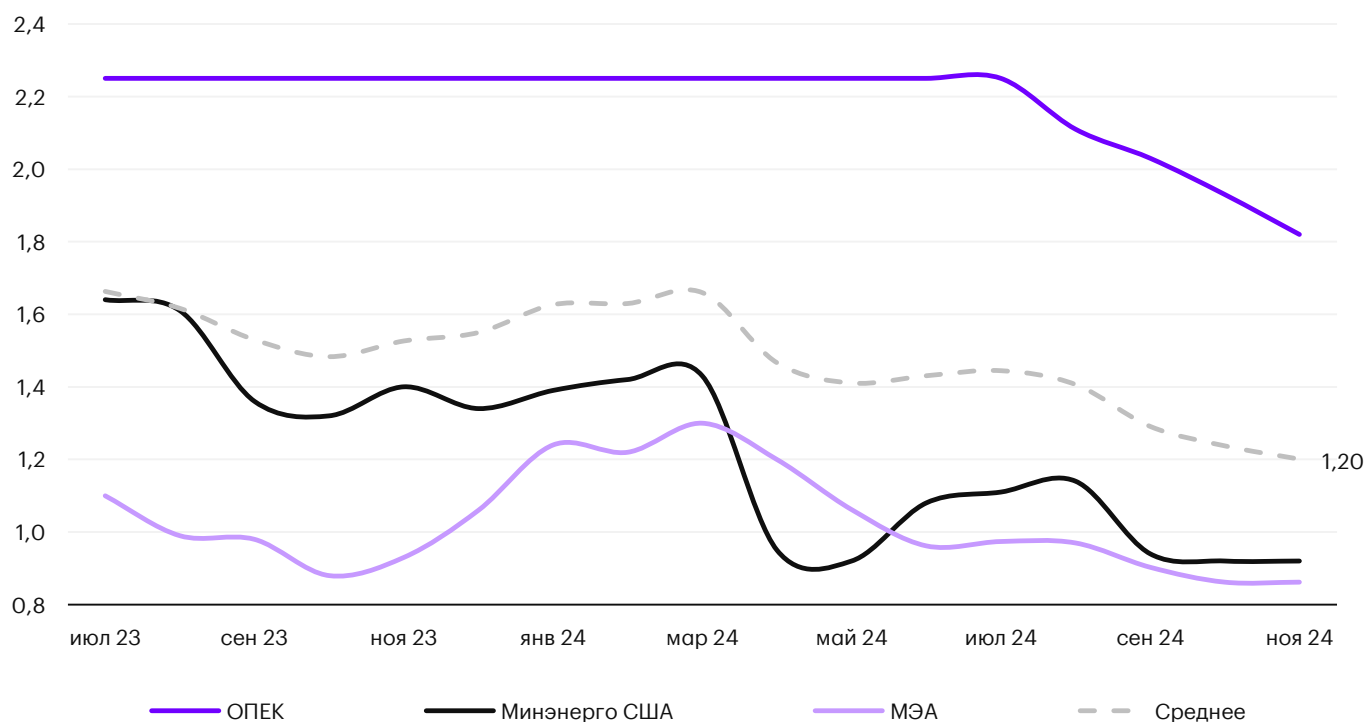
ОПЕК в 2024 г. ожидает рост спроса на нефть на 1,82 млн барр./сут. до 104,0 млн барр./сут. В 2025 г. ожидается рост спроса на 1,5 млн барр./сут., до 105,6 млн барр./сут. На протяжении долгого времени ОПЕК поддерживала прогноз роста спроса на нефть в 2024 на уровне 2,25 млн барр./сут., однако во второй половине года постепенно начала снижать показатель. ОПЕК полагает, что рост спроса на нефть в 2024 году поддерживается ростом спроса на моторное топливо, а также здоровым экономическим ростом, особенно в странах, не входящих в ОЭСР. Также свой вклад могут внести рост мощностей по нефтепереработке и нефтехимической маржи — в основном в Китае и на Ближнем Востоке. В 2025, как ожидается, рост будет стимулироваться высоким спросом на авиаперевозки и устойчивой мобильностью на дорогах, а также здоровой промышленной, строительной и сельскохозяйственной деятельностью в странах, не входящих в ОЭСР.

Аналогично ожидается, что увеличение мощностей и рентабельности нефтехимической промышленности могут продолжить способствовать росту спроса на нефть.

Минэнерго США ожидает рост спроса на нефть в 2024 г. на 0,9 млн барр./сут., до 103,1 млн барр./сут., в 2025 г. — на 1,3 млн барр./сут. до 104,4 млн барр./сут. Аналогично ОПЕК, ведомство начало снижать прогнозы к концу календарного года: в своем последнем отчете оно пояснило, что прогноз на 2024 г. был снижен из-за пересмотра в сторону понижения данных по Китаю, а на 2025 г. — данных по странам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)

МЭА ожидает рост спроса в 2024 г. на 0,9 млн барр./сут. до 102,8 млн барр./сут., в 2025 г. — на 1,0 млн барр./сут., до 103,8 млн барр./сут. Комментируя прогноз снижения темпов роста спроса в текущем году, аналитики агентства приводят данные по приросту показателя в третьем квартале — всего на 680 тыс. барр./сут. в годовом исчислении, что является самым медленным темпом с четвертого квартала 2022 года, когда экономика Китая была под воздействием ограничительных мер из-за коронавируса.

Консенсус-прогноз по росту спроса на нефть в 2024 году составляет 1,2 млн барр. в сутки



* На основании прогнозов ОПЕК, EIA, МЭА
Источник: «Интерфакс», ОПЕК, МЭА, EIA, оценки АТОН

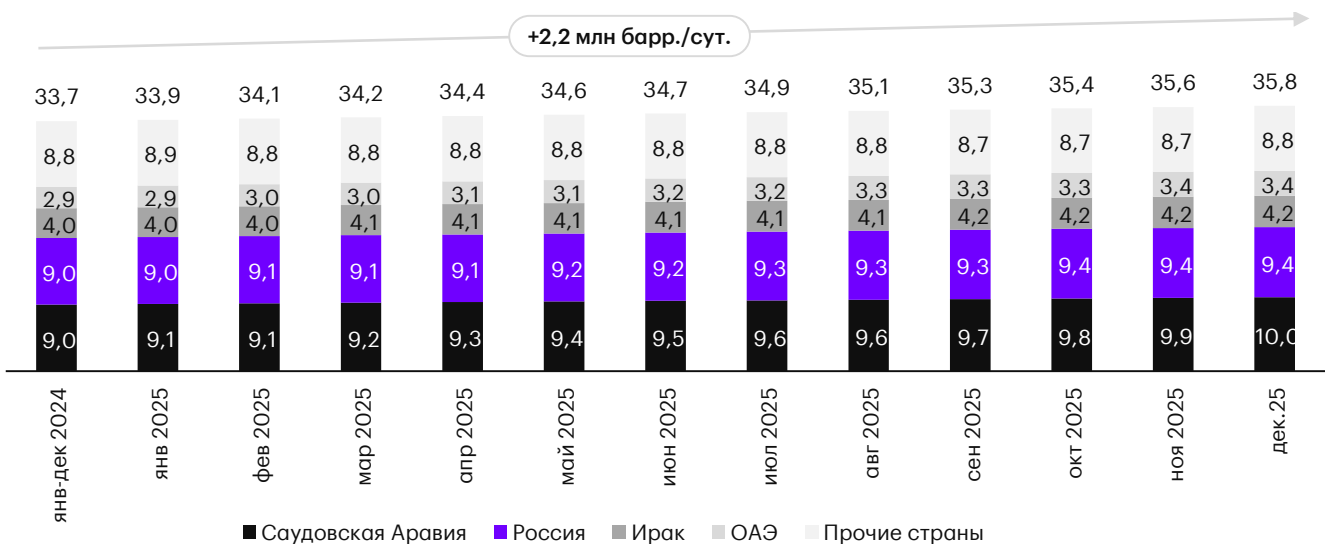
Постепенный рост добычи ОПЕК+ по мере снятия добровольных ограничений

Восемь стран ОПЕК+, включая Россию и Саудовскую Аравию, в начале 2024 года договорились **добровольно снижать производство** нефти на 2,2 млн барр./сут.*

Решение ОПЕК+ отложить рост добычи на два месяца связано в том числе с превышением объемов добычи**.

Постепенное сворачивание действующих ограничений с увеличением добычи на 170 тыс. барр./сут. **перенесено сначала на два месяца, а потом еще на один** — с октября 2024 на январь 2025 года**.

Планомерное сокращение добровольных ограничений, действующих в январе-ноябре 2024 года

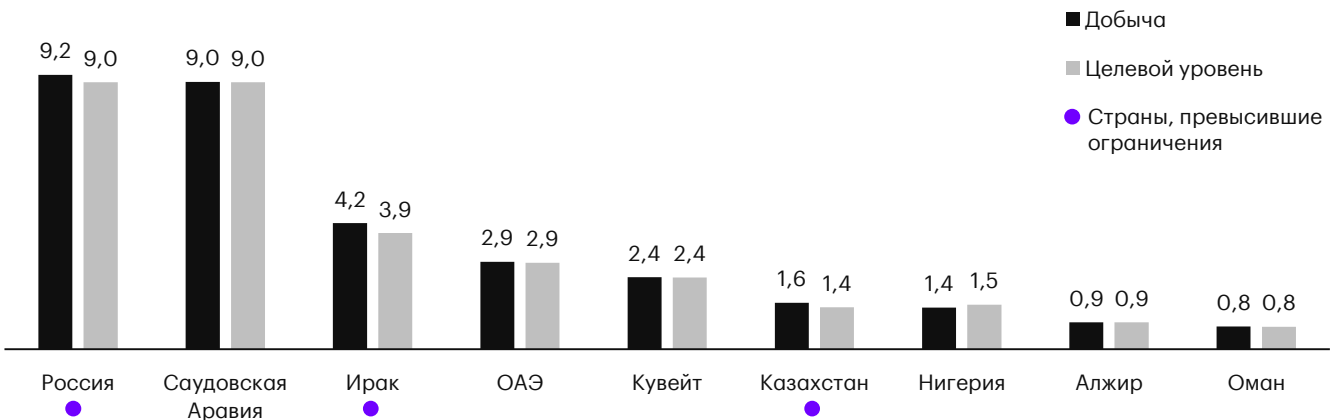


Россия, Казахстан и Ирак оказались среди стран ОПЕК+, которые в 2024 году превысили допустимые уровни добычи, предусмотренные соглашением.

Министерство нефти Ирака, в свою очередь, сообщило, что стране удалось сократить добычу нефти за счет уменьшения внутреннего потребления и экспортных поставок****

В ноябре Россия и Казахстан вновь подтвердили свою полную приверженность договоренностям, включая добровольное сокращение добычи и компенсацию по новым графикам.

Добыча ОПЕК+ в 2024 г.*** по сравнению с целевым уровнем, млн барр./сут.



* «Коммерсантъ»: <https://www.kommersant.ru/doc/6950829>; **ОПЕК: https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/7409.htm; ***За первые 3 квартала 2024 г.; **** Интерфакс: <https://www.interfax.ru/world/989844>; Источник: МЭА, ОПЕК, «Коммерсантъ», РБК, «Интерфакс», оценки АТОН;

Высокая волатильность цен на нефть в связи с геополитическими событиями

Ормузский пролив: ключевая артерия, через которую проходит около половины всей экспортируемой в мире нефти (21 млн барр./сут.**), включая 1,85 млн барр./сут., экспортируемые Ираном***).

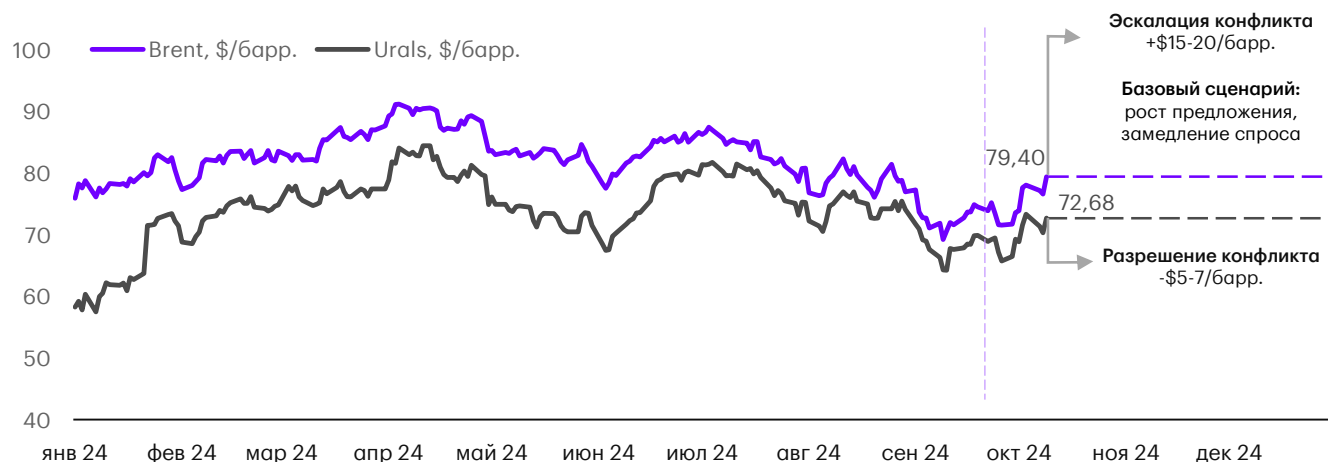
Однако рост добычи требует времени и дополнительных капитальных затрат, поэтому, с нашей точки зрения, вряд ли сможет моментально компенсировать возможное снижение предложения.

Рост производства возможен за счет отмены ограничений ОПЕК+ (около 5,9 млн барр./сут.). Также о возможности нарастить добычу заявляли Саудовская Аравия (3 млн барр./сут.) и ОАЭ (1,4 млн барр./сут.)*.



Цена на нефть марки Brent превышала \$80/барр. – впервые с августа 2024 – на фоне конфликта на Ближнем Востоке

Цена на марку Urals росла вслед за мировыми «бенчмарками», при этом средний дисконт к Brent остается в районе \$5-6/барр.



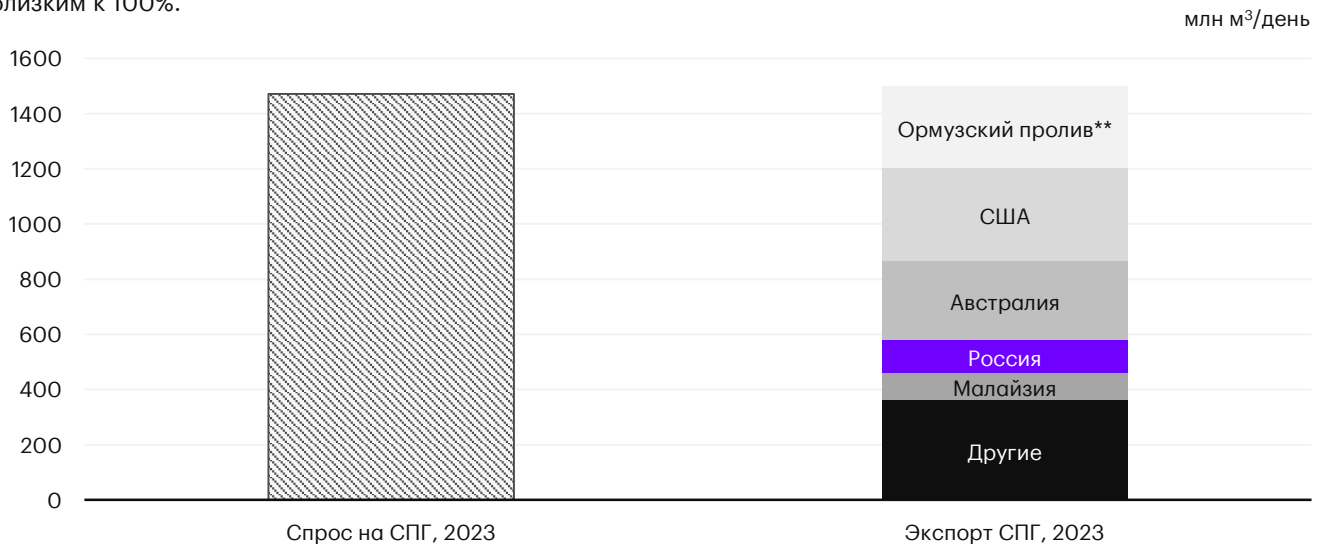
* Reuters: <https://www.reuters.com/business/energy/opec-could-cushion-iran-oil-shock-not-broader-disruption-2024-10-03/>; **в 2023; *** в августе 2024; ****график по состоянию на 8 ноября 2024 г.
Источник: Reuters, ОПЕК, МЭА, Минэнерго США, Investing.com, оценки АТОН

Влияние конфликта на Ближнем Востоке на мировой рынок СПГ

Нарушение поставок через Ормузский пролив может привести к сокращению мирового предложения СПГ почти на 20%, по нашим оценкам. Это почти вдвое больше объема поставок газа через «Северный поток» в 2021 году.

Альтернативные маршруты поставок газа отсутствуют, помимо трубопровода Dolphin из Катара в ОАЭ и Оман, который не позволит экспортировать газ в тех же объемах, как через пролив. Кроме того, экспортные терминалы СПГ Омана работают с коэффициентом использования, близким к 100%.

Прекращение поставок может привести к высокой волатильности цен на газ. В числе наиболее пострадавших могут оказаться Бангладеш, Индия и Пакистан, которые импортировали почти 70% своего общего СПГ через Ормузский пролив*.



~295 млн м³/день проходило через Ормузский пролив в 2023, что составляет примерно пятую долю мировой торговли СПГ.

~91% этих объемов составлял экспорт из Катара*** – второго по величине экспортера СПГ в мире, еще ~6% занимает экспорт СПГ из ОАЭ***.

~55 млн м³/день**** природного газа транспортируется из Катара в ОАЭ и Оман с использованием 63% от проектных мощностей.

~80% объема СПГ из Катара и ОАЭ, транспортируемого через Ормузский пролив, направляется на азиатские рынки, остальные объемы предназначены для европейского рынка.

~25% и ~13% азиатского и европейского импорта СПГ соответственно было реализовано через Ормузский пролив в первые 10 месяцев 2023 года

* В первые 10 месяцев 2023; **СПГ из Катара и ОАЭ (за исключением экспорта СПГ из Катара в Кувейт); *** В 2023 году; **** куб. м СПГ в жидком состоянии соответствует около 600 куб. м природного газа в газообразном состоянии при нормальных условиях давления и температуры
Источник: Минэнерго США, оценки АТОН

Рост спроса в Азии и риски перебоев с поставками поддерживают цены на газ

К началу зимы 2024 года газовые хранилища Европы заполнены практически на 95%*, что является рекордным показателем. Дополнительно накапливаются запасы СПГ в плавучих хранилищах

Во 2-м полугодии 2024 спрос на газ начал расти в Азии, особенно в Китае**. При этом сохраняются риски, связанные с перебоями поставок газа из России и техническим обслуживанием газовых объектов в Норвегии

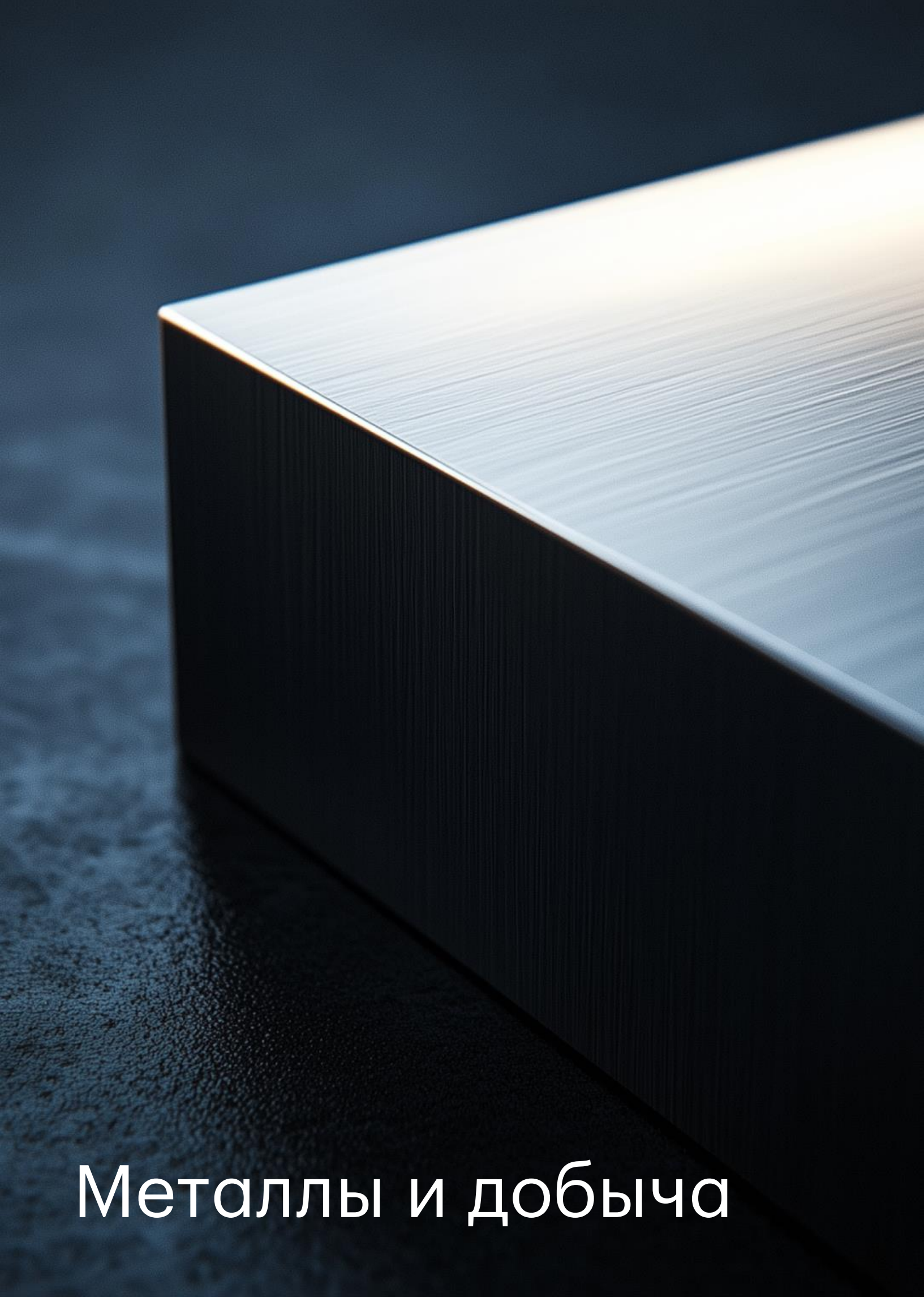


* По состоянию на 1 ноября 2024 г., <https://www.interfax.ru/world/989611>; ** <https://www.hydrocarbonengineering.com/tanks-terminals/17062024/higher-lng-prices-to-limit-asian-demand-and-turbocharge-european-gas-storage-levels/>
 Источник: profinance.ru, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские нефтегазовые компании и международные аналоги

Компания	Кап-я, \$ млн	EV/ЕВITDA		P/E			5Л средн.	Див. дох-ть	ЧД/ЕВITDA	Изменение за		
		24П	25П	5Л средн.	24П	25П				12М	12М	3М
Российские газовые компании												
Газпром	32 805	2,7	2,4	3,5	1,7	1,4	3,4	0%	1,5	6%	-12%	-19%
НОВАТЭК	29 251	3,2	3,1	7,0	4,9	4,6	10,9	9%	0,1	-7%	-23%	-42%
Российские нефтяные компании												
Роснефть	52 033	2,6	2,5	4,2	3,9	3,9	7,0	13%	1,0	-4%	-17%	-17%
ЛУКОЙЛ	50 669	2,2	2,1	3,7	4,5	4,4	7,2	16%	отр.	12%	-7%	-2%
Татнефть	13 229	2,7	2,6	5,0	4,1	4,1	5,2	13%	отр.	-3%	-17%	-3%
Газпром нефть	27 900	2,7	2,5	4,3	4,1	3,8	4,4	18%	0,4	-14%	-23%	-29%
Средневзвешенное значение		2,6	2,5	4,4	3,9	3,7	6,6	12%	0,6	0%	-15%	-18%
Медиана		2,7	2,5	4,2	4,1	4,0	6,1	13%	0,7	-4%	-17%	-18%
Развивающиеся рынки												
Reliance Industries	202 950	12,2	11,6	13,7	23,5	22,6	20,6	0%	1,4	-13%	-11%	9%
PetroChina	194 415	3,4	3,4	4,4	8,3	8,3	10,2	9%	0,5	-19%	-27%	8%
CNOOC	106 968	2,3	2,3	2,7	5,3	5,3	6,0	8%	отр.	-16%	-14%	31%
Sinopec	97 389	5,6	5,2	4,4	11,7	10,8	8,5	8%	0,7	-16%	-17%	3%
Petrobras	86 660	2,9	2,9	4,0	5,7	4,6	3,6	20%	1,1	-2%	-10%	6%
ONGC	37 399	4,8	5,3	3,9	6,8	7,2	5,2	5%	0,5	-24%	-8%	28%
Sasol	3 384	2,5	2,6	5,1	2,3	2,3	7,8	4%	1,5	-27%	-28%	-59%
Средневзвешенное значение		6,0	5,8	6,7	12,1	11,7	11,2	7%	0,8	-15%	-16%	12%
Медиана		3,4	3,4	4,4	6,8	7,2	7,8	8%	0,9	-16%	-14%	8%
Развитые рынки												
Exxon Mobil	533 872	7,6	7,2	7,5	15,8	15,0	13,6	3%	0,3	2%	3%	16%
Chevron	285 234	6,8	6,4	6,8	14,9	13,7	15,2	4%	0,3	10%	-3%	9%
Royal Dutch Shell	197 928	3,6	3,9	4,6	7,8	8,8	10,8	4%	0,6	-10%	-13%	-4%
Total	141 197	4,2	4,2	4,7	7,6	7,9	9,3	6%	0,5	-9%	-18%	-11%
ConocoPhillips	128 695	5,7	5,1	5,8	14,2	13,0	12,9	3%	0,6	2%	-8%	-3%
BP	75 472	3,3	3,3	4,6	7,4	7,4	20,4	7%	0,9	-15%	-26%	-23%
Canadian Natural Resources	70 465	6,6	6,0	6,4	13,6	12,4	9,3	5%	1,1	-6%	-10%	3%
Equinor	62 585	1,5	1,5	2,7	6,8	7,7	12,8	12%	0,1	-14%	-17%	-26%
Suncor Energy	49 966	5,1	5,3	5,9	10,9	12,4	9,8	4%	0,6	-4%	1%	18%
Occidental Petroleum	47 968	5,9	5,7	6,5	15,1	14,6	20,2	2%	1,8	-10%	-19%	-17%
Eni	47 517	3,5	3,7	3,5	7,5	7,7	11,9	7%	0,8	-4%	-10%	-10%
Imperial Oil	38 070	7,0	7,7	11,7	11,6	12,7	10,3	2%	0,3	-2%	8%	31%
Repsol	14 118	3,1	3,3	4,2	4,0	4,8	8,0	8%	0,5	-10%	-23%	-18%
OMV	12 908	3,4	3,6	3,7	6,0	6,3	6,2	12%	0,3	-3%	-17%	-8%
Средневзвешенное значение		5,8	5,6	6,2	12,5	12,1	13,1	4%	0,5	-2%	-6%	4%
Медиана		4,6	4,6	5,3	9,3	10,6	11,3	5%	0,5	-5%	-11%	-6%
Сланец												
EOG Resources	75 565	5,8	6,0	5,8	11,6	12,3	14,3	3%	отр.	6%	4%	9%
Diamondback Energy	53 212	9,1	6,6	5,9	15,7	12,0	9,5	3%	1,6	-7%	-8%	15%
Devon Energy	25 691	4,6	4,4	5,0	8,5	8,6	11,2	4%	1,1	-12%	-22%	-14%
Средневзвешенное значение		6,7	5,9	5,7	12,5	11,6	12,1	3%	0,7	-1%	-4%	7%
Медиана		5,8	6,0	5,8	11,6	12,0	11,2	3%	1,3	-7%	-8%	9%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН



Металлы и добыча

Взгляд на металлургические компании

«Северсталь»: один из лидеров по эффективности с высокой оценкой

«Северсталь» - одна из самых эффективных в мире горно-металлургических компаний*. Политика компании предполагает регулярные ежеквартальные дивиденды**. Географическое расположение активов обеспечивает гибкость экспортных поставок, хотя в текущих условиях ограничений на внешних рынках этот фактор менее актуален. Компания также обладает сильным балансом с чистой денежной позицией свыше 66 млрд рублей, которая, однако, снизилась в 2024 году. «Северсталь» торгуется с самой дорогой оценкой среди российских производителей стали, что не до конца оправдано, на наш взгляд. В то же время компания планирует увеличить капитальные затраты до 170 млрд рублей к 2025 году, что может привести к снижению дивидендов.

НЛМК: гибкость и устойчивость на фоне волатильности внешних рынков

Отсутствие прямых санкций позволяет НЛМК сохранять гибкость в операционной и финансовой деятельности, что поддерживает возможности компании на экспортных рынках. Чистая денежная позиция на балансе в размере около 50 млрд рублей делает компанию устойчивой к росту процентных ставок. НЛМК оценивается на уровне EV/EBITDA 2025 года в 2,4x, что на 49% ниже ее пятилетней средней. Возможное возобновление промежуточных дивидендов может стать катализатором для роста стоимости акций. Однако экспортные пошлины и снижение цен на сталь в Европе делают внешние рынки менее рентабельными для компании. НЛМК также выделяется менее прозрачными сроками раскрытия информации по сравнению с другими публичными производителями стали в России.

ММК: недооцененный актив с фокусом на внутренний рынок

Акции ММК торгуются с низкой оценкой в 1,9x EV/EBITDA на 2025 год, что, по нашему мнению, не полностью отражает финансовые показатели и ликвидность акций. Сильный баланс с чистой денежной позицией свыше 94 млрд рублей делает ММК устойчивой к росту процентных ставок. Компания вернулась к выплатам промежуточных дивидендов***, хотя ожидаемая доходность уступает конкурентам на 1-2 п.п. Компания отличается низкой гибкостью экспортных продаж (90% ориентированы на внутренний рынок), хотя в текущих условиях это не представляется значительным недостатком. Рентабельность и доходность свободного денежного потока ММК ниже средних по отрасли в России, однако остаются выше иностранных аналогов.

«Норильский никель»: диверсификация металлов как опора для роста

Снижение ставок в США и глобальный энергопереход должны поддержать цены на металлы в 2025 году. Ключевой особенностью «Норникеля» является диверсифицированная корзина металлов (Ni, Cu, Pd, Pt). Даже при текущих ценах на сырьевые продукты компания демонстрирует высокую рентабельность EBITDA – около 40% – благодаря уникальным качествам добываемой руды, контролю себестоимости и значительному присутствию на мировых рынках. Доля «Норникеля» на рынке палладия – около 40%, высокосортного никеля – 20%. Мы ожидаем постепенного восстановления цен на цветные и драгоценные металлы, что создаст дополнительные драйверы для роста компании. Для снижения рисков, связанных с геополитическими ограничениями, а также для снижения капитальных затрат компания рассматривает к 2027 году возможность переноса плавильных мощностей Медного завода в Китай. Основным риском для инвестиционного кейса является ухудшение конъюнктуры на рынках ключевых металлов, что может сказаться на прогнозах по дивидендам.

«Русал»: рост на фоне риска долговой нагрузки

Ожидаемое улучшение финансовых результатов компании в 2024 году связано с прогнозируемым ростом цен на алюминий, что особенно важно для «Русала», учитывая его высокую чувствительность к изменению цен на этом растущем рынке. Прогнозный показатель EV/EBITDA на 2025 год составляет 4,1x, при этом соотношение чистый долг/EBITDA – 5,0x, что делает компанию уязвимой к высоким ставкам, негативно влияющим на компании с большой долговой нагрузкой. Кроме того, низкая прозрачность компании остается проблемой: применимость цен LME для прогнозов, а также эффект от экспортных пошлин пока под вопросом.

АЛРОСА: лидер алмазодобычи на сложном рынке***

АЛРОСА – одна из крупнейших алмазодобывающих компаний в мире с долей рынка более 25% и с запасами выше 1 млрд карат, достаточными для ведения добычи на протяжении около 30 лет. Ситуация на рынке алмазов остается сложной, цены на бриллианты упали более чем на 20% г/г из-за слабого спроса и роста интереса к синтетическим камням. Также в 2024 году вступили в силу ограничения на российские алмазы со стороны стран G7, что оказывает дополнительное влияние на продажи компании. Мы не исключаем, что рынок уже близок ко дну (запасы в Индии снижаются), а цены на искусственные бриллианты продолжают падать, делая этот продукт все более нишевым. Мы сохраняем нейтральный взгляд на акции АЛРОСА.

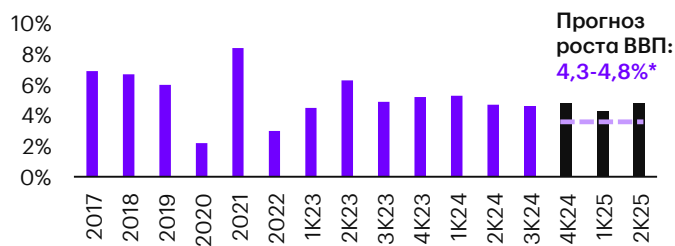
«ФосАгро»: один из ведущих мировых производителей удобрений

«ФосАгро» – вертикально-интегрированный производитель фосфорсодержащих удобрений, лидер в производстве высокосортного фосфатного сырья. Инвестиционный кейс предлагает привлекательный профиль роста – производство в среднем увеличивается на 3% ежегодно, а также один из самых низких показателей себестоимости в мире. Также компания исторически стабильно платит ежеквартальные дивиденды с доходностью в среднем по циклу около 10%****. Дорогая оценка – ключевой негативный фактор в инвестиционном кейсе «ФосАгро». По EV/EBITDA 2025 года компания торгуется на уровне средних мультипликаторов за 5 лет, что не выглядит дешевым на фоне дисконта у других компаний рынка.

* <https://severstal.com/rus/about/>; ** <https://severstal.com/rus/ir/dividends/>;
*** [https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=9Bfs7zsSekavuovfBkXJ3g-B-B](https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=9Bfs7zsSekavuovfBkXJ3g-B-B;);
**** <https://www.alrosa.ru/about/>;
***** <https://www.phosagro.ru/investors/dividends/>
Источник: Investing, данные компаний, оценки АТОН

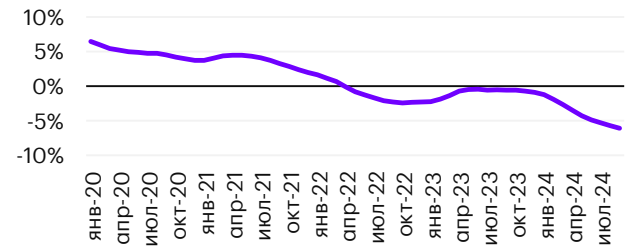
Проблемы в секторе недвижимости Китая сохраняются

- На 4,6% г/г вырос ВВП Китая в 3-м квартале 2024 года (против +5,3% в 1-м квартале 2024).
- Консенсус-прогноз роста ВВП Китая на 2024 год составляет 4,8% год к году, что немного ниже целевого уровня в 5%, установленного властями.
- Более 25% в ВВП Китая занимает рынок недвижимости.



■ Рост ВВП, г/г, %

- Китай столкнулся с рекордным избытком жилой недвижимости, на ее продажу понадобится около 49 месяцев**.
- Цены на новое жилье продолжают падать, демонстрируя самые быстрые темпы снижения за последние 9 лет. По мере ослабления эффекта стимулирования экономики, падение цен на жилье ускоряется.

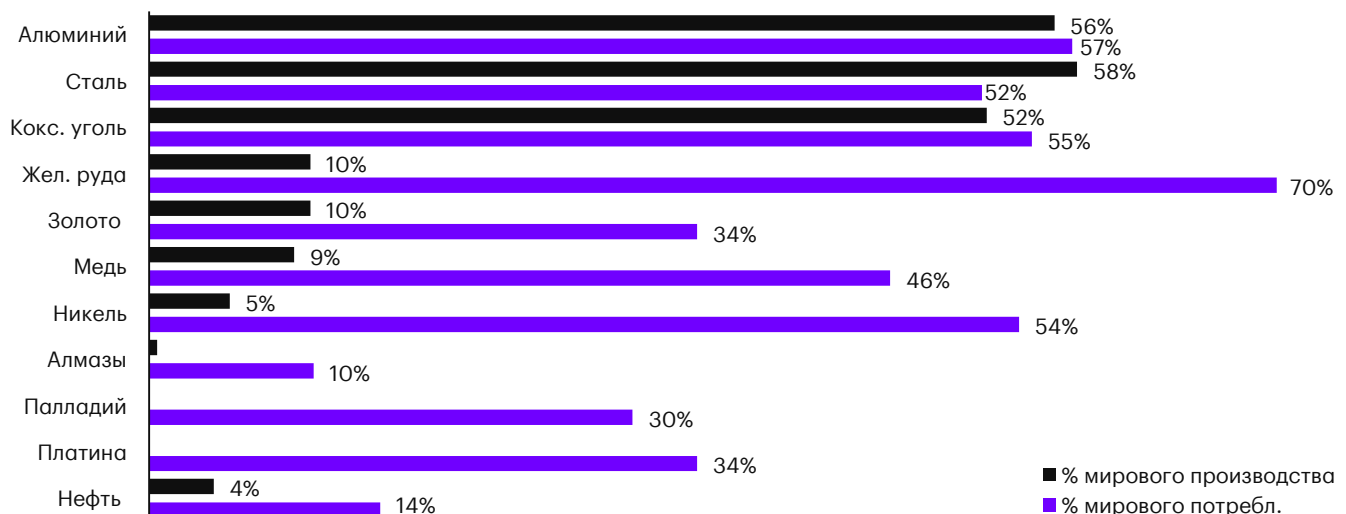


■ Динамика цен на новое коммерческое жилье в 70 городах Китая, г/г

- Китай — ключевой игрок на мировом сырьевом рынке. На Китай приходится до 30-70% мирового спроса на ряд металлов и материалов.
- Внутренние процессы в Китае являются во многом определяющими для цен на мировом товарном рынке и для баланса спроса и предложения.

- Несмотря на продолжающийся рост экономики, в Китае нарастают структурные проблемы, связанные прежде всего с сектором недвижимости.
- Однако мы считаем, что новые фискальные стимулы и меры поддержки могут оказать положительное влияние на глобальные сырьевые рынки в 2024-2025 гг.

Приблизительная доля Китая в мировом производстве/потреблении

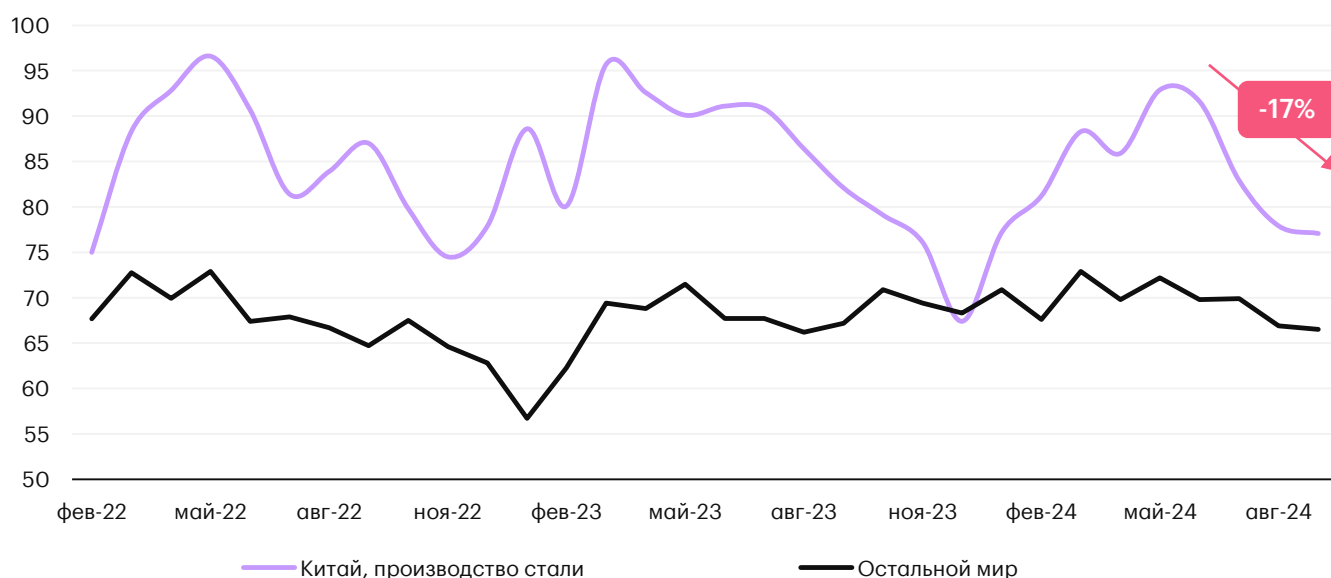


*На основании консенсус-прогнозов, агрегированных Investing.com;
 ** по данным China Real Estate Information Corp (CRIC)
 Источник: данные ОПЕК, «Интерфакс», S&P Global, OECD, Statista, Mineral Commodity Summary, оценки и прогнозы АТОН

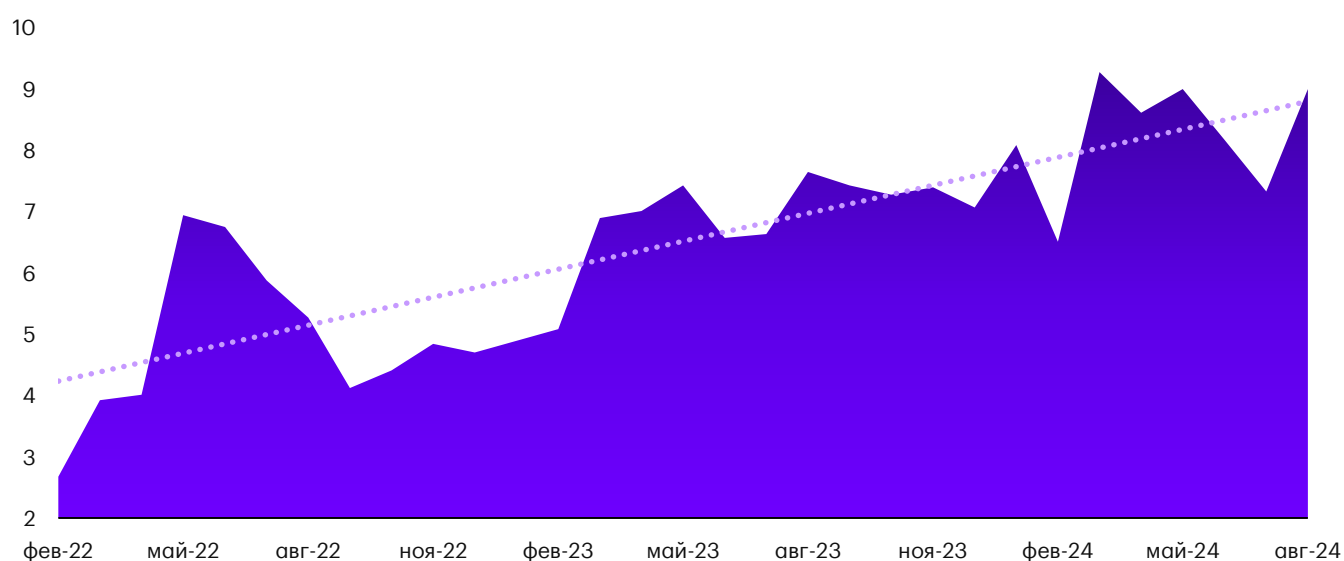
Экспорт из Китая растет несмотря на снижение производства

- Несмотря на ужесточение торговых ограничений со стороны других стран, чистый экспорт стали из Китая продолжает увеличиваться, достигнув январе-октябре 2024 года 86,2 млн тонн (+29% г/г) и обновив максимумы с 2016 года.
- Средний коэффициент использования производственных мощностей на 38 крупных предприятиях Китая составил 23%, многие металлургические заводы закрываются.
- В сентябре объемы производства стали в Китае сократились до самого низкого уровня в 2024 году — 77 млн тонн (-6% г/г). Производство в остальном мире остается стабильным.

Производство стали, млн тонн.



Чистый экспорт стали из Китая, млн тонн



Источник: CBonds, Investing.com, оценки АТОН

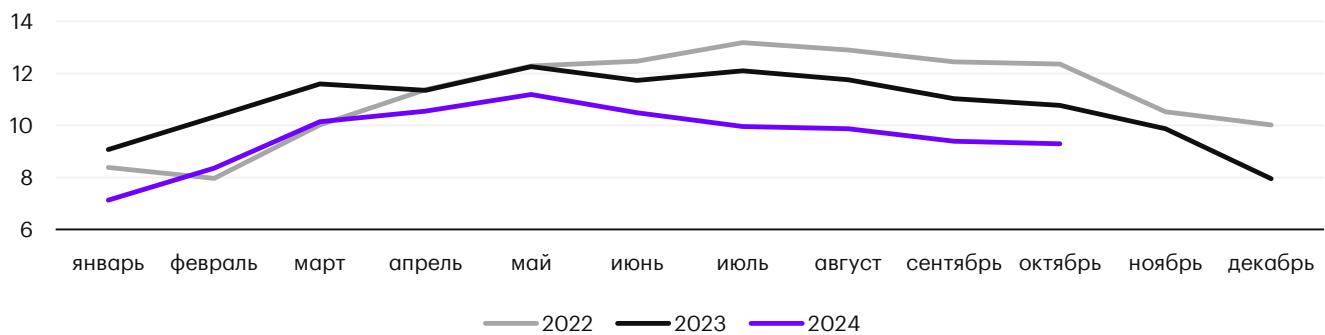
Падение погрузки по ж/д строительных материалов и цемента и замедление спроса на сталь в России

Снижение перевозок строительных материалов и цемента в 2024 году – опережающий индикатор, указывающий на замедление активности в строительном секторе

- С января по октябрь 2024 года объем грузовых перевозок строительных материалов ж/д транспортом снизился на 14% г/г до 96,4 млн тонн

- За тот же период времени ж/д перевозки цемента упали до 20,5 млн тонн, что ниже показателя 2023 на 4%

Объем погрузки строительных материалов на ж/д транспорте, млн тонн

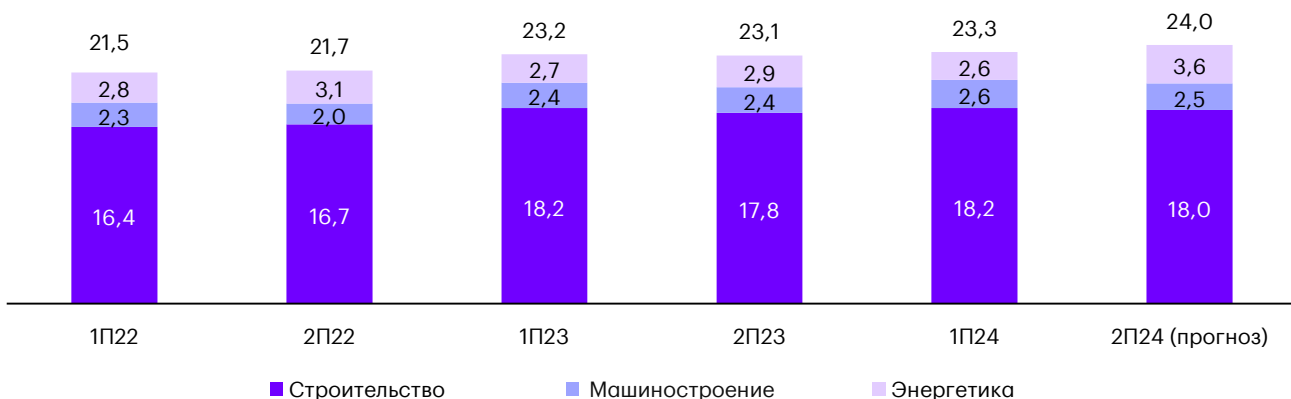


В 2023 году потребление стали в России выросло на 7% г/г до 46,3 млн тонн. Наибольший вклад в динамику внес строительный сектор, показавший рост на 9% г/г.

- В 1-м полугодии 2024 года потребление стали в России выросло на 0,6% г/г до 23,3 млн тонн. Позитивная динамика была поддержана стартом крупных инфраструктурных проектов (газопровод Волхов – Мурманск протяженностью 1,3 тыс. км).

- В 2025 году мы ожидаем рост спроса на сталь в России на уровне 1-2%, при условии постепенного снижения ставки ЦБ.

Рынок металлопотребления, млн тонн

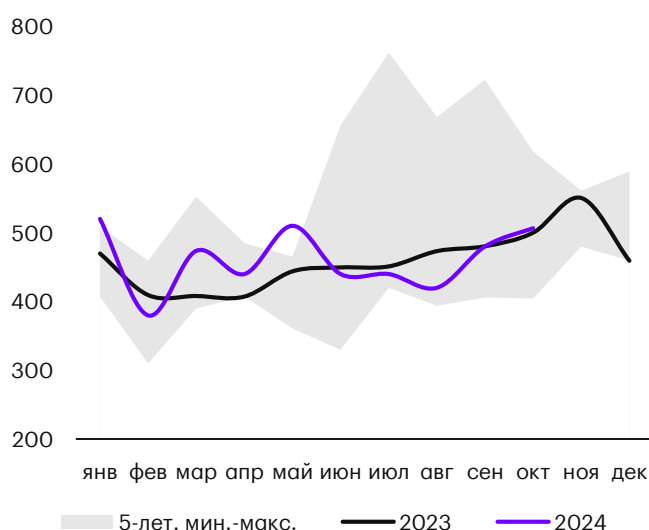


*Источник: данные РЖД, оценки и прогнозы АТОН

Структурный дефицит на рынке меди и сбалансированный рынок алюминия с вероятностью профицита в 2025 году

- В 2024 году ожидается дефицит меди в размере 300-500 тыс. тонн на фоне роста спроса на металл, обусловленного переходом на «зеленую» энергетику.
- Фактором поддержки цен выступает структурный рост спроса из-за электрификации в автомобильной промышленности — на 3-4 млн тонн в год к 2030 году.
- Поддержку ценам оказывает и отсутствие новых крупных производственных проектов, а также сокращение выпуска на старых — Anglo American заявила о сокращении производства меди в 2024 и 2025 гг.
- Китай потребляет более 50% всего объема меди в мире, и за 10 месяцев 2024 импорт в страну вырос на 2,6% г/г.

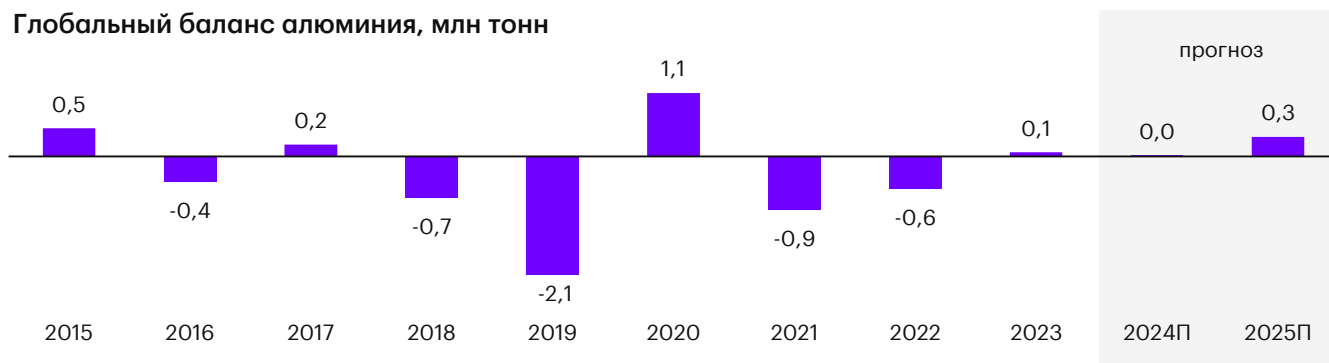
Импорт необработанной меди в Китай растет с начала года, тыс. тонн



тыс. тонн	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Предложение	24 820	25 309	25 812	25 701	26 366	27 336	27 857	28 574	28 711	29 135
Спрос	24 865	25 168	25 797	26 178	26 898	27 591	28 345	28 991	29 782	30 658
Профицит / Дефицит	-45	141	15	-477	-532	-255	-487	-417	-1 072	-1 523

- Профицит алюминия сократится в 2024 году на фоне роста спроса на металл (консенсус-прогноз: +2,7%)
- Основная доля роста предложения по-прежнему приходится на Китай. Производство в Китае в 2024 году может вырасти на 2% (в 2023 году — на 3%) по мере приближения к ожидаемому лимиту мощностей в 45 млн тонн.
- В 2025 г. возможно увеличение профицита до 300 тыс. тонн на фоне ввода новых плавильных мощностей в Индонезии и Индии.
- Одним из ключевых рисков является возобновление работы европейских плавильных заводов по мере снижения стоимости электроэнергии.

Глобальный баланс алюминия, млн тонн

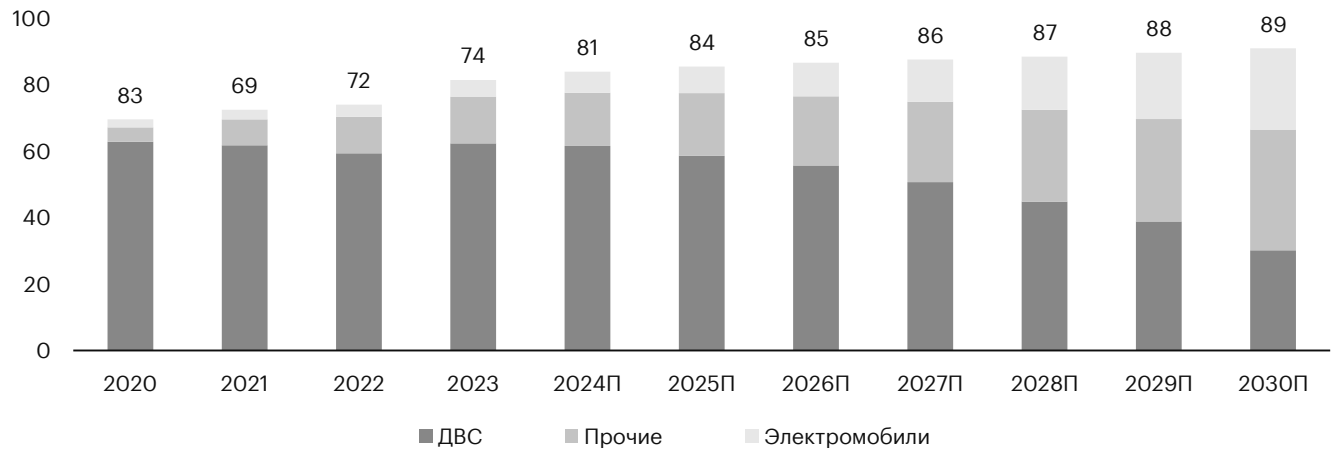


Источник: Wood Mackenzie, LME, NBS, Главное таможенное управление КНР, оценки АТОН

Рост дефицита палладия и ожидающийся сбалансированный рынок платины

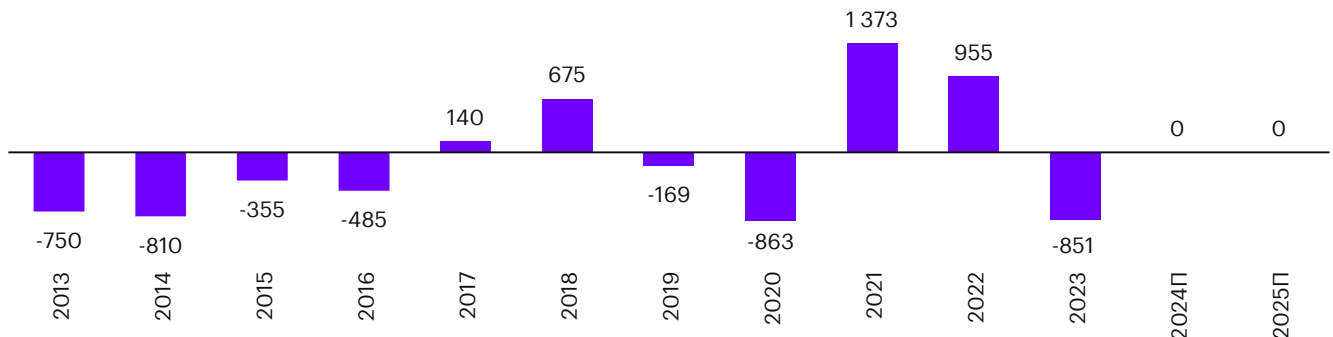
- Цены упали более чем на 30% за последний год (и более чем на 70% с пиковых уровней марта 2022 года).
- Высокие запасы палладия компенсировали структурный дефицит, который в 2024 году может достигнуть 900 тыс. унций из-за низкого вторичного производства.
- Замещение палладия платиной ускорилось — 671 тыс. унций в 2023 году против 391 тыс. в 2022 году. Около 80% палладия используется в автомобильных катализаторах.
- Цена палладия стала сопоставимой с ценой платины. Цены на оба металла могут стремиться к паритету.
- Возможный рост доли электромобилей в продажах транспортных средств (до 30% в 2030 г.) ухудшает долгосрочные прогнозы по палладию.

Продажи легковых транспортных средств в мире, млн ед.



- В 2024 году ожидается снижение мирового производства платины (на 3% г/г) из-за падения первичного предложения в Южной Африке.
- Спрос на ювелирные изделия может снизиться на 4% г/г из-за изменения потребительских предпочтений в Китае.
- В автомобильной промышленности перспективы роста спроса ухудшаются, поскольку потенциал замены палладия платиной в катализаторах близок к исчерпанию.
- За последние годы коэффициент замещения палладия платиной достиг 1:1.

В 2024-25 гг. на рынке платины ожидается баланс спроса и предложения, тыс. унций

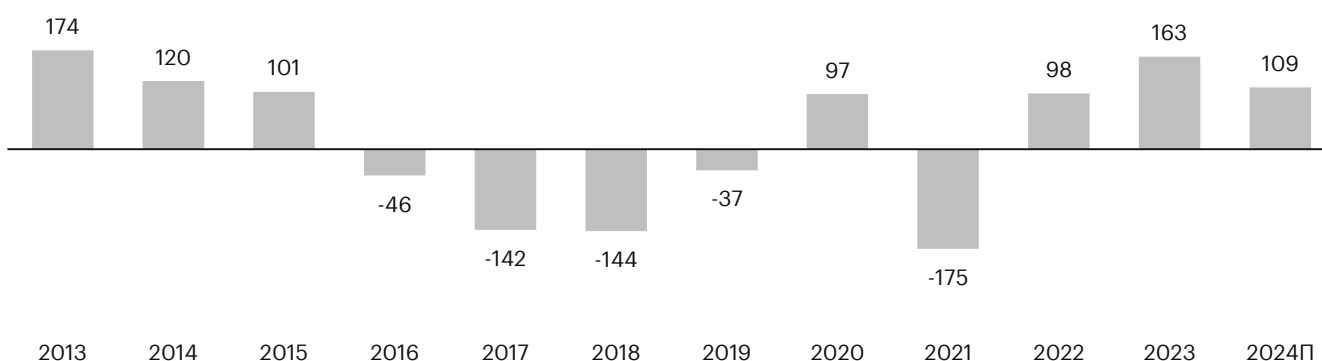


*Источник: Metals Focus, World Platinum Investment Council, оценки АТОН

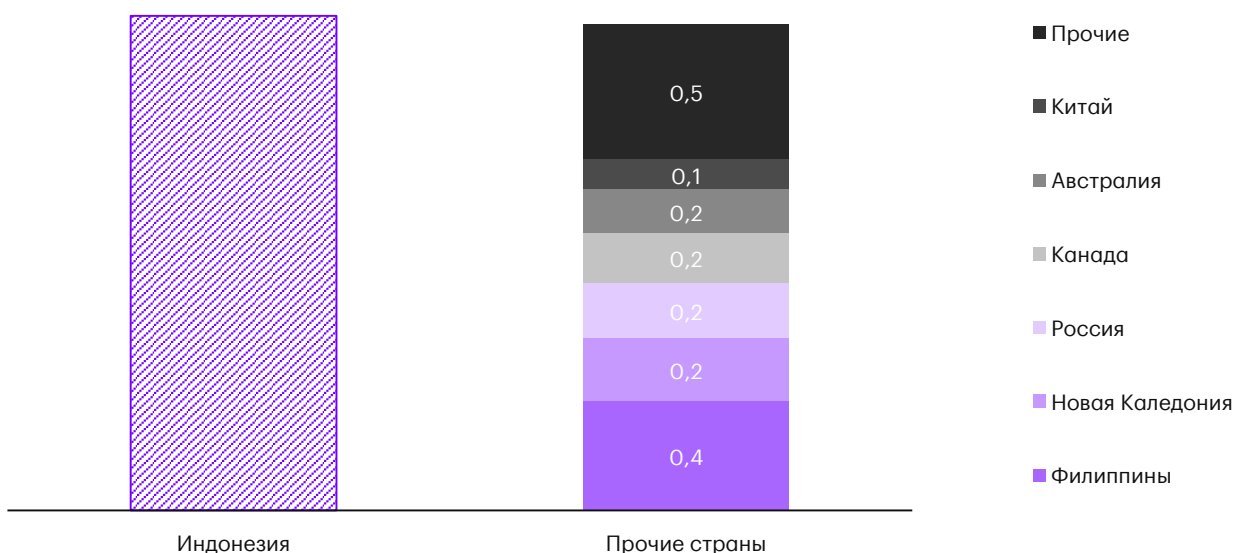
Никель: рост производства в Индонезии оказывает давление на цены

- К 2030 году мощности по производству никеля в Индонезии могут вырасти в четыре раза и составить 1 млн тонн, что должно помочь удовлетворить растущий спрос со стороны аккумуляторной промышленности.
- Высокий риск замещения никеля при разработке новых типов аккумуляторных батарей.
- В марте 2024 цены на никель упали до \$16,4 тыс./т из-за роста предложения из Индонезии и снижения спроса, при этом более 50% мирового производства никеля убыточно при ценах ниже \$16,5 тыс./т.
- В мае 2024 года цена выросла до более чем \$20 тыс./т на фоне беспорядков в Новой Каледонии, а также ограничений со стороны Лондонской биржи металлов (LME).
- К ноябрю 2024 цены на никель приблизились к значениям начала года. Однако, средняя цена никеля за последние 12 месяцев* снизилась на 26%, что соответствует падению с \$23 062 до \$ 17 103 за тонну.

По-прежнему наблюдается избыток предложения никеля, тыс. тонн



В 2023 году Индонезия произвела 50% мирового объема никеля, млн т



*На момент 12 ноября 2024
 Источник: International Nickel Study Group, United States Geological Survey, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители цветных металлов и МПГ и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. дох-ть	ЧД/ EBITDA	Изменение за		
		24П	25П	5Л средн.	24П	25П	5Л средн.	12М	12М	3М	6М	12М
Производители цветных металлов и МПГ												
Норникель	17 392	5,9	5,1	5,5	9,5	7,6	6,5	7%	1,9	-9%	-27%	-36%
РУСАЛ	5 935	4,8	4,1	5,4	8,7	8,2	4,5	0%	5,0	10%	-11%	-4%
Средневзвешенное значение		5,6	4,8	5,5	9,3	7,8	6,0	5%	2,4	-4%	-23%	-28%
Медиана		5,4	4,6	5,5	9,1	7,9	5,5	4%	3,0	1%	-19%	-20%
Диверсифицированные пр-ли												
BHP Billiton	131 305	4,8	5,1	5,3	9,7	11,3	8,6	6%	0,4	1%	-7%	-13%
Rio Tinto	102 833	4,7	4,5	4,6	9,3	9,2	6,5	7%	0,2	-2%	-15%	-12%
Vale	44 891	3,5	3,4	3,7	5,0	5,3	4,8	н.д.	0,7	-3%	-21%	-35%
Anglo American	34 699	5,7	5,3	4,1	16,2	13,4	6,2	3%	1,3	2%	-15%	4%
Средневзвешенное значение		4,7	4,6	4,7	9,6	10,0	7,1	5%	0,4	-1%	-12%	-14%
Медиана		4,8	4,8	4,3	9,5	10,3	6,3	6%	0,5	-1%	-15%	-13%
Производители меди, никеля												
Southern Copper	79 824	12,6	11,9	9,8	22,1	20,9	15,4	2%	0,6	0%	-17%	39%
Freeport-McMoran	61 960	7,6	6,5	8,3	28,3	20,7	13,4	1%	0,4	3%	-19%	23%
Grupo Mexico	38 618	4,9	4,7	5,5	10,1	9,5	10,4	6%	0,1	-3%	-2%	34%
Antofagasta	20 470	7,0	5,9	6,1	27,4	20,2	17,0	1%	0,5	-11%	-28%	22%
Vedanta	20 209	7,0	5,5	3,8	28,4	11,4	5,4	8%	2,0	4%	1%	80%
First Quantum Minerals	10 684	11,7	8,1	7,0	отр.	45,5	14,9	0%	4,0	15%	-8%	16%
Jiangxi Copper	8 527	7,2	7,0	9,2	8,2	8,8	8,8	6%	2,7	-6%	-31%	17%
Lundin Mining	7 205	5,6	5,0	4,8	15,6	12,0	9,2	3%	0,8	4%	-23%	45%
Aurubis AG	3 661	5,7	5,7	5,7	10,5	11,5	11,1	2%	0,3	20%	1%	-4%
Eramet	1 582	4,7	4,0	4,1	8,2	5,3	12,5	5%	1,1	-26%	-51%	-29%
Средневзвешенное значение		8,7	7,8	7,6	20,9	18,5	13,0	3%	0,8	0%	-15%	34%
Медиана		7,0	5,8	5,9	15,6	11,7	11,8	3%	0,7	2%	-18%	22%
Производители МПГ												
Anglo Plat	9 174	5,5	5,7	6,1	12,4	11,9	8,2	3%	-0,7	0%	-12%	-10%
Impala Platinum	5 202	7,7	6,5	3,6	23,8	19,9	6,6	1%	-1,0	28%	6%	31%
Hochschild Mining	1 400	3,8	2,8	3,6	8,1	5,3	10,9	1%	0,4	25%	36%	104%
Средневзвешенное значение		6,1	5,7	5,1	15,8	14,0	7,9	2%	-0,7	12%	-2%	14%
Медиана		5,5	5,7	3,6	12,4	11,9	8,2	1%	-0,7	25%	6%	31%
Производители алюминия												
Aluminium Corp of China	16 981	5,5	5,6	9,1	9,9	9,6	12,7	4%	0,9	15%	-12%	21%
Hindalco Industries	16 870	7,6	6,3	5,7	13,9	10,3	9,3	1%	1,6	2%	-2%	30%
Norsk Hydro	11 587	6,1	4,9	5,4	13,9	8,8	9,0	4%	0,6	12%	-5%	4%
Alcoa	10 487	8,2	5,8	4,5	41,2	12,9	18,2	1%	1,0	31%	2%	55%
Yunnan Aluminium	7 103	6,7	5,7	8,3	10,5	9,3	12,0	н.д.	н.д.	30%	0%	14%
Shandong Nanshan	6 792	4,5	4,5	6,6	10,5	10,1	11,7	3%	н.д.	21%	13%	40%
Средневзвешенное значение		6,6	5,6	6,7	16,4	10,2	11,9	2%	0,8	16%	-3%	27%
Медиана		6,4	5,6	6,1	12,2	9,9	11,9	3%	0,9	18%	-1%	26%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

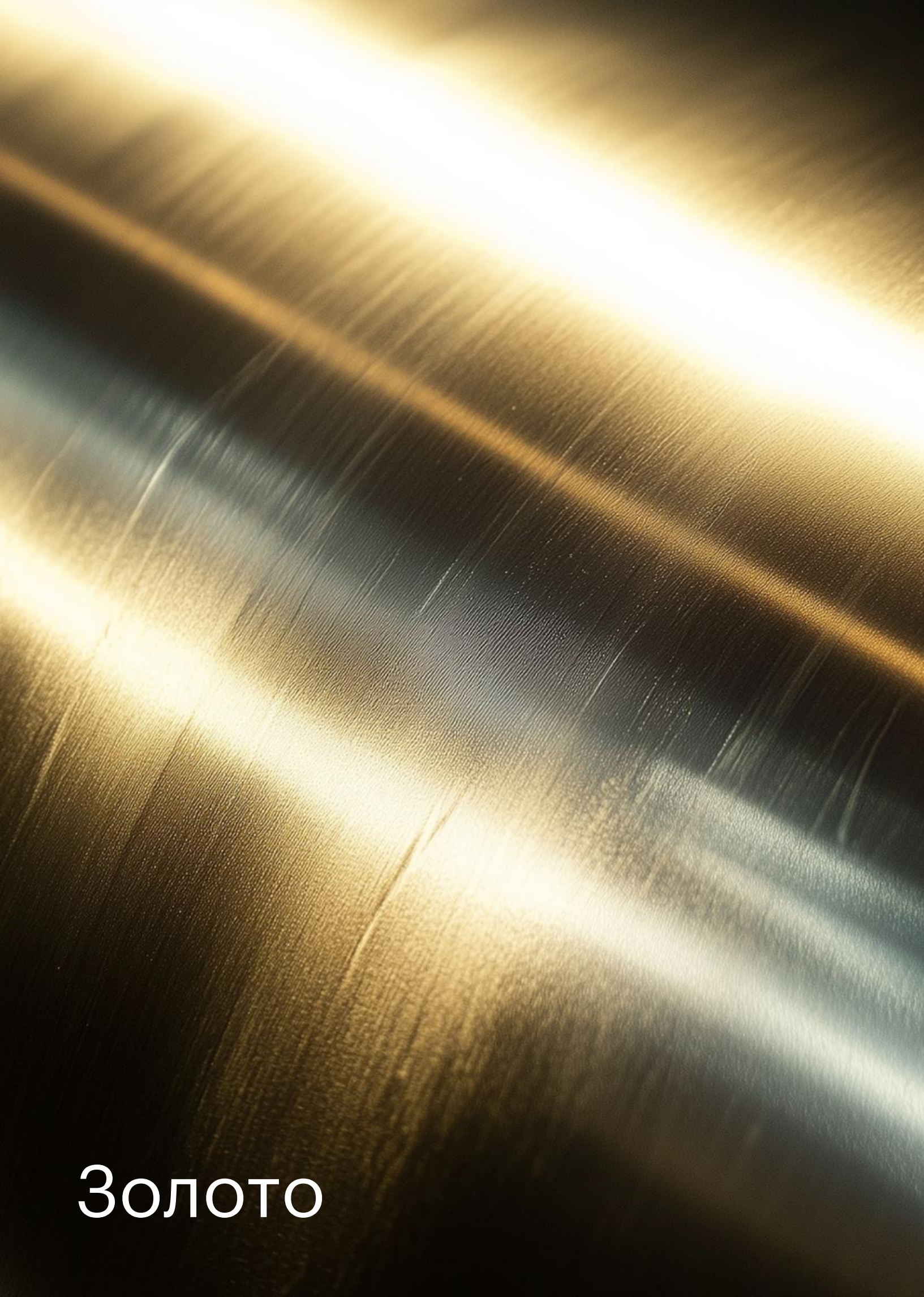
Сравнительные мультипликаторы: российские сталелитейные компании и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн	EV/ЕБИТДА			P/E			Див. дох-ть	ЧД/ ЕБИТДА	Изменение за		
		24П	25П	5Л средн.	24П	25П	5Л средн.			12М	12М	3М
Сталь												
ММК	4 367	2,0	1,9	3,1	4,9	4,8	4,4	8%	-0,6	-21%	-30%	-27%
Северсталь	10 322	3,8	3,6	4,5	6,6	6,5	5,3	13%	-0,3	-12%	-37%	-12%
НЛМК	8 598	2,5	2,4	4,7	5,1	4,9	6,1	13%	-0,2	-18%	-47%	-33%
Мечел	592	5,4	5,2	6,6	9,5	7,3	6,0	0%	4,2	-31%	-57%	-65%
Средневзвешенное значение		3,1	2,9	4,4	5,8	5,7	5,4	11%	-0,2	-16%	-40%	-23%
Медиана		3,1	3,0	4,6	5,8	5,7	5,6	10%	-0,2	-20%	-42%	-30%
Австралия												
Bluescope Steel	5 875	4,4	6,4	4,5	9,7	20,3	9,5	2%	-0,2	4%	-3%	5%
Sims MM	1 571	11,7	7,8	6,8	отр.	29,1	13,5	0%	1,2	17%	17%	-3%
Средневзвешенное значение		6,0	6,7	5,0	7,7	22,1	10,4	2%	0,1	7%	1%	3%
Медиана		8,1	7,1	5,7	9,7	24,7	11,5	1%	0,5	11%	7%	1%
Северная Америка												
Nucor	35 739	9,1	8,6	5,9	17,7	16,8	10,0	1%	0,6	8%	-12%	-2%
Steel Dynamics	21 604	9,2	9,3	5,1	13,6	14,6	7,7	1%	0,9	23%	5%	28%
Reliance Steel	16 935	12,2	12,0	7,2	18,3	18,5	10,5	1%	0,5	12%	8%	15%
US Steel	8 514	7,7	6,3	3,8	14,7	12,4	13,0	1%	1,7	-11%	-1%	10%
Allegheny Tech	8 326	14,0	12,3	11,5	25,3	20,1	17,4	н.д.	1,6	-8%	-3%	29%
Commercial Metals	6 906	7,5	7,9	5,4	13,7	15,2	8,2	1%	0,5	14%	5%	31%
Средневзвешенное значение		9,9	9,4	6,2	17,0	16,4	10,3	1%	0,8	9%	-2%	14%
Медиана		9,2	9,0	5,7	16,2	16,0	10,3	1%	0,8	10%	2%	21%
Европа												
ArcelorMittal	20 346	4,2	3,8	4,0	8,0	6,0	7,6	2%	0,8	15%	-6%	6%
Erdemir	5 142	8,8	5,5	4,6	12,7	8,7	6,7	5%	2,4	3%	9%	32%
SSAB	4 555	2,9	3,0	5,1	7,5	8,3	7,1	6%	-1,3	1%	-20%	-31%
Voestalpine	3 412	3,4	3,5	5,5	11,5	8,8	8,8	4%	1,0	-15%	-30%	-29%
ThyssenKrupp AG	2 148	отр.	отр.	3,5	отр.	4,1	15,1	4%	-3,2	6%	-34%	-51%
Aperam	2 127	7,8	4,8	5,5	14,4	8,3	7,4	7%	1,5	11%	3%	2%
Outokumpu	1 561	7,2	4,0	5,5	отр.	12,5	9,5	8%	0,6	1%	-15%	-14%
Salzgitter	1 105	5,9	3,3	3,9	отр.	7,4	6,6	2%	1,8	16%	-23%	-38%
Kloeckner	464	10,9	5,8	5,7	отр.	10,9	23,3	2%	6,0	-11%	-30%	-28%
Средневзвешенное значение		4,8	3,8	4,4	8,1	7,2	8,1	4%	0,7	8%	-10%	-3%
Медиана		6,5	3,9	5,1	11,5	8,3	7,6	4%	1,0	3%	-20%	-28%
Япония												
NSSMC	21 150	5,8	6,1	7,2	6,9	9,2	7,3	5%	2,3	-4%	-9%	-7%
JFE Holdings	7 168	5,6	6,1	7,9	5,8	5,8	6,6	6%	3,2	-8%	-25%	-20%
Kobe Steel	4 103	4,7	5,0	7,1	5,0	5,7	14,7	6%	2,3	-4%	-17%	-7%
Daido Steel	1 643	6,0	6,0	7,4	7,7	7,8	8,4	4%	2,5	-10%	-26%	-5%
Средневзвешенное значение		5,5	5,8	7,1	6,3	7,7	7,8	5%	2,4	-6%	-14%	-10%
Медиана		5,7	6,0	7,3	6,4	6,8	7,8	5%	2,4	-8%	-17%	-7%
Китай												
China Steel Corp	10 747	15,7	13,5	9,8	97,9	44,0	18,5	1%	5,6	-2%	-11%	-9%
Angang Steel	2 916	135,6	14,7	4,6	отр.	отр.	5,8	0%	25,2	27%	5%	-15%
Maanshan I & S	2 194	19,9	10,7	5,4	отр.	122,5	4,6	0%	7,7	12%	-3%	-11%
Средневзвешенное значение		38,4	13,4	8,2	66,4	46,8	14,2	1%	9,5	5%	-7%	-11%
Медиана		19,9	13,5	5,4	97,9	83,2	5,8	0%	7,7	12%	-3%	-11%
Индия												
JSW Steel	27 126	10,4	11,0	6,3	22,0	27,2	10,0	1%	2,5	5%	6%	23%
Tata Steel	20 453	11,3	9,2	5,5	38,0	27,1	6,8	2%	3,5	-5%	-16%	14%
JSP	10 627	9,7	9,1	5,2	16,4	17,3	10,7	0%	0,8	-5%	-10%	38%
Steel Authority	5 498	9,1	7,9	5,4	20,5	20,9	5,7	2%	3,1	-10%	-32%	27%
Средневзвешенное значение		10,5	9,8	5,8	26,1	25,0	8,7	1%	2,6	-1%	-7%	23%
Медиана		10,0	9,2	5,4	21,3	24,0	8,4	1%	2,8	-5%	-13%	25%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители удобрений и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. дох-ть	ЧД/EBITD А	Изменение за		
		24П	25П	5Л средн.	24П	25П	5Л средн.			12М	12М	3М
Фосагро	7 342	5,9	5,4	6,0	7,3	6,7	8,0	9%	1,4	3%	-15%	-18%
Калий / фосфаты												
Nutrien	23 119	6,9	6,8	7,7	14,1	13,1	12,3	5%	2,0	2%	-19%	-17%
Soc Quimica Y Min	10 661	8,1	6,0	10,9	отр.	8,7	15,1	4%	1,7	8%	-22%	-26%
Mosaic	8 297	5,7	5,8	6,0	12,2	11,9	10,5	3%	1,6	-5%	-13%	-27%
Israel Chemicals	5 482	5,3	4,9	7,0	11,7	9,9	10,1	4%	1,2	3%	-9%	-15%
K+S	2 052	3,7	3,6	6,4	49,9	29,3	12,5	2%	0,9	-8%	-26%	-30%
Средневзвешенное значение		6,7	6,1	8,0	12,0	12,2	12,4	4%	1,7	2%	-18%	-21%
Медиана		5,7	5,8	7,0	13,2	11,9	12,3	4%	1,6	2%	-19%	-26%
Азот / NPK												
CF Industries	14 828	8,0	8,2	7,7	12,9	14,6	13,5	2%	0,6	6%	15%	6%
Saudi Arabian Fert	14 443	11,2	10,0	12,8	16,8	14,8	15,3	5%	-1,7	-2%	3%	-14%
Yara	7 088	5,3	5,0	6,0	13,8	10,8	7,6	5%	1,7	0%	-5%	-18%
Coromandel Fert	5 951	19,1	18,2	10,8	29,9	28,2	14,0	1%	-0,8	0%	37%	51%
Pivot	3 684	7,3	7,2	7,3	15,6	17,0	11,5	5%	0,5	0%	4%	1%
Fauji Fertilizer	1 273	н.д.	н.д.	3,2	н.д.	н.д.	4,8	11%	н.д.	70%	95%	172%
Средневзвешенное значение		9,7	9,2	9,3	16,2	15,6	12,8	4%	-0,2	3%	12%	6%
Медиана		8,0	8,2	7,5	15,6	14,8	12,5	5%	0,5	0%	9%	4%
Другие												
Stanley Fertilizer	1 179	н.д.	н.д.	8,7	10,7	9,3	11,2	н.д.	н.д.	10%	6%	19%
Sinofert Holdings	1 002	2,9	2,6	4,8	5,6	4,9	6,9	6%	н.д.	18%	11%	28%
Kingenta Ecological	853	н.д.	н.д.	10,3	н.д.	н.д.	10,3	н.д.	н.д.	32%	27%	9%
Anhui Sierite Fert	766	н.д.	н.д.	6,8	н.д.	н.д.	11,8	н.д.	н.д.	34%	24%	6%
Intrepid Potash	361	8,7	8,7	6,4	отр.	отр.	27,1	0%	-1,2	28%	6%	37%
Средневзвешенное значение		1,5	1,4	7,5	4,4	3,8	11,5	1%	-0,1	23%	15%	18%
Медиана		5,8	5,6	6,8	8,2	7,1	11,2	3%	-1,2	28%	11%	19%



Золото

Взгляд на золотодобывающие компании

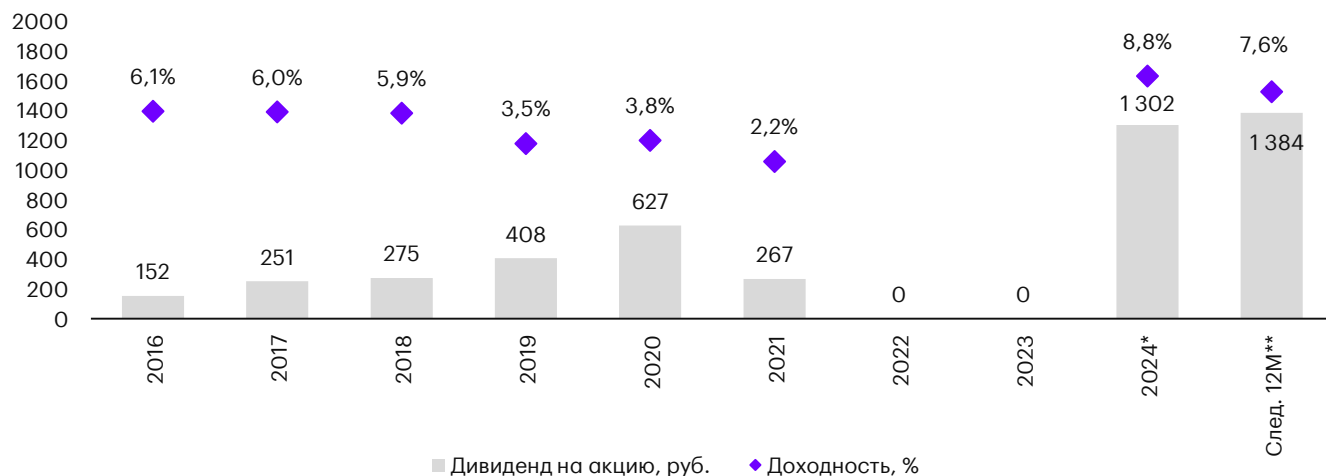
«Полюс»: наш фаворит среди производителей золота

Один из мировых лидеров по запасам (109 млн унций) и себестоимости производства (\$389 на унцию ТСС). Акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы ввиду более низкой чувствительности к колебаниям цен. В 2024 г. «Полюс» намерен представить обновленный график запуска проекта «Сухой Лог», при этом на 2025-2027 гг. может прийти пик капитальных вложений. Потенциальный рост добычи на 2+ млн унций в год благодаря разработке проекта. Компания вернулась к выплате дивидендов по итогам 9 месяцев 2024, однако повышенная долговая нагрузка (1,5x ЧД/ЕБИТДА на конец 1-го полугодия 2024) и рост капзатрат могут оказать давление на дальнейшие выплаты.

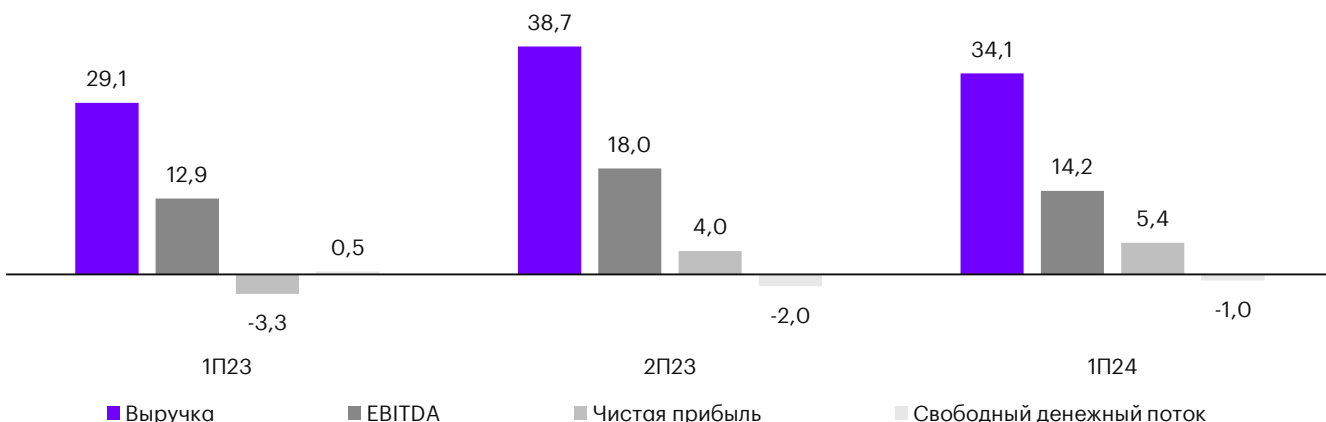
«Южуралзолото» (ЮГК): ставка на рост

Крупный российский производитель золота с выпуском 413 тыс. унций в 2023 году. Стратегия развития компании предполагает амбициозный рост производства золота до 944 тыс. унций в 2028 г., который еще предстоит реализовать. В планах компании направлять на дивиденды не менее 50% от скорректированной чистой прибыли при условии, что ЧД/ЕБИТДА менее 3,0x*** (до сих пор компания не выплачивала дивиденды). Летом 2024 г. Ростехнадзор приостанавливал добычу золота на четырех месторождениях «Южуралзолота» (около половины добычи).

Исторические и прогнозные дивиденды «Полюса»



Свободный денежный поток «ЮГК» все еще находится в отрицательной зоне



* на СД 23 октября 2024 г. компания рекомендовала дивиденд за 4К23 и 9М24; ** ожидаемая доходность в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется; *** <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=5TF1bdx9skqeJghyig3GBw-B-B>
 Источник: данные «Полюса», данные «Южуралзолото», оценки АТОН
 Информация, представленная на данном слайде, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией

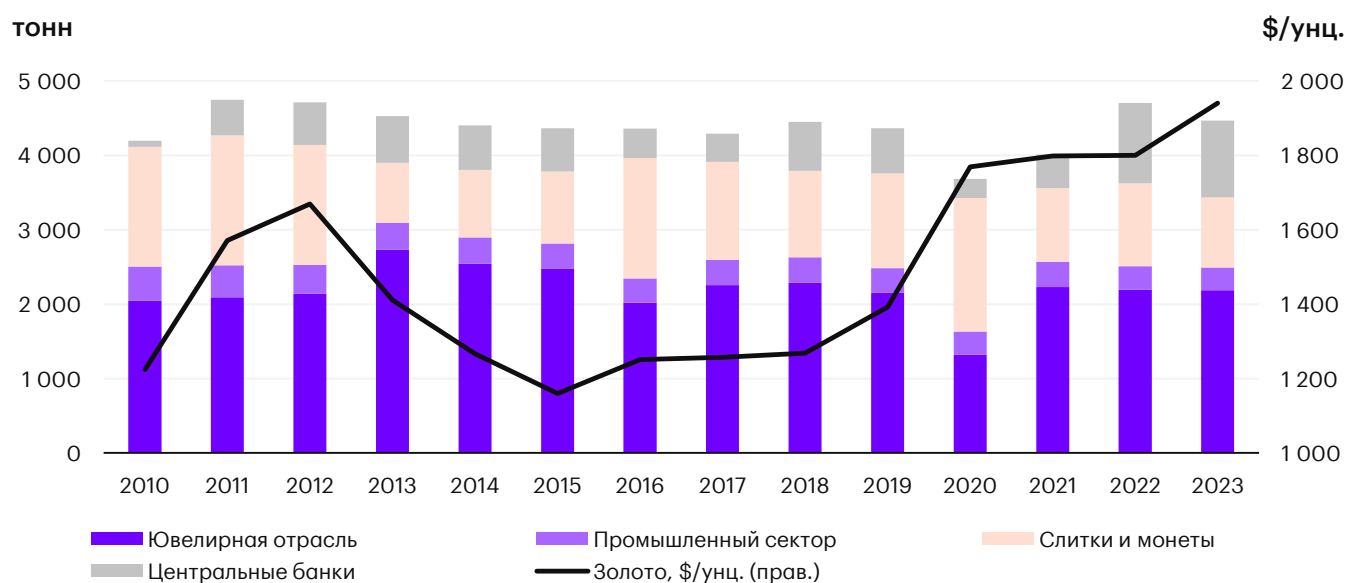
Структура спроса на золото в зависимости от экономической ситуации и снижения ставок ФРС

Экономическая нестабильность

- Инвестиционный спрос на золото как защитный актив растет. В 2020 г. на инвестиционный спрос пришлось 56% от общего потребления.
- Потребительский спрос на товары категории «люкс» (в том числе золотые ювелирные украшения) снижается.

Экономический рост

- Потребительский спрос на товары категории «люкс» (в том числе золотые ювелирные украшения) растет. В 2023 г. на ювелирную отрасль **пришлось 60% от общего спроса**.
- Инвестиционный спрос на золото как защитный актив снижается.



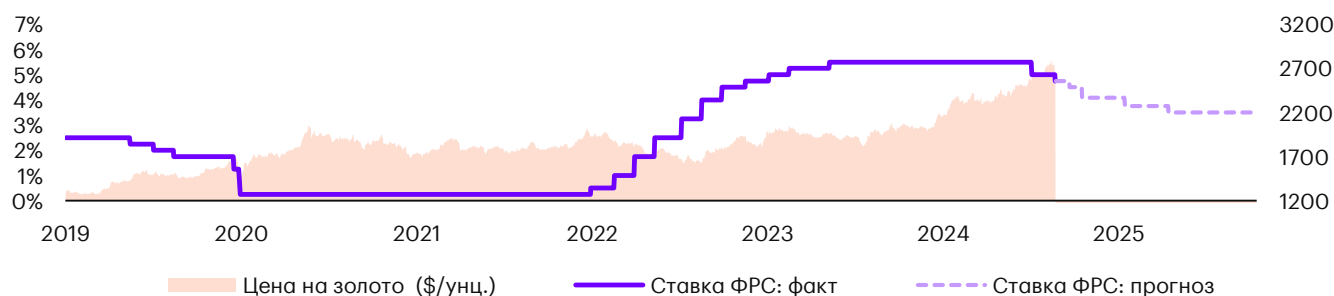
Снижение ставки ФРС обычно благоприятно влияет на динамику стоимости золота

- Уменьшение ставки ФРС может снижать привлекательность инструментов с фиксированной доходностью как альтернативы золоту.

- Золото может быть более прибыльным, чем инструменты с фиксированной доходностью, но требует расходов на хранение, а инвестиции в него сопряжены с рисками.

- Снижение ставки ФРС приводит к ослаблению доллара США, в результате чего золото дорожает относительно доллара.

Рынок ожидает постепенного снижения ставки ФРС США*



*На основе консенсус-прогнозов аналитиков крупнейших инвестбанков, агрегированных Investing.com
Источник: World Gold Council, Investing.com, CME FedWatch, оценки АТОН

Золото: сохраняется большой потенциал спроса со стороны центральных банков

Всего 5% составляет доля золота в золотовалютных резервах (ЗВР) Китая и Японии.

Около 70% составляет аллокация в золото у ряда других стран — Германии, Италии и Франции.

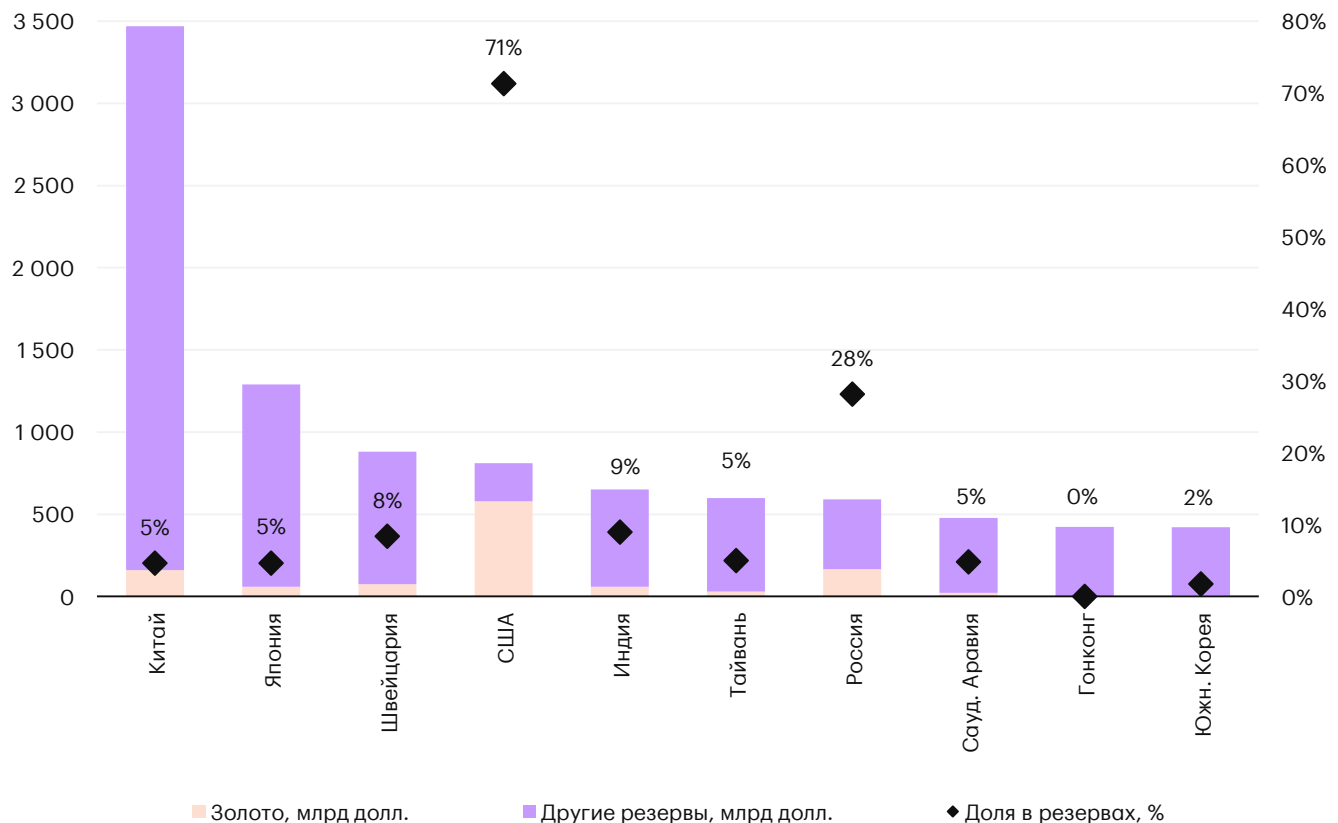
Увеличение доли золота в ЗВР Китая на 1 п.п. эквивалентно 500 тонн спроса на металл (около 10% мирового потребления).

За 9 месяцев 2024 года центральные банки купили 694 т золота, что соответствует объемам покупок за аналогичный период 2022 и на 17% ниже, чем за 9 месяцев 2023.

Спрос на золото в 2023 г.



Доля золота в запасах крупнейших центральных банков



Источник: World Gold Council, МВФ, Всемирный совет по золоту, Metals Focus, Cbonds, оценки АТОН

Ювелирная промышленность — крупнейший источник спроса на золото

Мировой спрос на золотые ювелирные изделия в 2023 году по регионам



- На долю ювелирной промышленности приходится около 50% мирового потребления.
- Ювелирный спрос в секторе — важный балансирующий фактор при изменении цен на золото.
- Индия и Китай — ключевые рынки ювелирной продукции, на которые приходится около 55% мирового спроса.
- В этих странах и на Ближнем Востоке традиционно предпочитают изделия из золота.

К 2030 году рынок ювелирных украшений может увеличиться почти в 1,5 раза

- Увеличение доходов населения и расширение среднего класса в Китае, Индии, странах Юго-Восточной Азии повышает спрос на изделия из золота.
- Активная цифровизация меняет формат взаимодействия потребителей с брендами, положительно влияет на объемы продаж и распространение продукции.
- В периоды экономической нестабильности потребители и инвесторы обращаются к золотым украшениям как к средству сбережения, что стимулирует спрос.

Рынок золотых ювелирных изделий*

\$207 млрд
в 2023

\$304 млрд
в 2030

+47%

* В соответствии с прогнозами Research and Markets
Источник: World Gold Council, Research and Markets, World Gold Council, De Beers Group, оценки АТОН

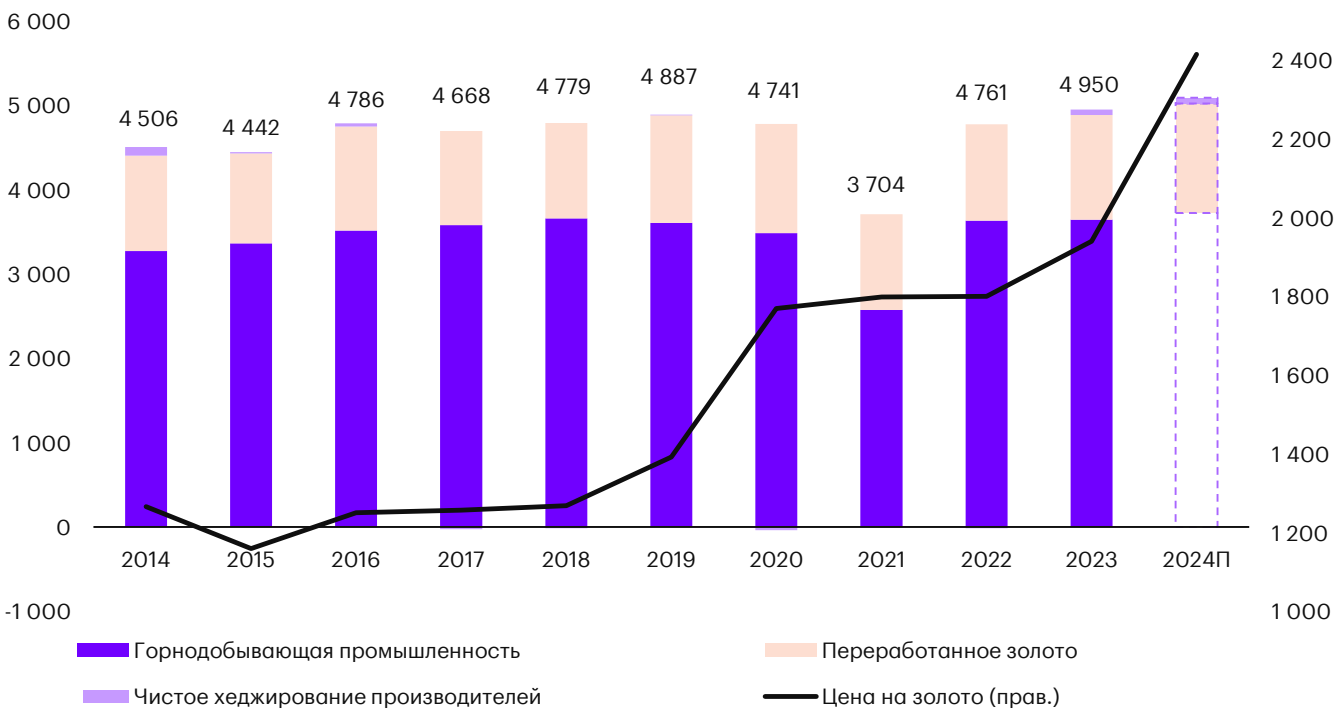
Исторические и прогнозные уровни мирового предложения и прогноз цен на золото в среднесрочной перспективе

75% объема мирового предложения золота обеспечивает разработка рудников и месторождений (открытым и закрытым способом).

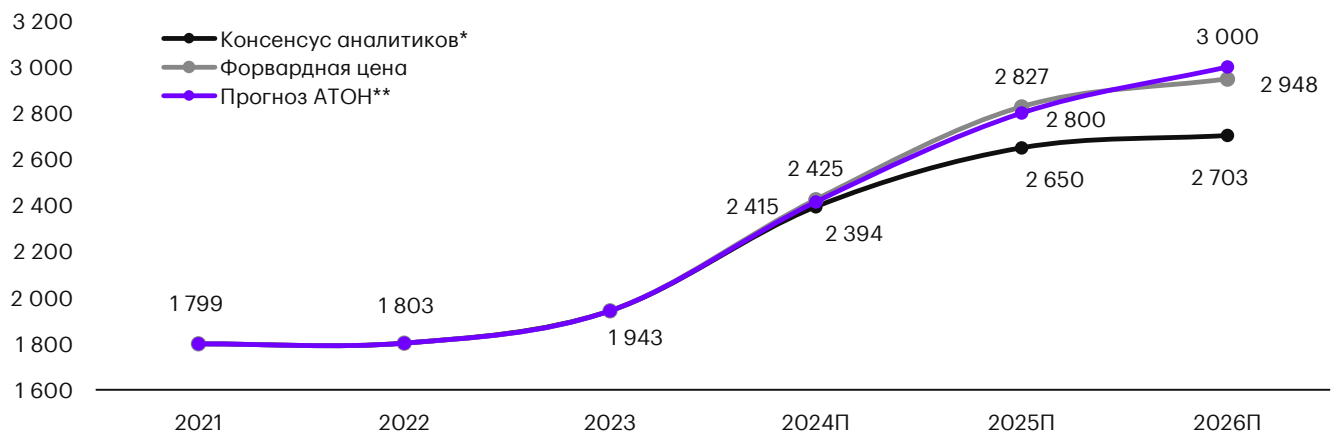
Производство инертно: для запуска месторождения может потребоваться несколько лет. Остановка добычи (в случае снижения цен на золото, при котором рудник теряет рентабельность) обычно также занимает время.

25% объема мирового предложения золота обеспечивает переработка, которая покрывает структурный дефицит золота. Источник около 90% перерабатываемого золота — ювелирные изделия, остальное поступает из технологических продуктов.

В 2024 прогнозируется рост добычи золота на 2%, а общего предложения — примерно на 3%.



До \$2 800/унц. в 2025 году может вырасти средняя цена на золото, согласно прогнозам аналитиков АТОН*

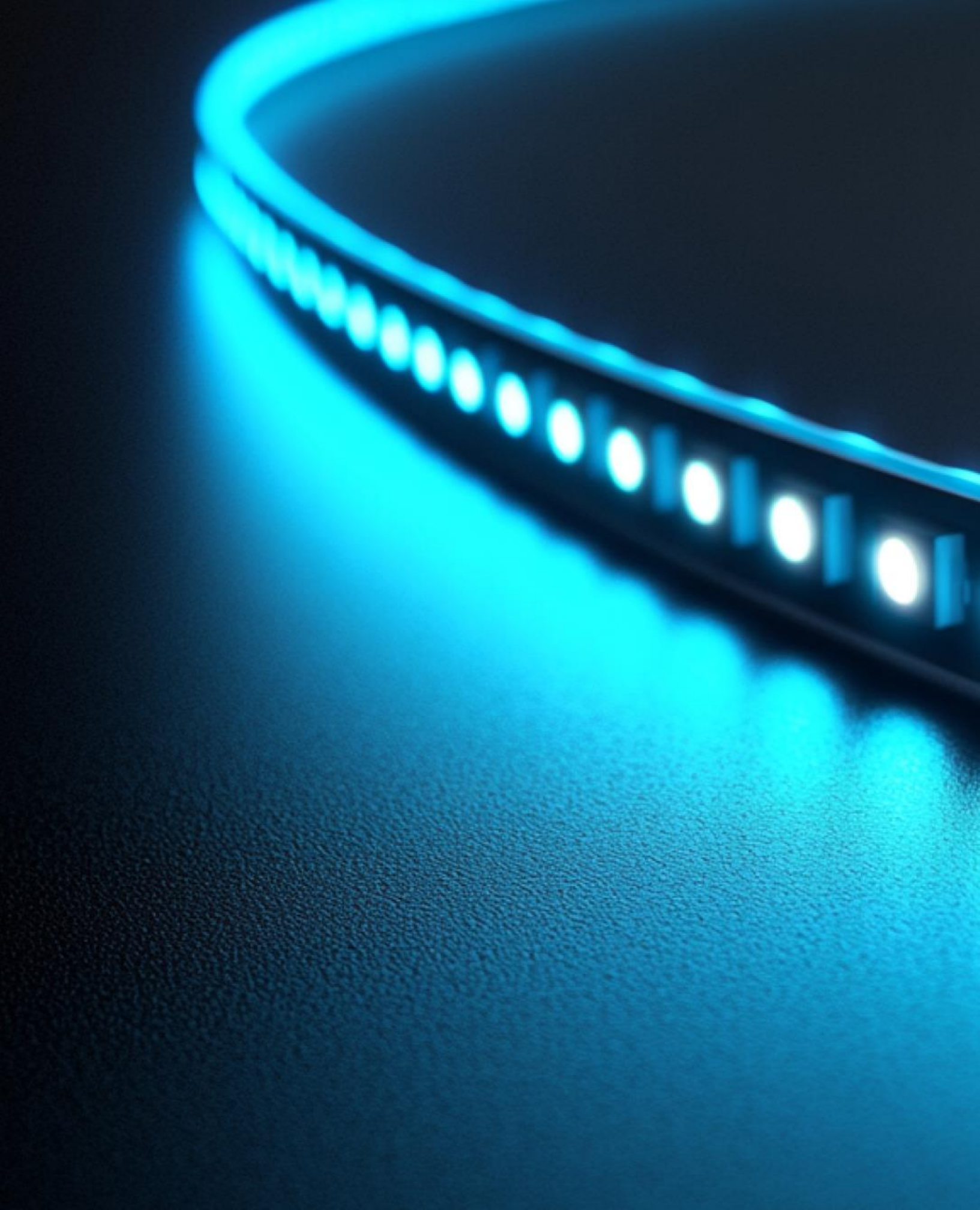


* На основании консенсус-прогнозов аналитиков, агрегированных Cbonds; ** в соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, исходя из нашего базового прогноза курса на конец 2025 года 100 руб. за доллар
 Источник: Cbonds, World Gold Council, Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители золота и международные аналоги

Компания	Кап-я, млн долл.	EV/ЕБИТDA			P/E			Див. дох-ть	ЧД/ ЕБИТDA	Изменение за		
		24П	25П	5Л средн.	24П	25П	5Л средн.			12М	12М	3М
Российские золотодобытчики												
Полюс	14 245	5,2	5,0	7,2	5,9	6,6	7,8	8%	1,5	19%	9%	31%
Южуралзолото	1 306	7,2	5,2	н.д.	14,2	9,1	н.д.	8%	2,2	-27%	-38%	н.д.
Средневзвешенное значение		5,4	5,0	6,6	6,6	6,8	7,2	8%	1,5	15%	5%	28%
Медиана		6,2	5,1	7,2	10,1	7,9	7,8	8%	1,9	-4%	-14%	31%
Крупные производители золота												
Newmont Corp	46 938	6,4	5,5	7,7	13,2	10,5	19,1	2%	0,5	-16%	-3%	14%
Agnico Eagle Mines	38 132	8,3	7,1	8,4	19,0	15,9	18,2	2%	0,0	0%	14%	61%
Barrick Gold	29 371	5,9	4,5	10,2	13,4	9,0	25,6	2%	0,0	-10%	1%	9%
Shandong Gold Group	13 815	13,6	10,9	5,0	28,1	20,2	9,4	1%	3,9	-14%	-19%	9%
Gold Fields	11 568	0,0	0,0	6,0	0,0	0,0	10,4	4%	0,5	-17%	-24%	-1%
Средневзвешенное значение		7,0	6,3	8,2	16,6	12,8	19,3	2%	0,6	-10%	1%	27%
Медиана		6,4	5,5	7,7	13,4	10,5	18,2	2%	0,5	-14%	-3%	9%
Средние производители золота												
Northern Star	11 682	8,1	5,8	5,0	25,4	14,9	13,1	2%	0,0	10%	8%	39%
Kinross Gold	11 418	5,0	4,7	7,6	12,9	10,7	17,9	1%	0,4	5%	22%	79%
AngloGold Ashanti	10 124	4,3	3,4	4,7	9,0	7,0	10,0	2%	0,3	-22%	-1%	42%
Alamos Gold	7 469	9,7	6,8	7,8	23,0	14,7	14,2	1%	-0,4	-2%	16%	38%
Fresnillo PLC	5 762	5,0	4,0	8,5	19,4	9,9	18,9	2%	0,0	14%	7%	15%
Harmony Gold	5 642	4,7	3,7	4,5	8,4	6,4	10,4	2%	-0,1	-9%	-5%	68%
Evolution Mining	5 781	7,4	5,8	3,4	20,8	13,2	7,2	2%	1,1	11%	17%	24%
Endeavour Mining	4 785	4,2	2,9	4,1	13,1	6,2	11,4	4%	0,4	-1%	-7%	-6%
Chifeng Jilong Gold Mining	3 944	7,4	6,3	3,5	17,7	14,4	6,7	2%	н.д.	-5%	-4%	22%
B2Gold	3 516	3,9	2,3	4,0	10,8	5,7	33,6	6%	0,0	4%	-2%	-11%
Eldorado Gold	3 143	4,9	3,8	5,0	10,9	9,3	34,6	0%	0,3	-9%	6%	46%
IAMGOLD	2 851	4,3	2,9	6,0	9,9	6,6	35,6	0%	0,7	4%	15%	123%
Средневзвешенное значение		6,0	4,6	5,6	16,0	10,5	15,5	2%	0,2	0%	8%	42%
Медиана		5,0	3,9	4,8	13,0	9,6	13,7	2%	0,3	2%	7%	38%

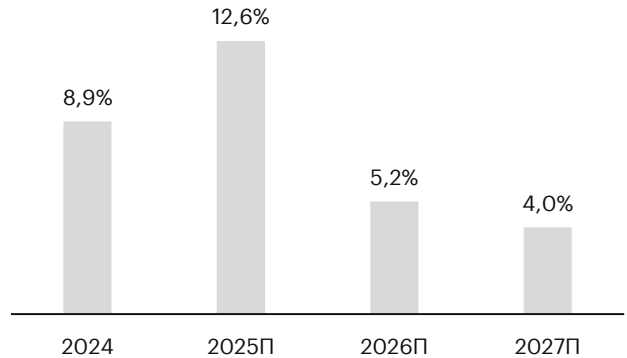
Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН



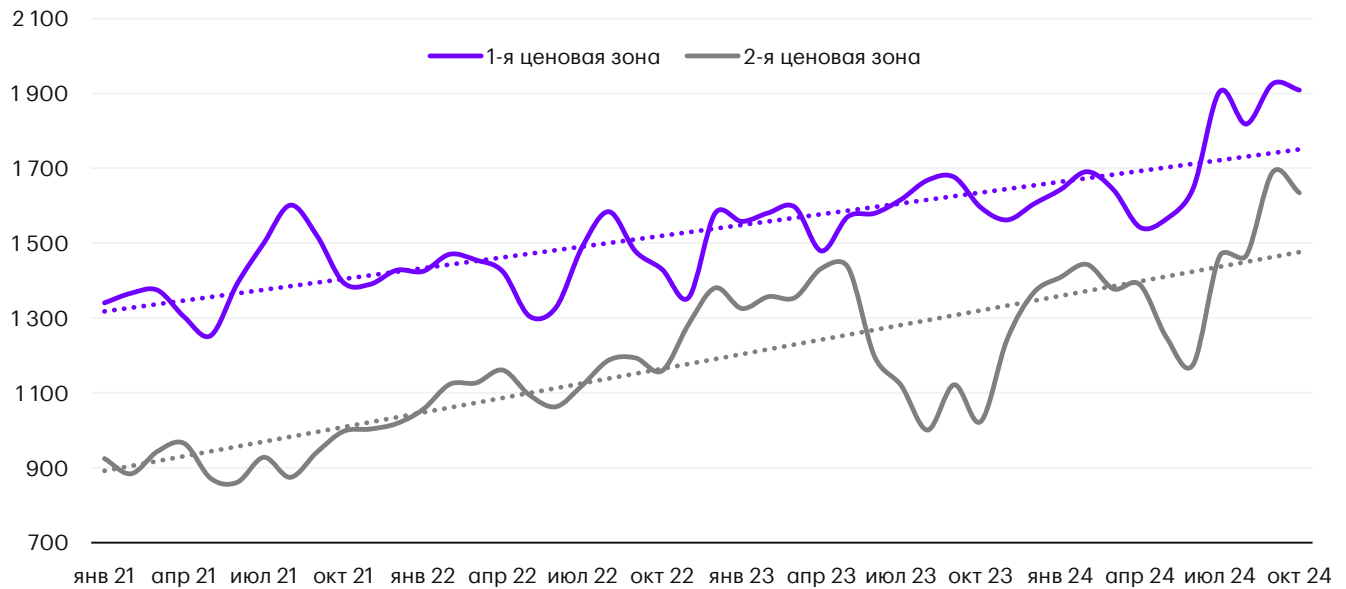
Электроэнергетика

Индексация тарифов и рост спроса поддерживают выручку

С 1 июля 2024 регулируемые тарифы на электроэнергию для населения были проиндексированы на 8,9%. Индексация тарифов на электроэнергию с 1 июля 2025 года заложена на уровне 12,6%, с 1 июля 2026 года — на 5,2%, с 1 июля 2027 года — на 4%. Соответствующие цифры приводятся в «Прогнозе социально-экономического развития РФ на 2025–2027 годы», внесенном 30 сентября правительством в Госдуму вместе с бюджетным пакетом*. Индексация тарифов может способствовать росту выручки энергетических компаний.



Динамика спотовых цен на электроэнергию (РСВ) по ценовым зонам с начала 2021 г. руб./МВт·ч



В июле 2024 г. оптовые цены на электроэнергию в 1-й ценовой зоне подскочили на 18% г/г на фоне аномальной жары в южных регионах и возникшей нехватки генерации. Во второй ценовой зоне рост составил 31% к аналогичному показателю прошлого года.

Оптовая стоимость электроэнергии на рынке РСВ в октябре 2024 увеличилась на 20% г/г до 1 909 руб./МВт·ч в 1-й ценовой зоне и на 60% г/г до 1 634 руб./МВт·ч во 2-ой ценовой зоне.

Потребление электроэнергии в России продолжает расти

По данным Министерства энергетики РФ, за первые 9 месяцев 2024 года энергопотребление в России выросло на 4% г/г, в то время как в осенне-зимний период ожидается рост на 3,3% к аналогичному периоду прошлого года.

В то же время за январь-сентябрь 2024 г. объем электрической генерации вырос на 3,2% г/г до 885 млрд кВт·ч, согласно данным Росстата. Таким образом, на текущий момент энергопотребление растет быстрее, чем выработка электроэнергии.

* <https://sozd.duma.gov.ru/bill/727320-8>
 Источник: «Интер РАО», «АТС», Cbonds, оценки АТОН

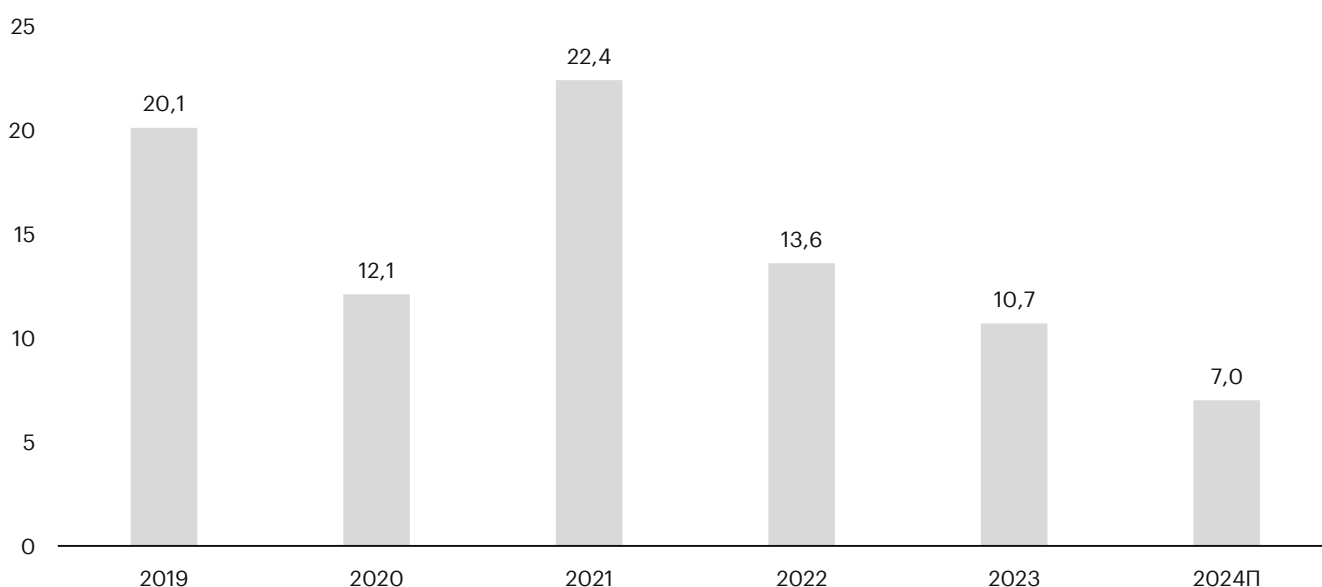
Экспорт электроэнергии из России продолжает снижаться

По данным «Интер РАО», экспорт электроэнергии из РФ по итогам девяти месяцев 2024 года снизился на 33,5% г/г до 5,5 млрд кВт·ч в основном за счет падения поставок в Китай на фоне дефицита электроэнергии на Дальнем Востоке. По итогам 2024 поставки в Китай могут составить менее 1 млрд кВт·ч против 3,1 млрд кВт·ч в 2023*. В то же время в 2024 году зафиксирован рост объема экспортных поставок в Казахстан, Киргизию, Монголию и по некоторым другим направлениям.

По итогам 2024 года экспорт электроэнергии из России прогнозируется на уровне 7 млрд кВт·ч по сравнению с 10,7 млрд кВт·ч годом ранее*. В дальнейшем наращивание объемов экспорта в Китай будет зависеть от разрешения проблемы дефицита на Дальнем Востоке, в том числе за счет строительства новых мощностей.

Как сообщил «Системный оператор ЕЭС», экспорт электроэнергии из РФ в 2025-2030 гг. может составить около 12,2 млрд кВт·ч в год, после чего в 2031-2042 гг. может последовать снижение примерно до 10,6 млрд кВт·ч в год**. Ожидается, что до 2042 г. «Интер РАО» сохранит традиционные направления поставок электроэнергии, за исключением Финляндии и стран Балтии, куда поставки прекратились в 2022 году. Основными направлениями экспорта должны остаться Китай (4,5 млрд кВт·ч в год), Казахстан (3,15-4,7 млрд кВт·ч в год). Также прогнозируется экспорт в Монголию (0,7-1 млрд кВт·ч в год), Грузию, Южную Осетию и Азербайджан.

млрд кВт·ч



* <https://www.kommersant.ru/doc/7061333>; ** <https://www.interfax.ru/business/977354>
 Источник: «Интер РАО», «Коммерсантъ», «Интерфакс», оценки АТОН

Взгляд на генерирующие компании



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 5,8 руб. ⁽⁷⁾.

Защитный актив в период высоких ставок с исторически стабильными дивидендами

Наше мнение: «Интер РАО» — одна из крупнейших электроэнергетических компаний на российском рынке, на которую приходится 19% объема сбыта электроэнергии и 10% выработки электроэнергии в РФ ⁽¹⁾. Компания реализует масштабную инвестпрограмму (около 1 трлн руб. в 2020-30 гг.) с потенциалом роста EBITDA до более чем 210 млрд рублей к 2025 г. и свыше 320 млрд рублей к 2030 г. Существенный прирост EBITDA может обеспечить сегмент генерации в РФ, доля которого может вырасти с 52% в 2024 г. до 66% в 2030 г. за счет ввода в эксплуатацию Новоленской ТЭС и Каширской ГРЭС. Росту бизнеса также способствует ряд M&A-сделок в инжиниринге и энергомашиностроении, в том числе покупка 98,4% акций НПО «Элсиб» в августе 2024 г., что может позволить компании усилить позиции в отрасли. К концу 2024 г. портфель заказов в энергетическом машиностроении может вырасти до 200 млрд рублей. ⁽¹⁾ Чистая прибыль поддерживается ростом процентных доходов по депозитам, и, по нашим оценкам, дивиденды в следующие 12 месяцев могут составить порядка 0,35 рубля на акцию (доходность 9%) при условии выплаты 25% от ЧП, при этом мы не ожидаем повышения коэффициента выплат в среднесрочной перспективе ⁽²⁾.

Катализаторы: дальнейшее ужесточение ДКП, приобретение новых высокомаржинальных активов в машиностроении.



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 0,6 руб. ⁽⁷⁾.

До конца года может быть решение от государства по дивидендам ⁽²⁾, впереди масштабная инвестпрограмма

Наше мнение: крупнейший генератор мощности в России, обеспечивающий 12% выработки электроэнергии в стране ⁽³⁾. Акции компании отстают от других компаний сектора (-29% с начала года против -15% у индекса Мосбиржи электроэнергетики ⁽⁴⁾) по ряду причин. В 2024 г. чистая прибыль компании находится под давлением на фоне роста процентных ставок по займам: в 1-м полугодии процентные расходы выросли более чем в 3 раза г/г.

При этом чистый долг компании продолжает расти,

⁽¹⁾ <https://neftegaz.ru/news/energy/863696-s-dregval-vpervye-dolozhil-premer-ministru-o-rabote-inter-rao-i-ego-krupnykh-proektakh/>;

⁽²⁾ в соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются;

⁽³⁾ годовой отчет «РусГидро» за 2023 г.: <https://rushydro.ru/investors/disclosure/>;

⁽⁴⁾ по состоянию на 12 ноября 2024 г.

⁽⁵⁾ <https://www.interfax.ru/business/982810>;

⁽⁶⁾ <https://www.interfax.ru/russia/982819>;

⁽⁷⁾ Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат

Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН

а коэффициент ЧД/EBITDA достиг 2,8x против 2,6x на конец 2023 года. В сентябре компания представила прогнозы по инвестпрограмме на 2024-28 гг. в размере около 1,4 трлн рублей, из которых более 70% может быть направлено на энергетику Дальнего Востока ⁽⁵⁾. Компания намерена ввести около 2,3 ГВт электрической мощности и 2,9 Ткал тепловой мощности. Пик инвестиций может прийти на 2025-26 гг., потенциально способствуя сохранению высокой долговой нагрузки и оказывая давление на чистую прибыль в условиях жесткой ДКП. До конца года ожидается решение государства по выплате дивидендов за 2023 г. ⁽⁶⁾ Минэнерго выступает за оставление прибыли в компании и направление средств на инвестиции. Ранее акционерам были предложены два варианта для голосования — либо отказаться от дивидендов, либо утвердить выплату в размере 0,0779 рубля на акцию (доходность 15%), но решение не было принято из-за отсутствия директивы Росимущества ⁽⁶⁾.

Катализаторы: переход к рыночному ценообразованию в электроэнергетике на Дальнем Востоке и ввод новых мощностей, принятие решения по выплате дивидендов.



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 2,5 руб. ⁽⁷⁾.

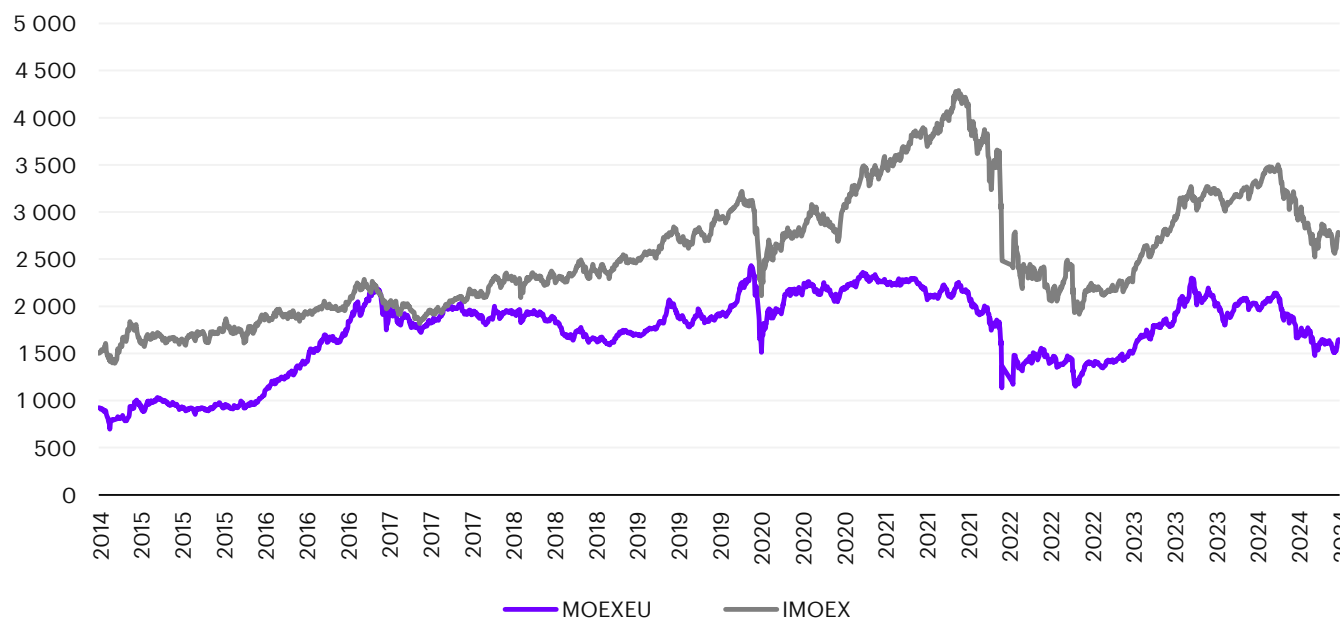
Положительный денежный поток поддерживает чистую денежную позицию

Наше мнение: По итогам 1-го полугодия 2024 г. чистая денежная позиция компании составила 72 млрд руб., что поддерживает чистую прибыль компании за счет размещения свободной ликвидности на банковских депозитах с высокими процентными ставками. Начиная с 2022 года компания перестала выплачивать дивиденды на фоне передачи 83,73% акций «Юнипро», принадлежащих немецкому концерну Uniper, во временное управление Росимуществу. Сроки выхода Uniper из акционерного капитала остаются главным фактором неопределенности, однако в случае разрешения проблем с мажоритарным акционером компания может вернуться к выплате дивидендов ⁽²⁾. Юнипро остается фундаментально привлекательной с точки зрения генерации исторически стабильного свободного денежного потока, и в дальнейшем может продолжать накапливать средства на балансе.

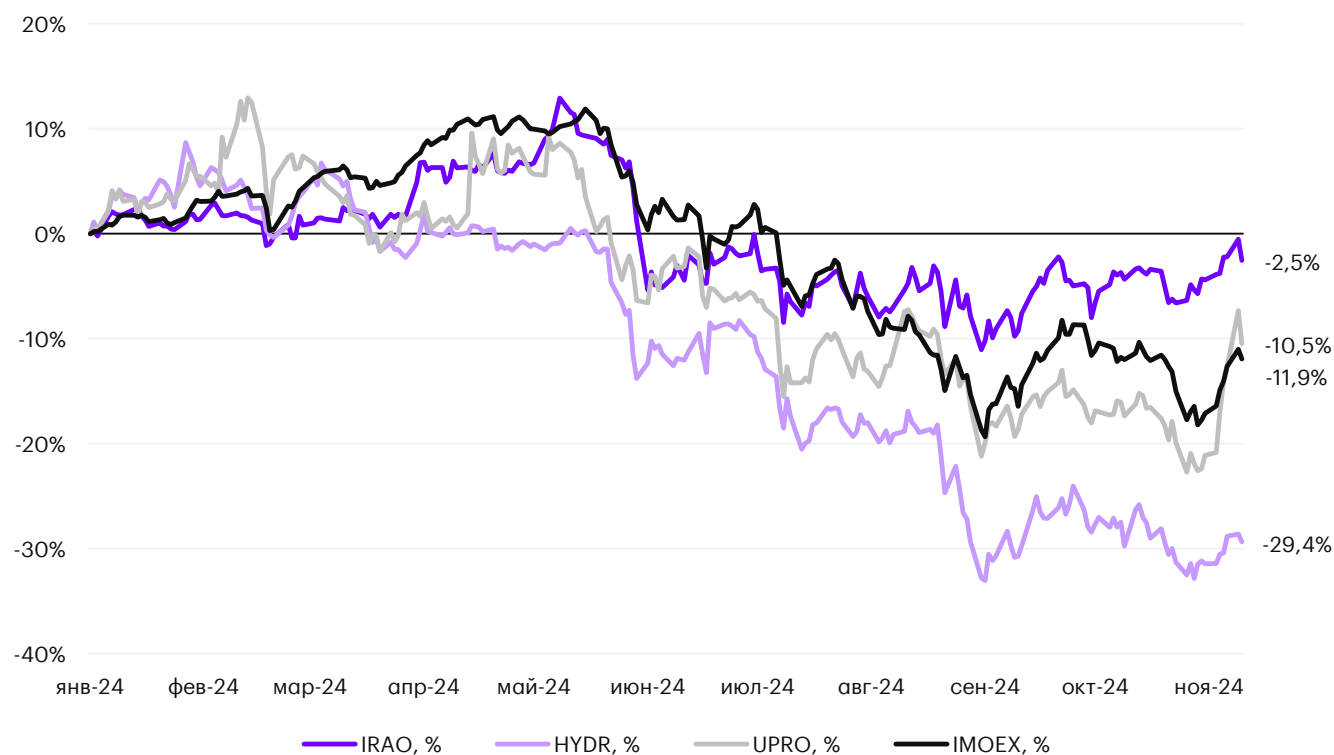
Катализаторы: разрешение проблем с мажоритарным акционером, возобновление дивидендных выплат.

Динамика акций электроэнергетического сектора уступает рынку

Индекс Мосбиржи против индекса Мосбиржи электроэнергетики ⁽¹⁾



Динамика акций российских генерирующих компаний против индекса Мосбиржи с начала года ⁽¹⁾



(1) По состоянию на 12 ноября 2024 г.
Источник: Cbonds, оценки АТОН

Российские генерирующие компании и международные аналоги

Компания	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. дох-ть	ЧД/EBITDA	Изменение за		
		24П	25П	5Л сред.	24П	25П	5Л средн.			12М	12М	3М
Российские генерирующие компании												
Интер РАО	4 174	0,5	0,4	1,8	2,6	2,6	3,9	9%	-2,0	6%	-13%	-9%
РусГидро	2 365	4,5	4,9	3,8	3,7	4,2	7,1	—	2,7	-11%	-29%	-35%
Юнипро	1 151	0,8	0,9	4,3	2,5	3,1	9,3	0%	-1,4	0%	-17%	-18%
Средневзвешенное значение		1,7	1,9	2,8	2,9	3,2	5,7	7%	-0,5	0%	-18%	-20%
Медиана		0,8	0,9	3,8	2,6	3,1	7,1	5%	-1,4	0%	-19%	-25%
Энергетический рынок												
China Yangtze Power	92 661	14,0	13,8	13,1	19,2	18,2	18,1	4%	4,1	-7%	7%	23%
NTPC	43 140	11,6	10,6	8,9	18,9	16,6	9,7	2%	4,4	-5%	6%	53%
CGN Power Corp	25 753	11,1	10,9	11,1	15,9	15,2	8,4	4%	4,6	-18%	-8%	44%
CLP Holdings LTd	21 171	9,4	9,2	10,2	14,3	13,7	16,0	5%	2,2	-7%	-1%	11%
CEZ	20 229	5,6	6,2	6,2	14,9	16,9	14,2	5%	2,0	1%	-1%	-9%
EDP	14 651	8,3	8,4	9,4	10,4	11,3	18,3	6%	3,3	-11%	-13%	-22%
Eletrobras	14 319	5,9	5,3	6,9	11,3	8,2	11,2	3%	2,0	-10%	-4%	-7%
Huaneng Power Int	13 404	9,4	8,6	9,4	8,4	7,8	8,3	8%	5,8	-12%	-24%	7%
EDP Renovaveis	11 702	12,1	10,3	13,1	32,5	20,2	32,5	1%	4,3	-25%	-27%	-34%
China Resources Power	11 382	7,1	6,1	6,3	6,0	5,3	6,6	7%	4,6	-21%	-19%	18%
KEPCO	10 676	6,9	6,0	18,0	4,6	2,7	24,7	1%	5,9	21%	18%	34%
Huadian Power Int	7 476	11,6	11,0	10,6	9,0	8,3	6,7	7%	5,5	-13%	-25%	12%
CEMIG	6 163	5,2	5,7	5,9	6,4	9,3	7,0	11%	0,9	-4%	11%	14%
Datang Int Power Gen	6 062	н.д.	9,5	8,9	9,9	8,0	7,6	9%	н.д.	-6%	-14%	18%
PGE	3 603	2,5	2,5	3,1	4,0	4,1	10,0	0%	1,5	-2%	-13%	-6%
Ratchaburi Elec Gen	1 847	11,1	11,0	14,3	8,5	7,2	10,7	5%	5,3	3%	4%	-6%
Средневзвешенное значение		10,4	10,2	10,5	15,5	14,3	14,4	4%	3,8	-8%	-2%	19%
Медиана		9,4	8,9	9,4	10,2	8,8	10,3	5%	4,3	-7%	-6%	12%
Генерирующие компании на рынке распределенной энергетики												
Iberdrola	88 603	10,1	10,0	10,4	14,4	14,7	16,6	5%	3,1	7%	8%	21%
Enel	70 958	6,6	6,6	7,3	9,7	9,7	12,0	7%	2,4	2%	-1%	5%
American Electric	49 704	11,5	10,6	12,0	16,7	15,6	18,2	4%	5,5	-4%	3%	21%
Dominion Resources	47 528	12,6	11,4	13,2	20,2	16,4	18,2	5%	5,2	2%	7%	22%
E.ON	32 651	7,6	7,4	7,9	10,3	10,6	12,5	5%	4,6	-2%	-10%	3%
Verbund	26 034	8,4	9,2	13,4	13,6	15,4	24,4	4%	0,7	-6%	-5%	-15%
RWE	25 072	6,6	7,2	6,8	11,3	15,7	15,3	3%	2,4	5%	-9%	-15%
DTE Energy Company	24 545	11,9	11,0	12,0	17,6	16,4	17,5	3%	6,0	-3%	3%	17%
SSE	23 671	9,3	8,7	11,2	10,9	10,4	14,6	4%	2,8	-11%	-8%	-1%
Endesa	21 672	6,0	5,9	7,0	11,4	10,9	12,8	6%	2,0	7%	8%	2%
FORTUM	12 601	7,7	8,8	8,0	11,5	13,5	12,7	8%	0,2	-7%	-4%	7%
Kansai Electric Power	11 767	7,2	8,4	14,4	5,8	6,1	9,5	3%	5,6	-20%	-18%	1%
Chubu Electric Power	8 082	8,7	12,0	13,4	3,6	6,7	11,4	3%	5,8	-4%	-16%	-9%
Centrica	7 699	1,7	2,3	3,0	6,1	8,0	9,0	4%	-1,2	-7%	-15%	-21%
A2A	6 636	4,8	5,0	6,5	8,2	9,4	12,7	5%	2,5	0%	2%	8%
Drax Group	3 153	3,5	4,1	5,1	5,1	6,3	9,5	4%	1,0	1%	23%	52%
Средневзвешенное значение		8,9	8,8	10,0	13,1	13,1	15,5	5%	3,4	0%	0%	9%
Медиана		7,6	8,5	9,2	11,1	10,7	12,8	4%	2,6	-3%	-3%	4%

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН



ИТ и телекомы

Взгляд на сектор

Российская экономика, на наш взгляд, сохраняет большой потенциал цифровизации — вклад ИТ-рынка в ВВП РФ на 2022 год, [по данным Strategy Partners](#), составлял порядка 2%, что значительно ниже, чем в ЕС (~7%) и США (~5%). В ближайшие 4 года (2024-2027 гг.), согласно прогнозам Strategy Partners, среднегодовой темп прироста рынка может составить порядка 12%. При этом в отдельных сегментах, связанных с ИТ, мы ожидаем более высокой динамики — более 17% на рынке интернет-рекламы, порядка 23% в онлайн-торговле, более 30% на рынке облачных сервисов.

Развитие рынка подкрепляется поддержкой государства, включающей среди прочего льготы по налогу на прибыль и социальным взносам ИТ-компаний, потребностью в импортозамещении, а также структурным дефицитом труда, который, на наш взгляд, может быть преодолен только за счет повышения его производительности, в том числе посредством развития ИТ.

Среди публичных компаний сектора мы выделяем «Яндекс» и HeadHunter, которые выигрывают от текущей макроэкономической обстановки («Яндекс» — от роста потребительских расходов, HeadHunter — от рекордно низкой безработицы), при этом обе компании обладают опытом успешного, по нашему мнению, корпоративного управления. Компании торгуются с привлекательными оценками, по нашим расчетам, — в районе 6-7х EV/ EBITDA 2025П, что более чем на 60% ниже их средних исторических оценок.

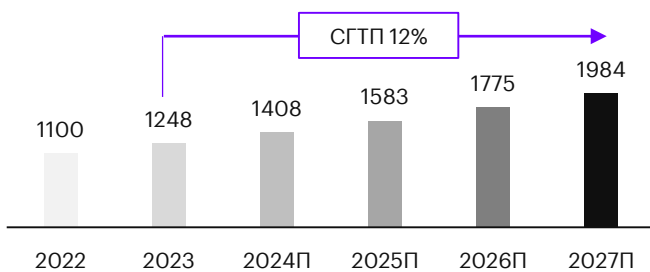
Также, на наш взгляд, достаточно интересен Ozon. Мы наблюдаем смещение фокуса компании на прибыльность, что позитивно для ее восприятия рынком, хотя перспективы роста оборота стали более неопределенными. Пересмотренный прогноз менеджмента теперь предполагает, что темпы роста в четвертом квартале 2024 года могут упасть вплоть до 40% г/г (против 71% г/г за 9 месяцев 2024). Прогноз на 2025 год мог бы частично смягчить эти опасения.

Мы придерживаемся нейтрального взгляда на разработчиков ПО — «Астру» и «Диасофт» — ввиду их относительно высокой, на наш взгляд, оценки. Обеим компаниям предстоит доказать способность реализовать намеченные на этапе размещения планы.

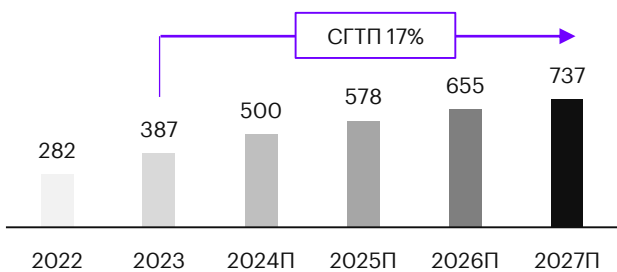
Мы с осторожностью смотрим на акции VK. Масштабные инвестиции в развитие и продвижение продуктов оказывают давление на прибыльность компании, и пока мы не видим предпосылок для ее восстановления. Кроме того, мы отмечаем сравнительно высокую долговую нагрузку — более 140 млрд рублей чистого долга при околонулевой EBITDA.

Динамика отдельных крупных рынков*

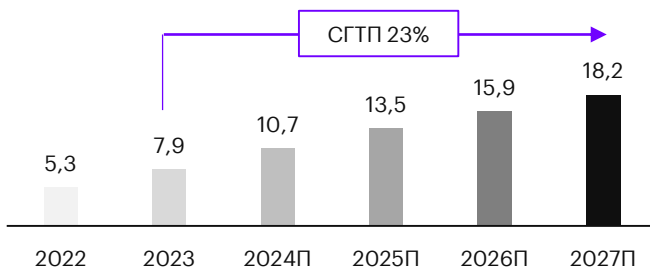
Объем рынка ПО и ИТ-услуг, млрд руб.



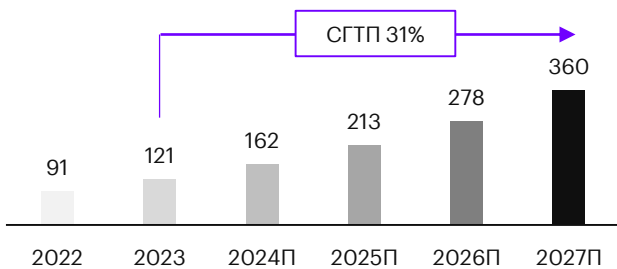
Объем рынка интернет-рекламы, млрд руб.



Объем рынка онлайн-торговли, трлн руб.



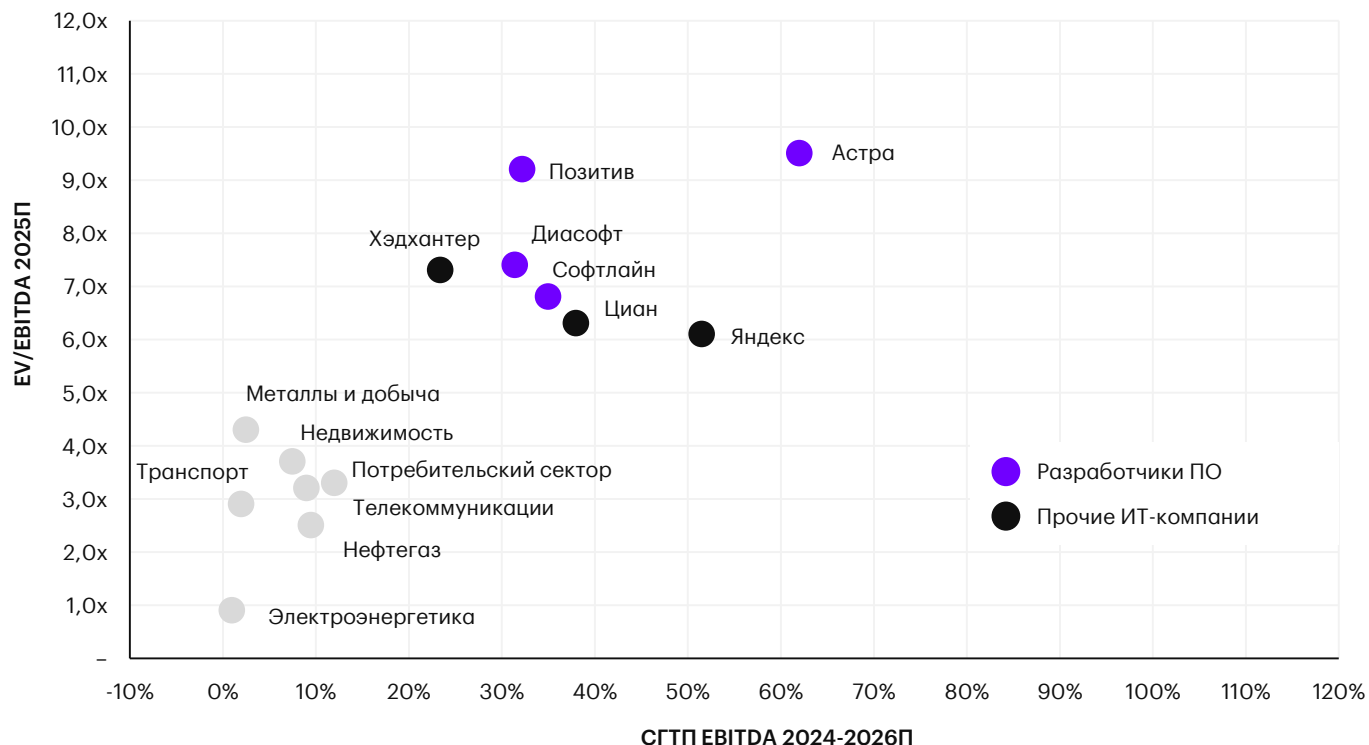
Объем рынка инфрастр. обл. сервисов, млрд руб.



* Показатели будущих периодов являются прогнозными, их достижение не гарантировано
 Источник: данные компаний, Strategy Partners, iKS-Consulting, Data Insight, AKAP, оценки АТОН

Оценка сектора

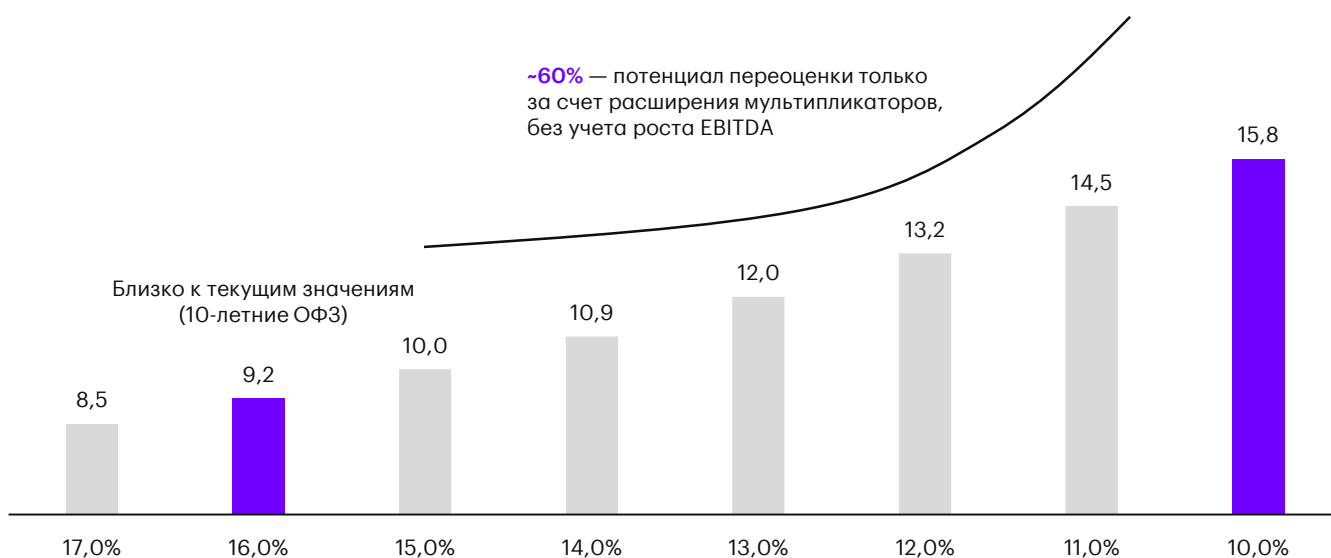
ИТ-компании торгуются с премией к прочим секторам, что обосновано высоким темпом роста прогнозных денежных потоков*



Высокая чувствительность оценки к безрисковой ставке может создать существенный потенциал роста по мере ее снижения**

Справедливый медианный мультипликатор EV/EBITDA на год вперед для ИТ-компаний в зависимости от безрисковой ставки***

Ключевая ставка 10-12% на горизонте 3 лет, согласно макроэкономическому опросу ЦБ



* Достижение прогнозных показателей не гарантировано

** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, рост и достижение показателей не гарантированы

*** Медианный мультипликатор компаний из раздела про ИТ-компании, согласно оценкам АТОН

Источник: макроэкономический опрос Банка России, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы*

Мультипликаторы российского ИТ-сектора

Компания	Рын. кап.	ЧД	EV	EV / EBITDA			P / E			СГТП '24-26		ЧД /
	млрд руб.	млрд руб.	млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	Выручка	EBITDA	EBITDA
Яндекс	1 475	63	1 538	8,5x	6,1x	4,6x	18,2x	12,2x	8,3x	30%	52%	~0,3x
Озон	687	244	931	33,6x	11,8x	5,8x	н.п.	н.п.	н.п.	38%	237%	н.п.
Хэдхантер	223	(27)	195	8,5x	7,2x	6,0x	9,9x	9,0x	7,3x	26%	23%	(1,3x)
Позитив	157	18	175	14,6x	9,2x	7,0x	17,4x	10,5x	7,8x	49%	32%	>1x
Астра	107	(1)	106	15,6x	9,3x	5,9x	16,8x	10,5x	6,7x	61%	62%	(0,0x)
ВК	73	152	225	н.п.	17,3x	8,3x	н.п.	н.п.	н.п.	19%	н.п.	н.п.
Софтлайн	49	26	75	7,5x	6,8x	6,3x	9,8x	8,9x	7,0x	26%	37%	>2x
Диасофт**	48	(3)	46	10,1x	7,4x	5,4x	12,7x	9,4x	6,9x	32%	31%	(0,2x)
Циан	42	(7)	35	8,5x	6,3x	4,7x	11,7x	7,0x	4,6x	27%	39%	(1,5x)
Медиана				9,3x	7,4x	6,0x	12,7x	9,4x	7,0x	30%	39%	
Среднее				13,4x	9,1x	6,0x	13,8x	9,6x	7,0x	34%	64%	

Мультипликаторы иностранных ИТ-компаний

Компания	Рын. кап.	ЧД	EV	EV / EBITDA			P / E			СГТП '24-26		ЧД /
	\$ млрд	\$ млрд	\$ млрд	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	Выручка	EBITDA	EBITDA
Поиск												
Alphabet	2 172	-65	2 107	14,7x	12,9x	11,3x	21,9x	19,8x	17,0x	14%	15%	(0,5x)
Такси и доставка												
Uber	157	-30	128	25,0x	18,9x	14,8x	35,6x	28,7x	21,2x	16%	40%	(4,6x)
Meituan	157	-41	116	22,3x	17,3x	13,9x	27,5x	22,0x	17,5x	17%	45%	(6,3x)
Doordash	70	-20	50	34,0x	24,6x	19,0x	58,3x	45,3x	34,9x	20%	42%	(10,5x)
Delivery Hero	11	0,2	12	19,0x	12,3x	9,3x	н.п.	140,9x	22,3x	14%	82%	0,3x
Медиана				23,7x	18,1x	14,4x	35,6x	37,0x	21,7x	17%	43%	
Электронная коммерция												
Amazon	2 178	63	2 240	15,8x	13,7x	11,7x	33,1x	29,7x	24,8x	11%	22%	0,4x
Alibaba	232	-60	172	6,2x	6,2x	5,6x	11,1x	11,1x	9,9x	7%	8%	(2,2x)
Mercadolibre	107	-0,3	107	31,8x	24,2x	18,5x	58,1x	43,1x	31,8x	29%	28%	(0,1x)
JD	63	-19	43	6,4x	5,5x	4,9x	10,7x	9,9x	9,1x	6%	16%	(2,8x)
Ebay	29	3	32	10,0x	9,6x	9,1x	12,6x	11,7x	10,9x	3%	4%	0,9x
Allegro	9	0,9	10	13,2x	11,1x	9,4x	23,8x	18,0x	14,5x	10%	19%	1,3x
Zalando	8	-1	6	7,7x	6,7x	5,9x	27,5x	21,7x	17,5x	4%	13%	(1,4x)
Медиана				10,0x	9,6x	9,1x	23,8x	18,0x	14,5x	7%	16%	
Соцсети и контент												
Tencent	511	5	516	14,9x	13,4x	12,3x	17,6x	15,9x	14,4x	8%	12%	0,2x
Pinterest	23	-8	16	21,8x	16,9x	12,8x	23,3x	19,4x	16,3x	18%	34%	(7,9x)
Reddit	22	-7	15	76,2x	46,7x	34,3x	н.п.	99,4x	54,7x	н.п.	н.п.	(26,6x)
Snap	20	1	21	43,8x	27,7x	18,7x	45,2x	31,7x	19,6x	14%	115%	2,2x
Медиана				32,8x	22,3x	15,8x	23,3x	25,6x	18,0x	14%	34%	

* Достижение прогнозных показателей не гарантировано

** Показатели «Диасофта» в таблице приведены по календарному году, финансовый год компании начинается в апреле и заканчивается в марте

Источник: данные компаний, оценки АТОН

Мультипликаторы иностранных ИТ-компаний (продолжение)

Компания	Рын. кап. ЧД		EV	EV / EBITDA			P / E			СГТП '24-26		ЧД /
	\$ млрд	\$ млрд	\$ млрд	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	Выручка	EBITDA	EBITDA
Онлайн-рекрутмент												
Recr. Hold.	103	8	110	26,2x	23,6x	21,3x	42,3x	36,7x	31,7x	-1%	8%	2,2x
Seek	6	0,7	7	20,7x	21,9x	18,4x	49,2x	56,4x	41,6x	0%	0%	2,1x
EN Japan	0,8	-0,1	0,7	14,0x	8,7x	6,8x	28,2x	11,7x	11,9x	4%	25%	(1,3x)
Медиана				20,7x	21,9x	18,4x	42,3x	36,7x	31,7x	0%	8%	
Облако												
Equinix	86	14	100	24,3x	22,2x	20,1x	78,6x	67,1x	58,0x	8%	10%	3,4x
Range Intell.	8	2	10	20,6x	14,7x	12,1x	26,5x	17,8x	14,1x	38%	28%	3,2x
GDS	4	6	10	15,1x	12,7x	10,7x	н.п.	н.п.	н.п.	17%	17%	8,9x
DigitalOcean	4	1	5	15,2x	13,6x	11,8x	22,3x	21,0x	18,0x	13%	14%	3,8x
Beijing Sinnet	3	20	23	15,2x	13,7x	12,5x	38,5x	33,1x	27,2x	-44%	-46%	95,1x
Медиана				15,2x	13,7x	12,1x	32,5x	27,0x	22,6x	13%	14%	
Разработчики ПО												
Microsoft	3 124	18	3 142	24,2x	20,7x	18,1x	35,6x	32,1x	27,8x	15%	20%	0,1x
Oracle	502	74	576	22,1x	19,5x	17,0x	32,4x	28,9x	25,5x	9%	10%	2,8x
SAP	284	0,9	285	32,5x	22,8x	19,5x	47,4x	32,7x	24,4x	11%	20%	0,1x
ServiceNow	205	-3	202	57,9x	45,7x	36,4x	71,5x	59,9x	49,4x	21%	25%	(0,9x)
IBM	198	47	244	16,0x	15,2x	14,7x	20,9x	19,9x	19,0x	4%	5%	3,1x
Медиана				24,2x	20,7x	18,1x	35,6x	32,1x	25,5x	11%	20%	
Медиа-сервисы												
Netflix	336	-43	293	31,7x	26,6x	22,6x	39,5x	33,1x	27,7x	13%	28%	(3,9x)
Disney	179	27	206	12,6x	12,1x	11,1x	19,9x	19,2x	17,1x	4%	10%	1,5x
Warner Bros.	24	38	62	6,9x	6,6x	6,6x	н.п.	н.п.	71,5x	-1%	-4%	4,3x
Paramount	8	13	21	7,2x	7,3x	6,9x	7,4x	7,8x	6,6x	0%	11%	4,1x
NexStar	6	4	10	6,2x	8,1x	6,3x	7,6x	12,5x	6,7x	4%	11%	1,9x
Медиана				7,2x	8,1x	6,9x	13,8x	15,9x	17,1x	4%	11%	
Онлайн-образование												
Duolingo	14	-4	10	69,6x	48,7x	35,7x	163,4x	104,1x	70,9x	31%	60%	(22,8x)
New Oriental	10	-6	5	12,2x	10,0x	7,3x	26,9x	19,7x	14,7x	29%	39%	(10,5x)
Powerschool	5	0,6	5	22,6x	19,8x	17,2x	24,7x	19,8x	16,6x	12%	16%	2,4x
Stride	4	-0,3	4	11,4x	8,3x	7,7x	21,8x	15,1x	13,6x	11%	24%	(0,7x)
Instructure	3	0,7	4	16,5x	14,9x	13,7x	27,8x	25,5x	22,7x	14%	16%	2,7x
Медиана				16,5x	14,9x	13,7x	26,9x	19,8x	16,6x	14%	24%	

Прогноз ключевых показателей некоторых компаний ИТ-сектора*

Яндекс

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 5 490 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	522	800	1 118	1 422	1 738
Прирост г/г, %	46%	53%	40%	27%	22%
Скорр. EBITDA	64	97	182	251	337
Рентабельность EBITDA, %	12%	12%	16%	18%	19%
Скорр. чист. прибыль	11	27	81	121	180
Рент-ть скорр. чист. приб., %	2%	3%	7%	9%	10%

Оценка

EV/Выручка	2,9x	1,9x	1,4x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA	24,0x	15,9x	8,5x	6,1x	4,6x
P/E	н.п.	54,6x	18,2x	12,2x	8,3x

hh

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 5 690 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	18	29	40	49	59
Прирост г/г, %	13%	63%	37%	22%	21%
Скорр. EBITDA	9	17	23	27	33
Рентабельность EBITDA, %	51%	59%	57%	55%	55%
Скорр. чист. прибыль	4	12	23	25	31
Рент-ть скорр. чист. приб., %	20%	42%	56%	51%	52%

Оценка

EV/Выручка	10,8x	6,6x	4,9x	4,0x	3,3x
EV/EBITDA	21,3x	11,2x	8,5x	7,2x	6,0x
P/E	н.п.	17,9x	9,9x	9,0x	7,3x

OZON

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 4 530 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
GMV	832	1 752	2 899	4 007	5 313
Прирост г/г, %	86%	111%	65%	38%	33%
Выручка	277	424	597	796	1 005
Прирост г/г, %	55%	53%	41%	33%	26%
Скорр. EBITDA	-3	4	28	79	161
Относительно GMV, %	0%	0%	1%	2%	3%

Оценка

EV/GMV	1,1x	0,5x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/Выручка	3,4x	2,2x	1,6x	1,2x	0,9x
EV/EBITDA	н.п.	н.п.	33,6x	11,8x	5,8x

VK

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 390 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	98	133	163	193	224
Прирост г/г, %	19%	36%	23%	18%	16%
Скорр. EBITDA	20	0	0	13	27
Рентабельность EBITDA, %	20%	0%	0%	7%	12%
Скорр. чист. убыток	-4	-34	-55	-53	-42
Относительно выручки, %	-4%	-26%	-34%	-27%	-19%

Оценка

EV/Выручка	2,3x	1,7x	1,4x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	11,4x	н.п.	н.п.	17,3x	8,3x
P/E	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.

АСТРА

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 620 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	5	10	16	26	40
Прирост г/г, %	150%	77%	68%	64%	52%
Скорр. EBITDA	3	4	7	11	18
Рентабельность EBITDA, %	54%	44%	42%	42%	44%
Чистая прибыль	3	4	6	10	16
Рент-ть чистой прибыли, %	57%	38%	39%	38%	39%

Оценка

EV/Выручка	19,3x	10,9x	6,5x	3,9x	2,6x
EV/EBITDA	36,0x	25,0x	15,6x	9,3x	5,9x
P/E	34,1x	28,8x	16,8x	10,5x	6,7x

DIASOFT

все по-настоящему

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 5 580 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	7	9	11	15	20
Прирост г/г, %	11%	23%	31%	33%	31%
EBITDA	3	4	5	6	8
Рентабельность EBITDA, %	42%	43%	40%	41%	42%
Чистая прибыль	2	3	4	5	7
Рент-ть чистой прибыли, %	35%	34%	34%	34%	36%

Оценка

EV/Выручка	6,5x	5,3x	4,0x	3,0x	2,3x
EV/EBITDA	15,5x	12,3x	10,1x	7,4x	5,4x
P/E	19,4x	16,4x	12,7x	9,4x	6,9x

* Достижение прогнозных показателей не гарантировано; показатели Диасофт приведены по календарному году, согласно расчетам АТОН

** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат
Источник: данные компаний, оценки АТОН

Вкратце о компаниях

Яндекс

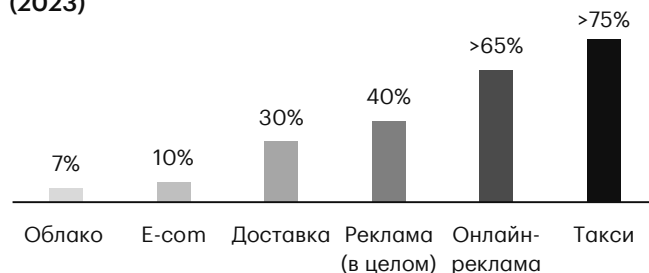
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 5 490 руб.*



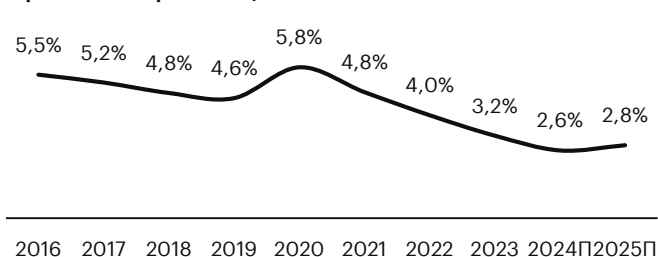
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 5 690 руб.*

- «Яндекс» обладает более чем 20-летним опытом разработки, продвижения и монетизации продуктов в различных сферах, который помогает ему находить новые точки роста.
- Среди перспективных направлений, способных в долгосрочной перспективе поддерживать развитие компании, — генеративные нейросети, медиасервисы, финтех, облачные решения, робототехника.
- По нашим оценкам, на среднесрочном горизонте прибыльность компании может расти быстрее выручки за счет повышения операционной эффективности и эффекта масштаба в сегментах онлайн-торговли и фудтеха, где «Яндекс» добился сильных рыночных позиций.
- Одновременно с этим зрелые бизнесы — **реклама и такси**, — по нашему мнению, остаются одной из лучших ставок на рост потребительских расходов, поддерживаемых бюджетным импульсом.
- Структурный дефицит рабочей силы на рынке труда стимулирует рост спроса на услуги HeadHunter**, что находит отражение в финансовых результатах компании.
- Следующие направления работы способны помочь компании увеличить свой вес в рекрутинговых бюджетах: повышение узнаваемости платформы и эффективности подбора кандидатов, фокус на малых и средних клиентах и новых профессиях, развитие дифференцированного ценообразования.
- Помимо основной платформы, HeadHunter активно развивается в смежных направлениях, таких как автоматизация найма, электронный документооборот, деловые соцсети, адаптация и обучение.
- В декабре 2024 года компания [планирует выплатить дивиденды в размере 907 рублей на акцию](#) (отсечка 17 декабря), а за 2025 дивиденды, по нашим расчетам, могут составить около 400 рублей на акцию.**

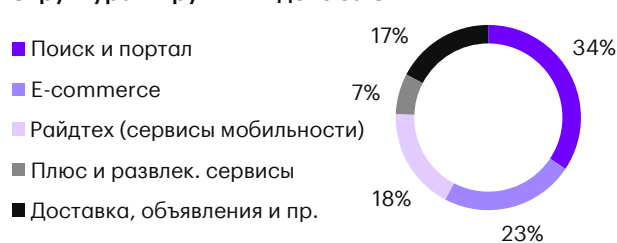
Рыночная доля «Яндекса» в различных сегментах (2023)



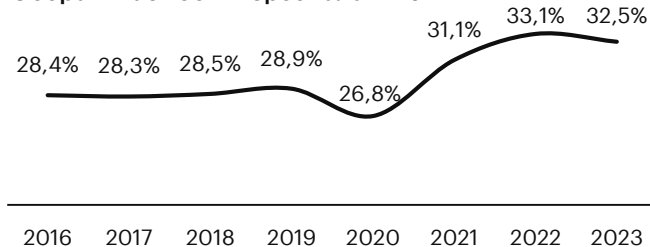
Уровень безработицы в РФ



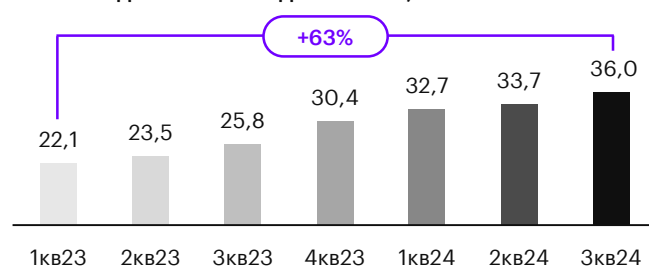
Структура выручки Яндекс за 3К24



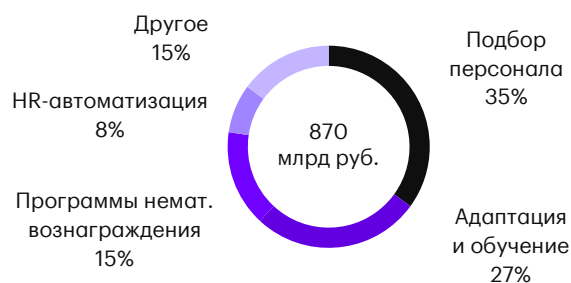
Оборачиваемость персонала в РФ



Число подписчиков Яндекс.Плюс, млн



Общий объем целевого рынка HeadHunter



* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: данные компаний, «Интерфакс», Росстат, оценки АТОН



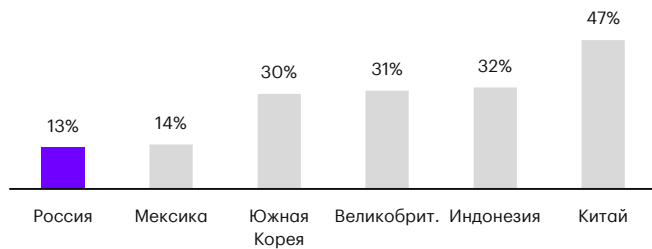
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 4 530 руб.*



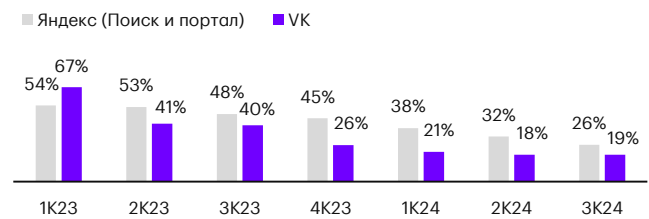
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 390 руб.*

- Стратегически Ozon может дать экспозицию на рост онлайн-торговли в России, доля которой в розничном обороте все еще существенно ниже, чем на развитых рынках.
- Финтех и реклама демонстрируют достаточно сильную динамику и в целом помогают компании лучше монетизировать сервисы, охватывающие на текущий момент свыше 70 млн человек.
- **Исходя из последних результатов, мы наблюдаем смещение фокуса компании на прибыльность, что в моменте позитивно для ее восприятия рынком.**
- При этом в ближайшей перспективе неопределенность может сохраняться в части перспектив роста — обновленный прогноз менеджмента на 2024 год подразумевает возможность дальнейшего замедления в 4 квартале вплоть до 40% г/г. Новый прогноз уже на 2025 год мог бы снять часть опасений касательно роста.
- VK вкладывает значительные средства в разработку и продвижение новых функций и услуг, особенно в видеоплатформу, что, на наш взгляд, может упрочить ее позиции на рынке в долгосрочной перспективе, но в моменте оказывает негативное влияние на прибыль.
- Высокая долговая нагрузка также оказывает давление на чистую прибыль VK — на июнь 2024 года чистый финансовый долг компании превысил 140 млрд рублей, а процентные расходы за полугодие выросли в два раза до 8,2 млрд рублей.
- **Результаты за первое полугодие пока не отражают признаков возможного восстановления прибыли, которое мы считаем необходимым условием для переоценки** — убыток по EBITDA составил 0,7 млрд рублей, а чистый убыток — 24,7 млрд рублей.
- Мы отмечаем успехи VK в развитии новых сегментов (образование, технологии для бизнеса), однако их вклад в общий результат, на наш взгляд, пока не достаточно, чтобы повлиять на инвестиционный кейс.

Доля онлайн-продаж в розничном обороте (2023)



Динамика рекламной выручки VK против «Яндекса», % изм. г/г



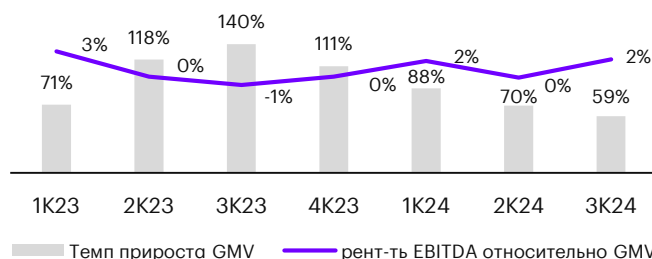
Показатели рекламы и финтеха Ozon

<p>Рекламная выручка (9M24)</p> <p>86,9 млрд руб.</p> <p>92% прирост г/г</p>	<p>MAU (1П24)*</p> <p>70 млн</p> <p>*месячный охват</p>
<p>EBITDA финтеха (9M24)</p> <p>20,4 млрд руб.</p> <p>149% прирост г/г</p>	<p>Займы клиентам (сент. 24)</p> <p>69,6 млрд руб.</p>

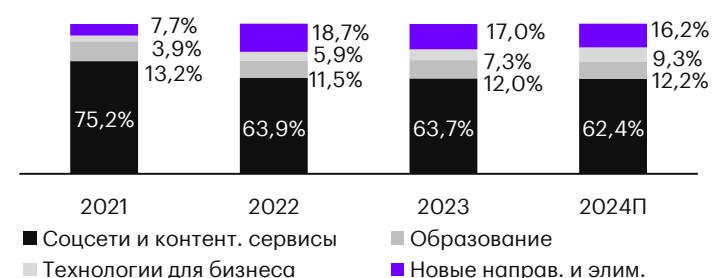
Аудиторные показатели VK (на 3K24)

<p>ВКонтакте, MAU</p> <p>88,1 млн польз.</p> <p>+4% рост г/г</p>	<p>VK (Видео)</p> <p>2,6 млрд просм.</p> <p>+49% прирост г/г</p>
<p>Одноклассники, MAU</p> <p>36 млн польз.</p> <p>+2% рост г/г</p>	<p>Дзен, DAU</p> <p>29 млн польз.</p> <p>-6% сниж. г/г</p>

Темп прироста GMV и рентабельность EBITDA Ozon



Вклад новых направлений в выручку VK



* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат
 Источник: данные компаний, Statista, оценки АТОН



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 620 руб.*

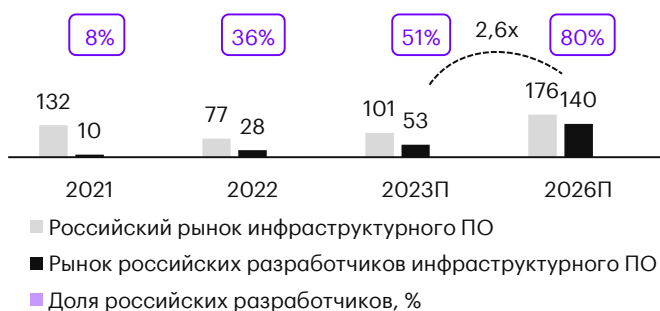
- «Астра» занимает нишу, которая освобождается по мере ухода иностранных разработчиков, и демонстрирует достойные результаты по росту отгрузок (+75% за 2023 год, +98% за 9 месяцев 2024).
- По нашему мнению, для компании сейчас важно показать, что она способна достичь поставленных целей по росту выручки и маржинальности (в частности, «Астра» ставит целью увеличение чистой прибыли в три раза за два года с 2023 по 2025 год).
- По итогам 3-го квартала «Астра» показала ускорение роста выручки (2,3х г/г) и EBITDA (5,6х г/г). При этом мы отмечаем высокую сезонность продаж компании (около 50% продаж приходится на четвертый квартал), что обуславливает ключевое значение результатов компании по итогам года.
- Сохранение позитивной динамики в 4-м квартале 2024 года, на наш взгляд, может способствовать пересмотру оценки группы.



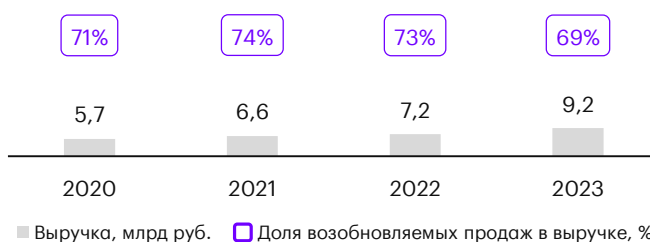
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 5 580 руб.*

- «Диасофт» — крупнейший разработчик ПО в банковском секторе РФ с долей рынка 24%, по данным Strategy Partners. Уход иностранных игроков с рынка корпоративного ПО открывает перед компанией возможность занять дополнительные ниши в смежных сегментах.
- На инвестиционный кейс «Диасофта» положительно влияют высокая рекуррентность выручки, хорошая рентабельность (этот показатель у компании один из лучших в секторе) и ежеквартальные выплаты дивидендов в размере не менее 80% EBITDA.**
- Последние результаты оказались в рамках наших ожиданий по выручке, однако динамика EBITDA (без изменений год к году) пока что от них отстает.
- Нам в целом нравится инвестиционный кейс компании, однако, учитывая сложный рынок труда и потребность в найме для новых проектов, на наш взгляд, цели «Диасофта» по маржинальности, заявленные в ходе размещения, могут быть излишне оптимистичными.

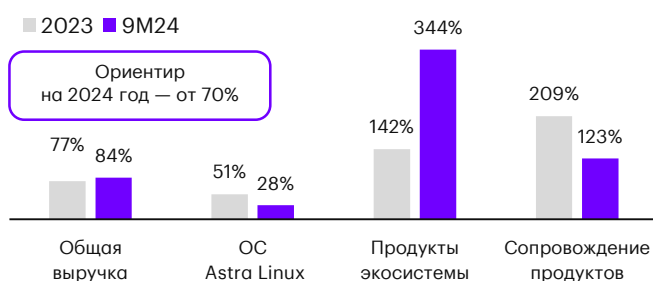
Рынок инфраструктурного ПО, млрд руб.



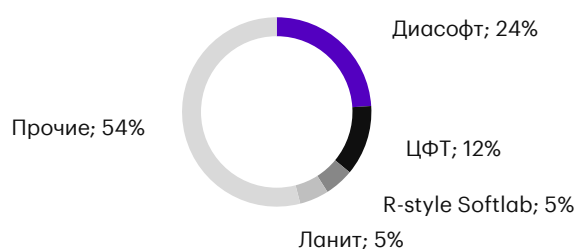
Выручка и доля возобновляемых продаж «Диасофта»



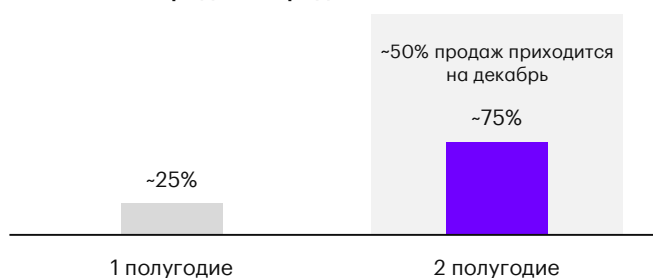
Динамика выручки «Астры» по сегментам



Структура рынка ПО для финансового сектора



Сезонность продаж в среднем за 2022-23 гг.



Новые сегменты «Диасофта»

- «ПО для госсектора и ERP» >170 млрд руб.
- «Системное ПО и средства производства программных продуктов» неудовлетворенный спрос на целевых рынках «Диасофта»***

Альтернатива корпоративному ПО:



* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат

** Выплата дивидендов не гарантирована;

*** Согласно данным компании

Источник: данные компаний, Strategy Partners, оценки АТОН

Взгляд на телекомы



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 225 руб.*

- МТС сохраняет стабильные показатели в профильном сегменте услуг связи, что обеспечивает ей устойчивый денежный поток, возможность платить дивиденды (от 35 руб. на акцию в 2024-26 гг., [согласно дивидендной политике](#)***) и развивать новые направления.
- Среди перспективных направлений бизнеса компании — реклама, облачные технологии, а также медиа (онлайн-кинотеатр KION). Некоторые из них [потенциально готовы](#) к первичному публичному размещению.
- При этом **на среднесрочном горизонте инвестиционный кейс осложняется долговой нагрузкой**: каждое увеличение средневзвешенной ставки по долгу на 1 п.п., по нашим оценкам, может снизить годовую прибыль примерно на 4-5 млрд рублей, или на 7%. С учетом этого мы придерживаемся нейтрального взгляда на акции.

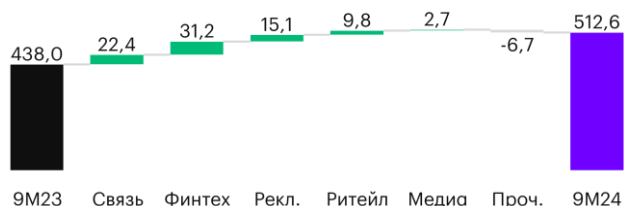


Ростелеком

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 80 руб.*

- Мы позитивно смотрим на долгосрочные перспективы «Ростелекома» с учетом стабильных показателей традиционных сервисов связи и динамичного развития новых направлений, которые пользуются повышенным спросом на фоне цифровизации экономики, ухода иностранных конкурентов и поддержки со стороны государства.
- В будущем компания планирует вывести на публичные рынки свой облачный бизнес и подразделение кибербезопасности. При этом точные сроки пока не определены и будут зависеть от рыночной конъюнктуры.
- **Как и в случае с МТС, в ближайшее время давление на бизнес компании, вероятно, будут оказывать высокие процентные ставки**, результатом чего может стать как сокращение чистой прибыли, так и пересмотр в сторону понижения планируемых инвестиций в проекты развития.

Вклад сегментов в рост выручки за 9М24, млрд руб.



Вклад сегментов в рост выручки за 9М24, млрд руб.



Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	534	606	707	794	882
Прирост г/г, %	3%	13%	17%	12%	11%
OIBDA	220	234	251	267	298
Рентабельность OIBDA, %	41%	39%	35%	34%	34%
Чистая прибыль	33	56	59	41	59
Рент-ть чистой прибыли, %	6%	9%	8%	5%	7%
Оценка					
EV/Выручка	1,9x	1,7x	1,4x	1,3x	1,2x
EV/OIBDA	4,6x	4,3x	4,0x	3,8x	3,4x
P/E	11,8x	7,1x	6,7x	9,6x	6,7x

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	627	708	781	864	941
Прирост г/г, %	8%	13%	10%	11%	9%
OIBDA	248	271	302	323	340
Рентабельность OIBDA, %	40%	38%	39%	37%	36%
Чистая прибыль	35	42	25	32	38
Рент-ть чистой прибыли, %	6%	6%	3%	4%	4%
Оценка					
EV/Выручка	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x	0,9x
EV/OIBDA	3,3x	3,0x	2,7x	2,5x	2,4x
P/E	6,6x	5,5x	9,4x	7,2x	6,0x

* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: данные компаний, «Интерфакс», Росстат, оценки АТОН

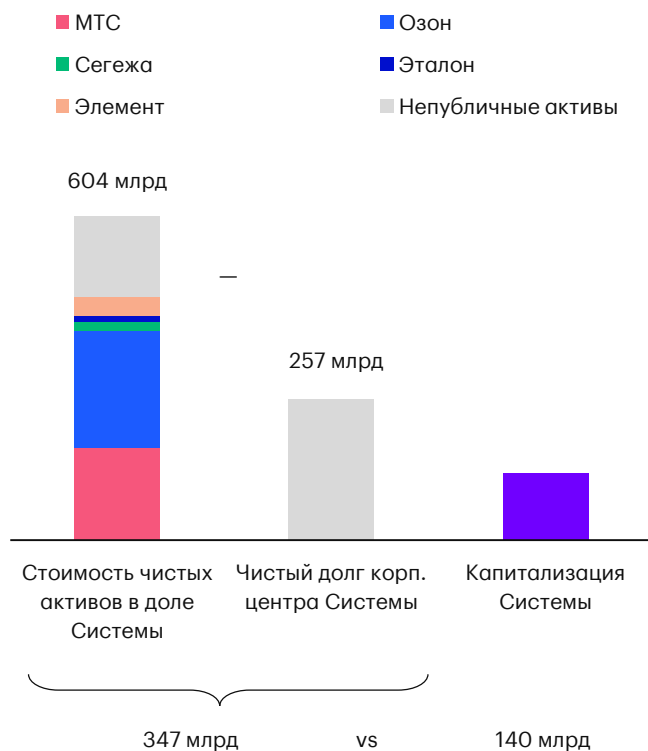
АФК «Система»



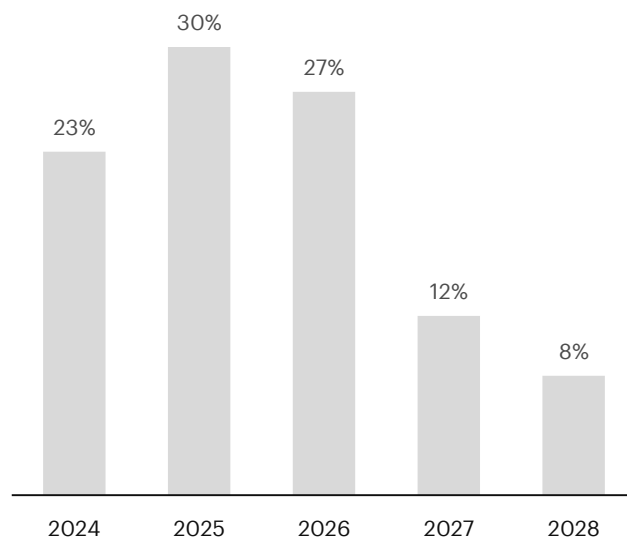
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 18 руб.*

- **Высокая долговая нагрузка «Системы» оказывает давление на акционерный капитал.**
Консолидированный долг на конец 1-го полугодия 2024 достиг 1 191 млрд рублей, или 4x OIBDA. Чистые финансовые расходы холдинга за 1-е полугодие 2024 достигли 101 млрд рублей, превысив операционную прибыль (82,5 млрд).
- Чистые финансовые обязательства корпоративного центра на июнь 2024 составили 257 млрд рублей. Средневзвешенная ставка по облигационному портфелю (50% в структуре долга) выросла до 11,5% годовых против 10,2% в 1-м квартале и 8,1% годом ранее. Около 23% долговых обязательств «Системе» предстояло заместить в 2024 и еще 30% — в 2025 году, что приведет к увеличению стоимости фондирования.
- Ситуация вокруг «Сегежи» вносит дополнительную неопределенность в инвестиционный кейс. «Сегежа» подтвердила планы провести дополнительную эмиссию, а «Система» намерение принять в ней участие. При этом финальные параметры пока не раскрыты.
- Дисконт «Системы» к сумме чистых активов не дает оснований для быстрой переоценки. С учетом непубличных активов дисконт, по нашей оценке, достигает 60% против наблюдаемого нами среднего исторического в диапазоне 55-60%. С учетом обозначенных сложностей с долгом и «Сегежей» мы пока не видим потенциала для его сокращения.

Индикативный дисконт «Системы» к стоимости чистых активов составляет порядка 60% (на 08.11.2024)



Общая сумма долга по итогам 2-го квартала 2024 года и график погашения долга корп. центра



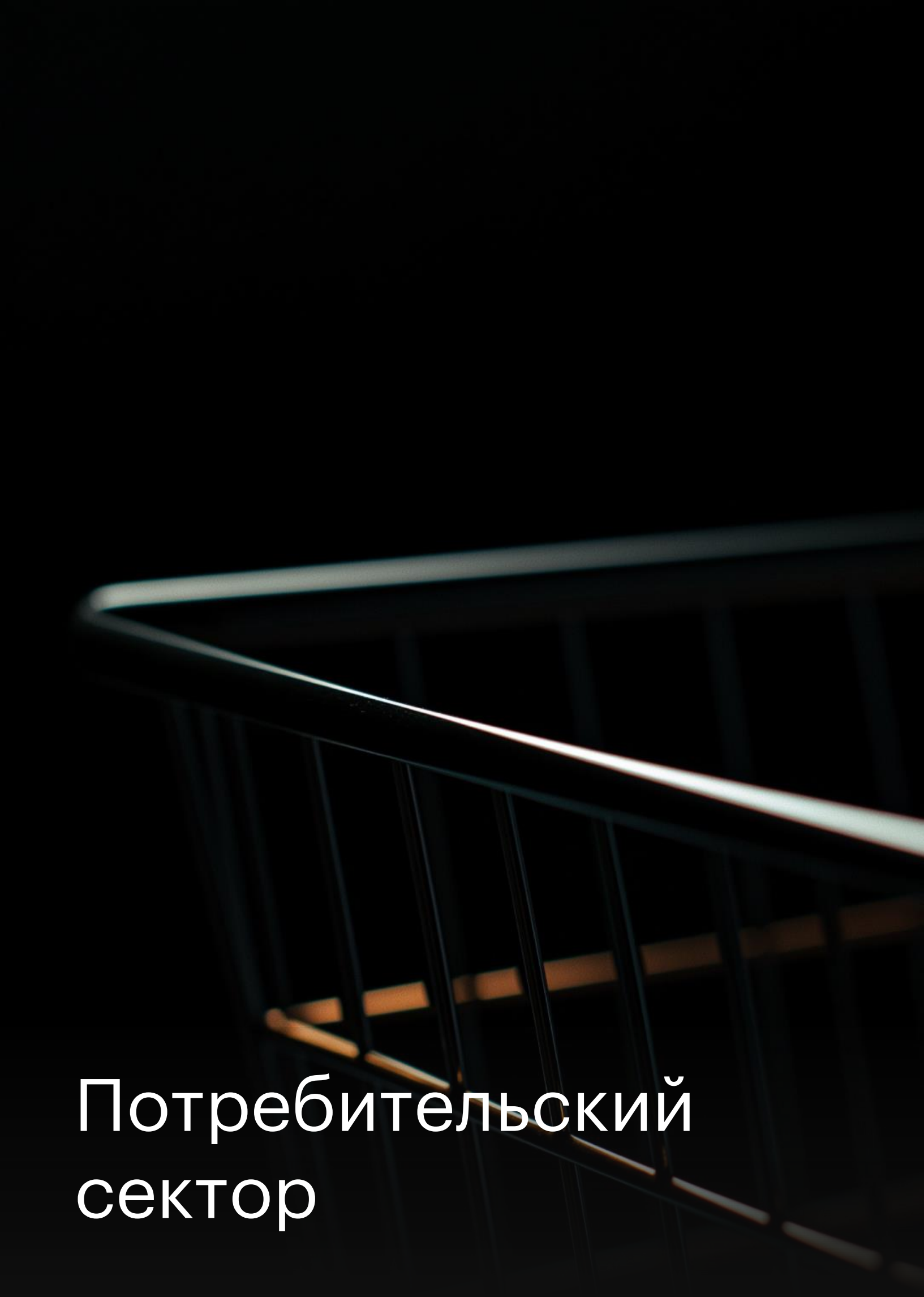
256,5 млрд руб.

чистые финансовые обязательства корп. цент.

1 190,8 млрд руб.

чистые конс. фин. обязательства группы

* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат
Источник: данные АФК «Система», «Интерфакс», оценки АТОН



Потребительский сектор

Взгляд на сектор

Потребительский сектор в текущих условиях выглядит крайне неоднородно. **В плане потенциального роста продаж более сильные позиции, на наш взгляд, имеют компании, ориентированные на низкоэластичные сегменты спроса**, которые в меньшей степени подвержены влиянию высоких процентных ставок и при этом выигрывают от сильного бюджетного импульса, в том числе, продовольственная розница, высококачественная медицина, отдельные истории, связанные с импортозамещением. Чем сильнее рыночные позиции таких компаний, тем больше у них возможностей перекладывать инфляцию затрат в цены.

Рекордный дефицит кадров провоцирует рост зарплат, который в ряде профессий **превышает 40%**. В результате трудоемкие бизнесы сталкиваются с давлением на рентабельность. На первый план выходят вопросы повышения **операционной эффективности**. Так, среди инструментов, доступных ритейлерам, — внедрение касс самообслуживания, более совершенных систем управления запасами и т. д.

С учетом **сказанного среди публичных ритейлеров мы выделяем X5 Group и «Ленту»**. X5, по нашим наблюдениям, стабильно демонстрирует сильную на фоне других публичных компаний в отрасли динамику сопоставимых продаж, а также сравнительно устойчивую рентабельность. «Лента», судя по последним результатам, смогла успешно интегрировать сеть дискаунтеров

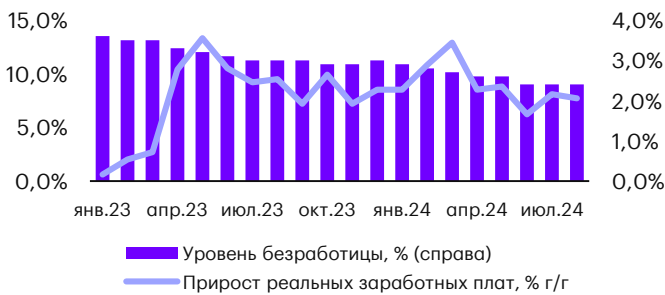
«Монетка», что позволило существенно улучшить динамику сопоставимых продаж и вернуть маржинальность к историческим уровням.

Мы придерживаемся нейтрального взгляда на «Магнит» и с осторожностью смотрим на перспективы «О'Кей» и Fix Price. Результаты «Магнита» отстают от ближайшего конкурента, что, на наш взгляд, может быть связано с менее эффективной стратегией и запоздалым принятием решений. «О'Кей» из-за сравнительно высокого долга была вынуждена приостановить открытие новых дискаунтеров, а формат гипермаркетов продолжает стагнировать. Fix Price три года подряд демонстрирует отрицательную динамику трафика, а рост среднего чека в последнее время отстает от инфляции, что может указывать на сложности стратегического характера.

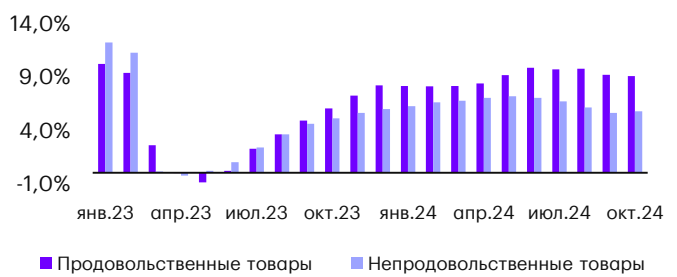
Мы позитивно смотрим на «Мать и дитя» — компания оперирует в сегменте высококачественных медицинских услуг, на которые сохраняется устойчивый спрос, что, на наш взгляд, дает ей возможность расти стабильными темпами и показывать высокую маржинальность, а низкая долговая нагрузка — **возможность платить дивиденды**. * Нам также нравится инвестиционный кейс Henderson. Уход иностранных конкурентов, которые, по оценкам компании, ранее занимали более 50% в ее сегменте, открыл большие возможности для усиления рыночных позиций.

Рост доходов населения на фоне низкой безработицы позитивно сказывается на потребительских настроениях и подогревает рост цен, что обеспечивает высокую динамику розничной торговли

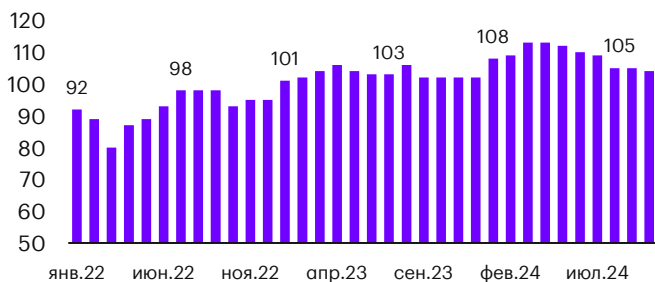
Безработица и рост реальных заработных плат



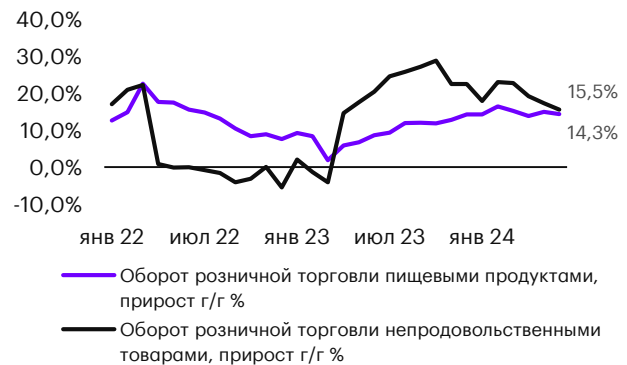
Динамика индекса потребительских цен



Индекс потребительских настроений



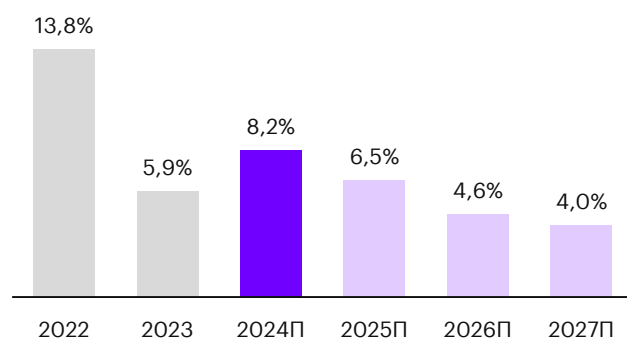
Динамика розничной торговли



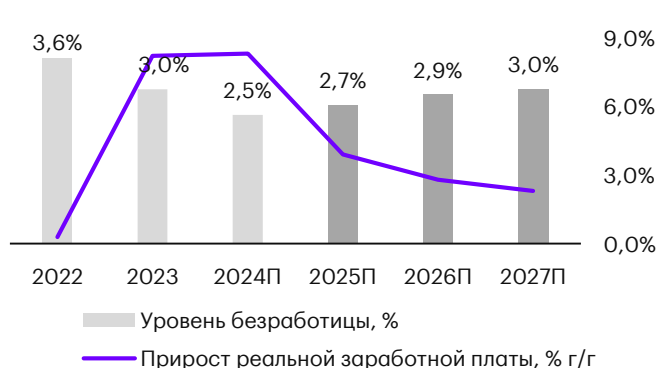
* Выплата дивидендов не гарантирована
 Источник: данные компаний, Банк России, Интерфакс, РБК, Росстат, оценки АТОН

В среднесрочной перспективе ценовое давление в экономике, вероятно, снизится, тогда как динамика реальных заработных плат сохранится на относительно высоком уровне*

Динамика ИПЦ (в среднем за год), % г/г

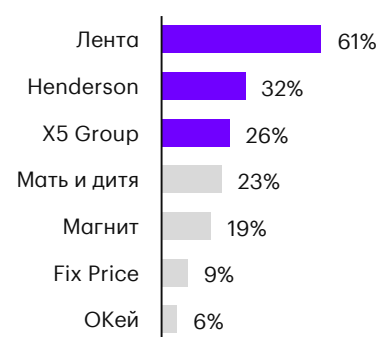


Динамика безработицы и реальных заработных плат

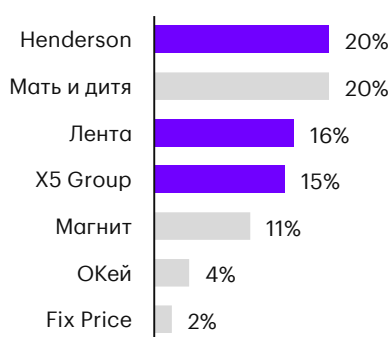


Среди публичных компаний в лидерах роста продаж — «Лента», Henderson и X5 Group за счет сильной динамики органических показателей и расширения торговых площадей

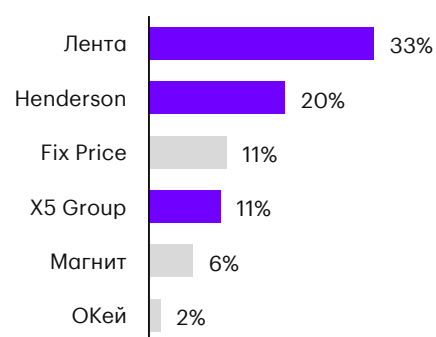
Прирост выручки за 1П24, % г/г



Динамика LfL-продаж за 1П24, % г/г

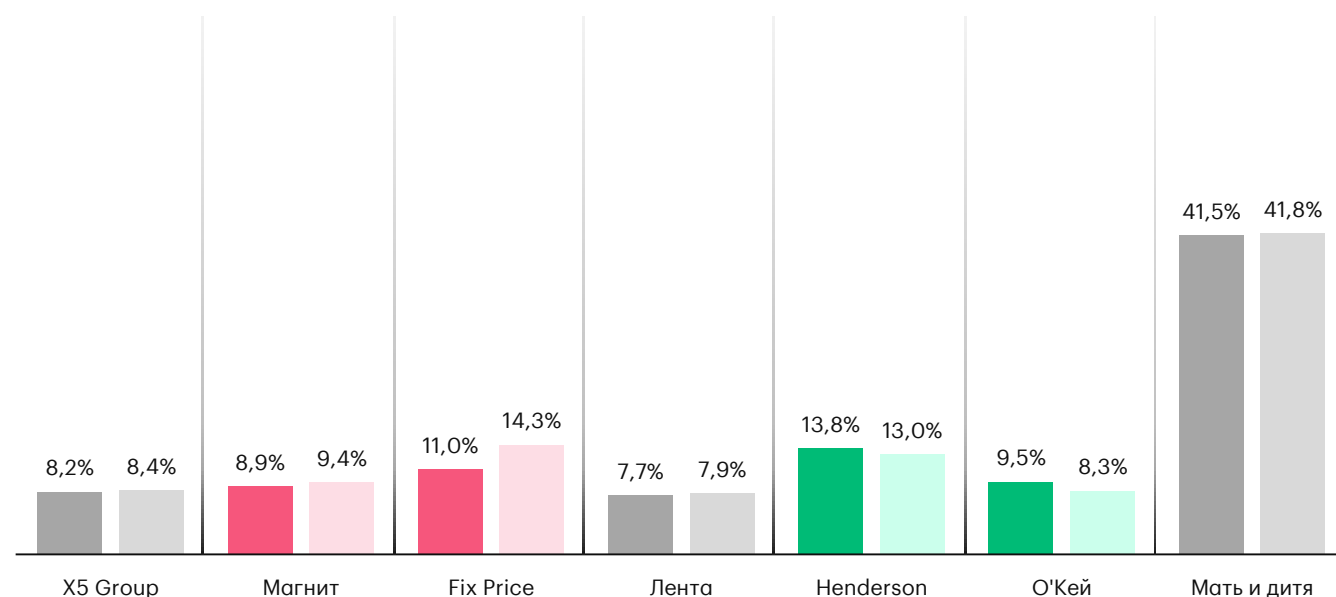


Прирост торговых площадей за 1П24, % г/г



Обратная сторона роста зарплат в экономике — давление на операционные расходы, с которым компании справляются по-разному

Затраты на персонал (на оплату труда) относительно выручки, %**



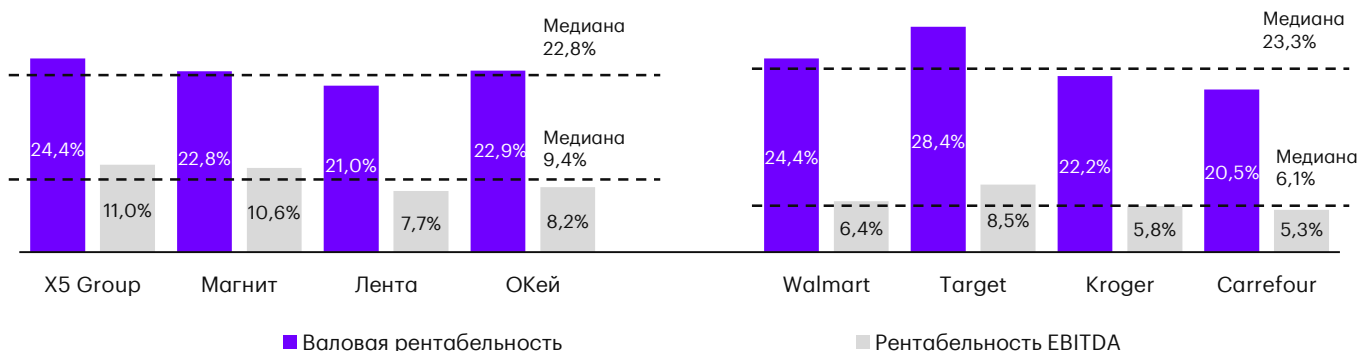
* Показатели будущих периодов являются прогнозными, их достижение не гарантировано

** Для компаний указаны данные за наиболее актуальные периоды — 3-й квартал 2023 и 2024 года для X5, Fix Price и «Ленты»; 1-я половина 2023 и 2024 гг. для «Магнита», Henderson, «ОКей», «Мать и дитя»

Источник: данные компаний, Банк России, Интерфакс, РБК, Росстат, расчеты АТОН

Примеры иностранных ритейлеров говорят о возможном снижении рентабельности EBITDA в результате роста операционных расходов...

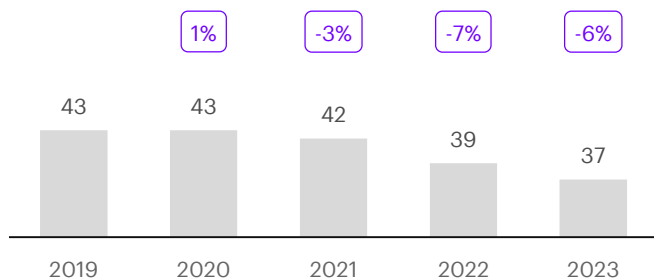
Рентабельность российских и зарубежных ритейлеров, %



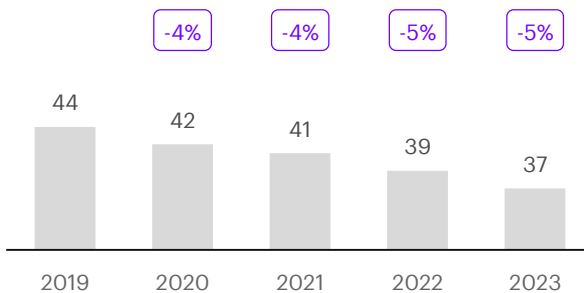
... при этом в российском ритейле наблюдается тенденция к улучшению эффективности использования площадей, что может нивелировать негативный эффект от роста затрат на персонал

■ Отношение численности персонала к средней торговой площади, чел. на тыс. кв. м □ % изм. г/г

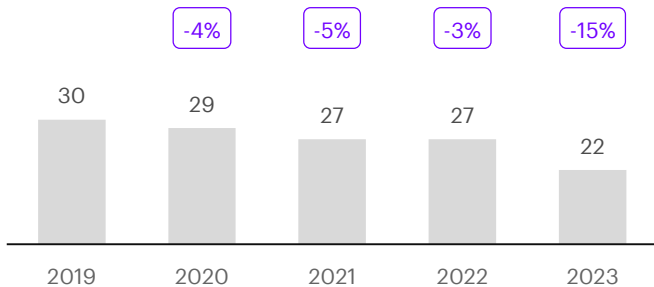
X5 Group



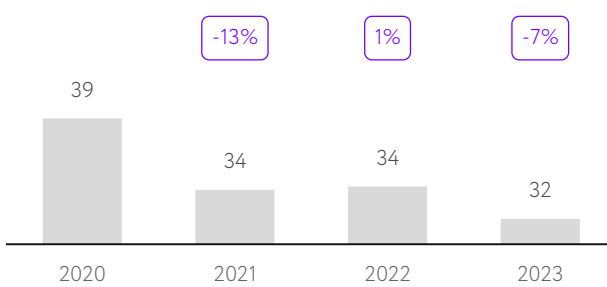
Магнит



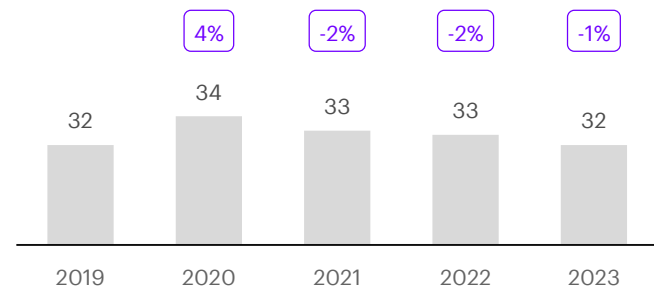
Лента



Fix Price



О'Кей

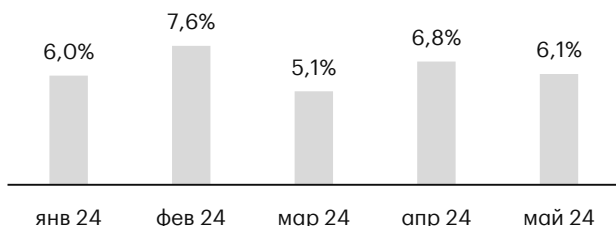


Источник: данные компаний, оценки АТОН

Ритейлеры отмечают рост стоимости логистических услуг

Загрузка автомобильного транспорта растет...

Темп прироста грузооборота автомобильного транспорта организаций всех видов экономической деятельности (без субъектов малого предпринимательства)*



... а вместе с ней и стоимость перевозок

20-30%

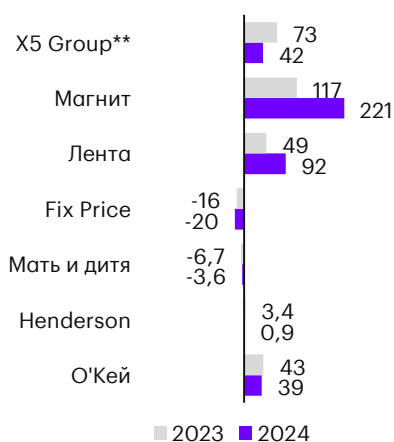
Прирост стоимости грузовых перевозок автотранспортом по самым востребованным направлениям за первые 6 месяцев 2024 года, по разным оценкам

Среди ключевых факторов роста:

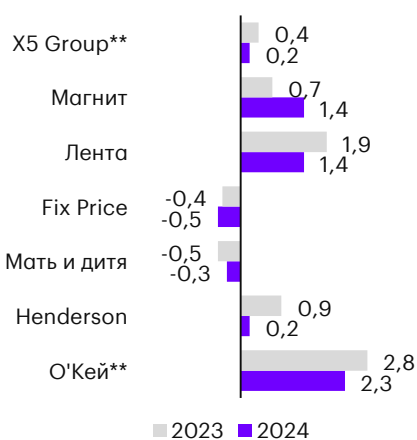
- Нехватка сотрудников и рост зарплат водителей
- Удорожание топлива ввиду налоговых изменений
- Удорожание запчастей и обслуживания автомобилей
- Перестройка маршрутов

Долговая нагрузка компаний в секторе в целом находится на комфортном уровне за исключением «О'Кей»

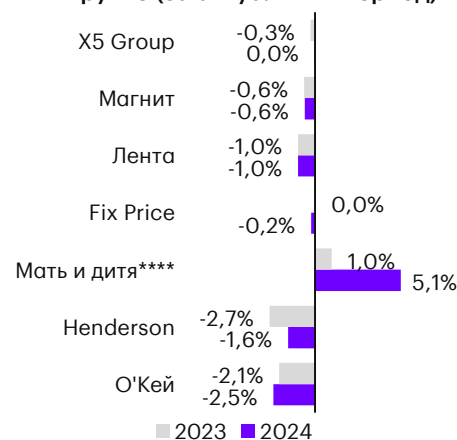
Чистый финансовый долг***



Чистый долг к EBITDA

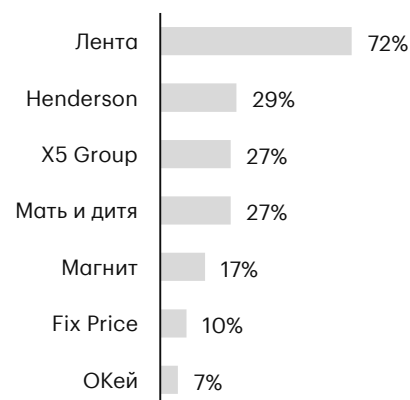


Чистые процентные расходы к выручке (за актуальный период)

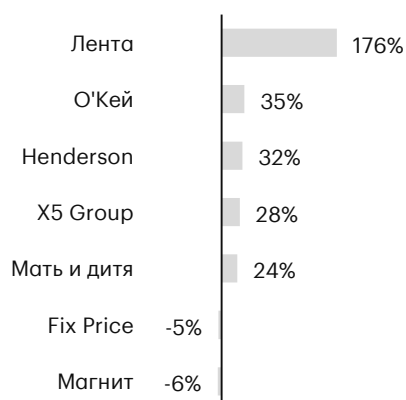


Динамика показателей прибыли в 1-м полугодии 2024 года

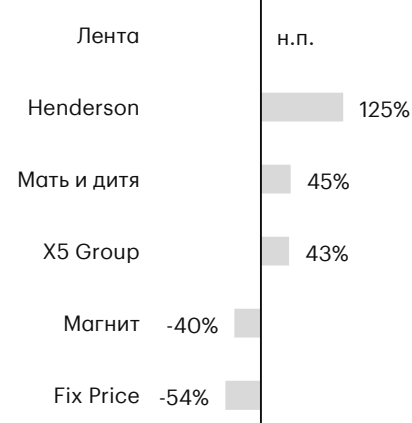
Прирост валовой прибыли, % г/г



Прирост EBITDA, % г/г*****



Прирост чистой прибыли, % г/г



* Грузооборот определяется в тонно-километрах, согласно Росстату

** Расчет АТОН

*** Для X5 Group, «Ленты», Fix Price и «Мать и дитя» данные на сентябрь 2023 и 2024 года соответственно, для «Магнита», Henderson и «О'Кей» — на июнь 2023 и 2024 соответственно. Чистый долг не включает арендные обязательства у всех компаний, за исключением «Мать и дитя»

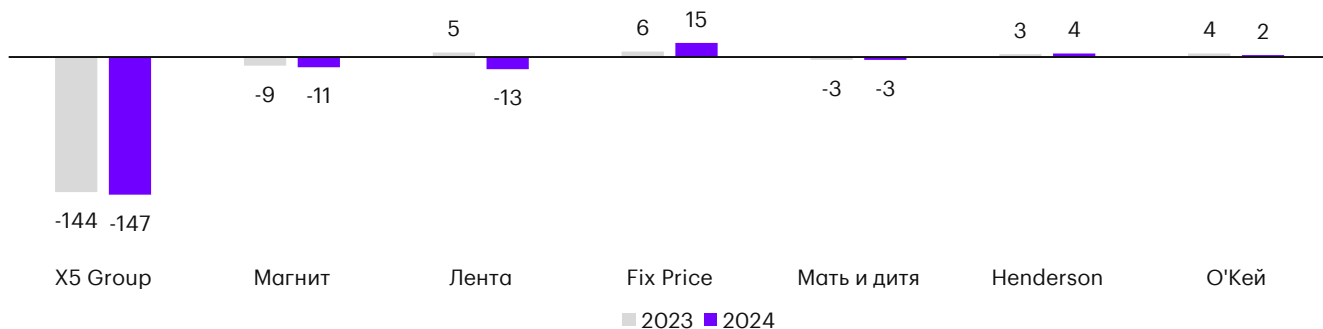
**** Чистый процентный доход

***** По стандарту МСФО 16 для «О'Кей», «Мать и дитя», Fix Price, Henderson

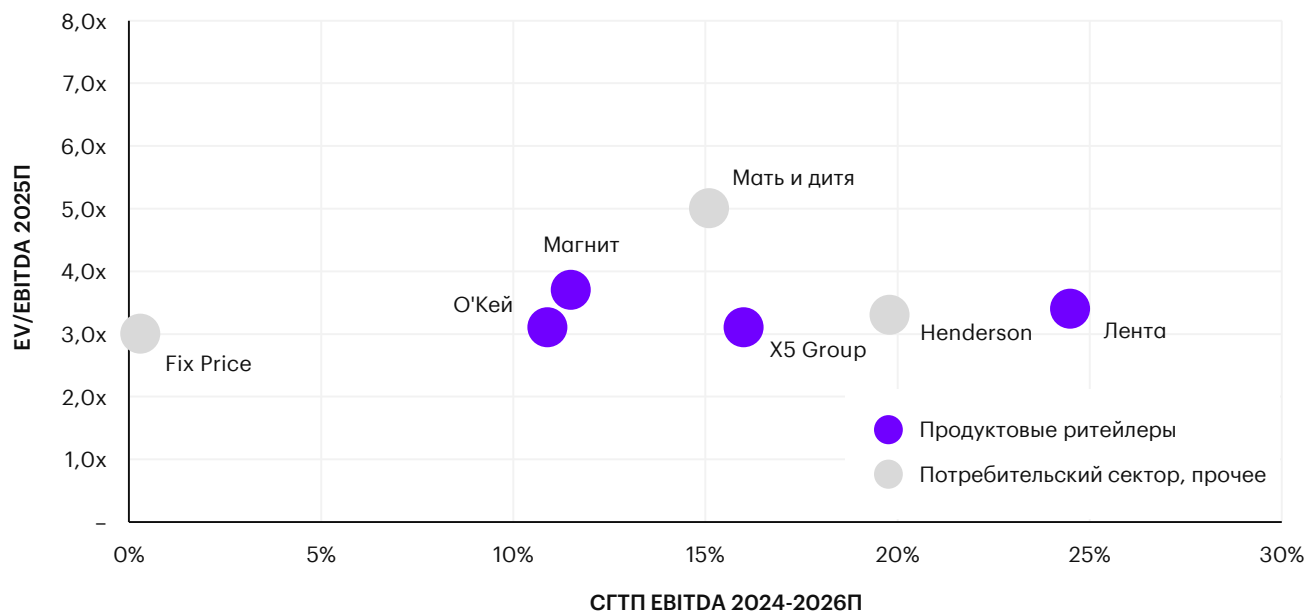
Источник: данные компаний, «Известия», Росстат, оценки АТОН

Большинство компаний сектора работает с отрицательным или умеренным уровнем оборотного капитала, что защищает их от роста стоимости фондирования

Чистый оборотный капитал (на актуальную дату), млрд рублей*



Оценка компаний потребительского сектора**



Мультипликаторы компаний потребительского сектора**

Компания	Рын. кап. млрд руб.	Чд*** млрд руб.	EV млрд руб.	EV / EBITDA			P / E			СГТП '24-26	
				2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	Выручка	ЕВITDA
X5 Group	760	708	1 468	3,5x	3,1x	2,7x	6,9x	6,3x	5,6x	19%	16%
Магнит	476	745	1 221	4,2x	3,7x	3,3x	11,9x	9,0x	6,4x	15%	11%
Fix Price	152	(5)	146	3,1x	3,0x	2,8x	7,1x	6,9x	6,2x	8%	0%
Лента	119	171	290	3,7x	3,4x	3,2x	6,4x	6,1x	4,7x	22%	25%
Мать и дитя	65	(4)	61	5,6x	5,0x	4,3x	7,1x	6,2x	5,4x	17%	15%
Henderson	23	10	32	4,0x	3,3x	2,8x	6,2x	5,1x	4,2x	21%	20%
ОКей	6	63	70	3,1x	3,1x	3,0x	н.п.	н.п.	н.п.	3%	11%
Медиана				3,7x	3,3x	3,0x	7,0x	6,3x	5,5x	17%	15%
Среднее				3,9x	3,5x	3,2x	7,6x	6,6x	5,4x	15%	14%

* Расчеты АТОН

** Достижение прогнозных показателей не гарантировано

*** Чистый долг для всех компаний указан по стандарту МСФО 16

Источник: данные компаний, оценки АТОН

Прогноз ключевых показателей некоторых компаний потребительского сектора*



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 3 320 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	2 605	3 146	3 904	4 620	5 274
Прирост г/г, %	18,2%	20,8%	24,1%	18,3%	14,2%
ЕБИТДА	306	347	418	480	538
Рентабельность ЕБИТДА, %	11,7%	11,0%	10,7%	10,4%	10,2%
Чистая прибыль	45	79	108	120	136
Рент-ть чистой прибыли, %	1,7%	2,5%	2,8%	2,6%	2,6%
Оценка					
EV/выручка	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x
EV/ЕБИТДА	4,8x	4,2x	3,5x	3,1x	2,7x
P/E	16,8x	9,7x	6,9x	6,3x	5,6x



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 5 660 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	2 352	2 545	3 062	3 484	3 880
Прирост г/г, %	26,7%	8,2%	20,3%	13,8%	11,4%
ЕБИТДА	258	270	291	331	374
Рентабельность ЕБИТДА, %	11,0%	10,6%	9,5%	9,6%	9,6%
Чистая прибыль	28	59	40	53	75
Рент-ть чистой прибыли, %	1,2%	2,3%	1,3%	1,5%	1,9%
Оценка					
EV/выручка	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
EV/ЕБИТДА	4,7x	4,5x	4,2x	3,7x	3,3x
P/E	17,1x	8,1x	11,9x	9,0x	6,4x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 460 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	537	616	909	1 021	1 120
Прирост г/г, %	11,1%	14,6%	47,6%	12,3%	9,7%
ЕБИТДА	42	40	78	85	92
Рентабельность ЕБИТДА, %	7,7%	6,5%	8,5%	8,3%	8,2%
Чистая прибыль	4	-3	19	20	25
Рент-ть чистой прибыли, %	0,7%	-0,4%	2,0%	1,9%	2,2%
Оценка					
EV/выручка	0,5x	0,5x	0,3x	0,3x	0,2x
EV/ЕБИТДА	6,9x	7,3x	3,7x	3,4x	3,2x
P/E	н.п.	н.п.	6,4x	6,1x	4,7x



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 200 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	278	292	315	339	364
Прирост г/г, %	20,5%	5,1%	8,0%	7,6%	7,5%
ЕБИТДА	54	54	47	49	53
Рентабельность ЕБИТДА, %	19,5%	18,6%	15,1%	14,4%	14,4%
Чистая прибыль	21	36	21	21	24
Рент-ть чистой прибыли, %	7,7%	12,2%	6,8%	6,4%	6,7%
Оценка					
EV/выручка	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
EV/ЕБИТДА	2,7x	2,7x	3,1x	3,0x	2,8x
P/E	7,1x	4,2x	7,1x	6,9x	6,2x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 770 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	12	17	21	25	30
Прирост г/г, %	30,5%	34,8%	25,0%	20,9%	16,6%
ЕБИТДА	5	7	8	10	11
Рентабельность ЕБИТДА, %	38,8%	39,3%	38,1%	38,2%	38,4%
Чистая прибыль	2	2	4	5	6
Рент-ть чистой прибыли, %	14,7%	14,0%	17,6%	17,7%	18,4%
Оценка					
EV/выручка	2,6x	1,9x	1,5x	1,3x	1,1x
EV/ЕБИТДА	6,7x	4,9x	4,0x	3,3x	2,8x
P/E	12,7x	9,7x	6,2x	5,1x	4,2x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 090 руб.**

Финансовые показатели, млрд руб.	2022	2023	2024П	2025П	2026П
Выручка	25	28	33	39	44
Прирост г/г, %	0,0%	9,6%	21,1%	15,1%	14,2%
ЕБИТДА	8	9	11	12	14
Рентабельность ЕБИТДА, %	31,4%	33,4%	32,6%	32,0%	31,9%
Чистая прибыль	6	8	9	10	12
Рент-ть чистой прибыли, %	23,8%	28,3%	27,2%	27,1%	26,9%
Оценка					
EV/выручка	2,4x	2,2x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/ЕБИТДА	7,7x	6,6x	5,6x	5,0x	4,3x
P/E	10,7x	8,2x	7,1x	6,2x	5,4x

* Достижение прогнозных показателей не гарантировано; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат
Источник: данные компаний, оценки АТОН

Вкратце о компаниях



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 3 320 руб.*

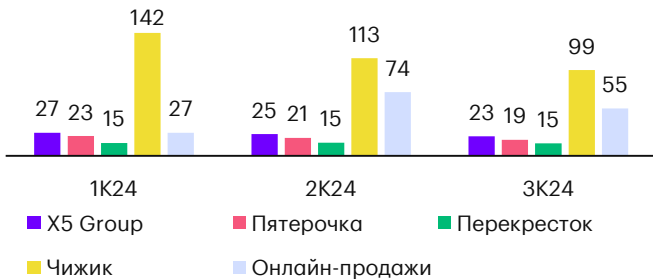


Нейтрально; ЦЕЛЬ — 5 660 руб.*

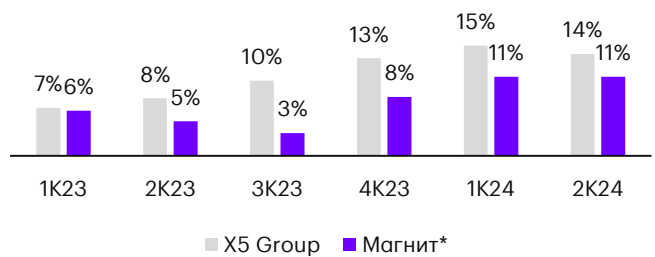
- По нашим наблюдениям, группа исторически эффективно реализует стратегию роста. Ожидаем, что ее дальнейшая реализация позволит X5 и дальше наращивать конкурентные преимущества.
- По итогам 2024 года X5 ожидает роста выручки в районе 24-25%, а в ближайшие 3 года — в среднем на 17-18% ежегодно, что опережает ожидаемый темп роста сектора продовольственной розницы.
- После возобновления торгов (предварительно ожидается на январь 2025 года) и завершения всех процедур редомициляции X5 получит техническую возможность вернуться к выплате дивидендов.**
- Выплата 100% чистой прибыли за 2024 год, по нашим оценкам, могла бы дать более 400 рублей дивидендов на акцию с доходностью в районе 14% к цене закрытия торгов на Мосбирже (2 798 рублей), а в дополнение к этому выплата части нераспределенной прибыли за 2022-2023 — доходность выше 20%.**

- Результаты «Магнита» отстают от ближайшего конкурента, что, на наш взгляд, может быть связано с менее эффективным исполнением стратегии и запоздалым принятием стратегических решений.
- «Магнит» позже начал развивать формат дискаунтеров и онлайн-доставку. Кроме того, компания, по нашим наблюдениям, запоздала с индексацией зарплат.
- В то же время результаты за 1-е полугодие 2024 демонстрируют, на наш взгляд, признаки восстановления посещаемости, и в случае сохранения позитивной динамики в последующих результатах это может улучшить инвестиционный кейс компании.
- Если ориентироваться на выплату 100% чистой прибыли, дивиденды «Магнита» за 2024 год могли бы составить около 440 руб. на акцию, однако в текущих условиях снижение долга может быть в приоритете.**

Темп прироста продаж ключевых форматов X5, % изм. г/г



Прирост сопоставимых продаж X5 Group и Магнита, % г/г



* «Магнит» не раскрывал поквартальные данные за 2024 год, на графике для 1K24 и 2K24 указан рост LfL-продаж по итогам 1-го полугодия 2024 года

Ориентиры группы по росту***

24-25%

Прирост выручки в 2024 году

+17%

Среднегодовой темп прироста в ближайшие три года

Ключевые элементы стратегии X5 Group

- Поддержание темпов роста «Пятерочки»
- Развитие доставки и новых форматов
- Продвижение жестких дискаунтеров «Чижик»
- Географическая экспансия
- Усиление конкурентных позиций «Перекрестка»
- Партнерский подход к управлению магазинами

Стратегические инициативы «Магнита»

- Формат дискаунтеров B1, запущен в феврале 2023 года
- Формат шаговой доступности, объявлен в декабре 2023 года
- Маркетплейс на базе KazanExpress, приобретен в ноябре 2023 года

* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Выплата дивидендов не гарантирована; *** Достижение прогнозных показателей не гарантировано
Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН



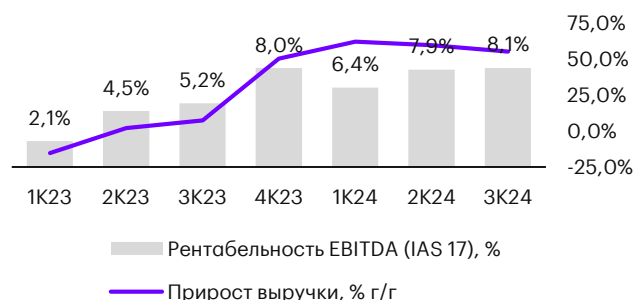
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 460 руб.*



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 200 руб.*

- Новая стратегия «Ленты» направлена на развитие малых форматов. В результате приобретения сети «Монетка» (сделка состоялась в октябре 2023 года) продажи формата «магазины у дома» превысили 30% от общей выручки «Ленты».
- **За счет интеграции «Монетки», а также развития традиционных для группы форматов «Лента» смогла существенно улучшить динамику сопоставимых продаж и показателей прибыли.**
- За 9 месяцев 2024 года рентабельность EBITDA группы составила 7,5% против 4,0% годом ранее, рентабельность чистой прибыли — 2,5% против отрицательного значения (-0,5%) годом ранее.
- Укрепление позитивной динамики финансовых показателей способствует пересмотру рынком инвестиционного кейса и оценки «Ленты».
- Сопоставимая (LfL) посещаемость магазинов компании снижается уже 12 кварталов подряд, а темп роста потребительской корзины существенно уступает динамике инфляции.
- Такая ситуация может указывать на сложности стратегического характера на фоне роста конкуренции с жесткими дискаунтерами и маркетплейсами.
- **Мы с осторожностью смотрим на перспективы Fix Price. Продолжение спада посещаемости может негативно сказаться на ее инвестиционном кейсе.**
- Поддержку акциям Fix Price, на наш взгляд, может оказать решение по выплате дивидендов. Чистая денежная позиция компании на сентябрь 2024 года составляла 19,7 млрд рублей, что теоретически позволяет ей выплатить порядка 25 руб. на акцию.**

Темп прироста ключевых форматов «Ленты»



Приобретения «Ленты» в результате интеграции «Монетки»

~2,1 тыс. магазинов

Преимущественно в формате «у дома» на Урале и в Западной Сибири

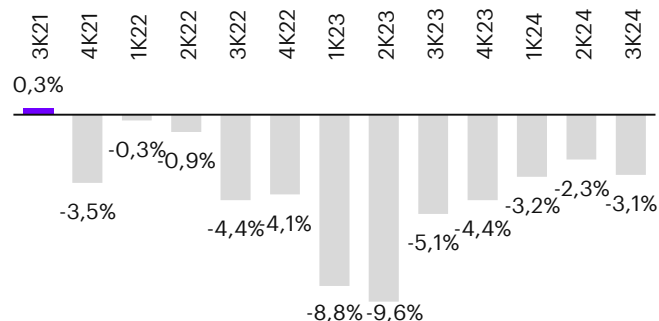
~600 тыс. кв. м.

Торговая площадь магазинов, +35% к общей площади группы

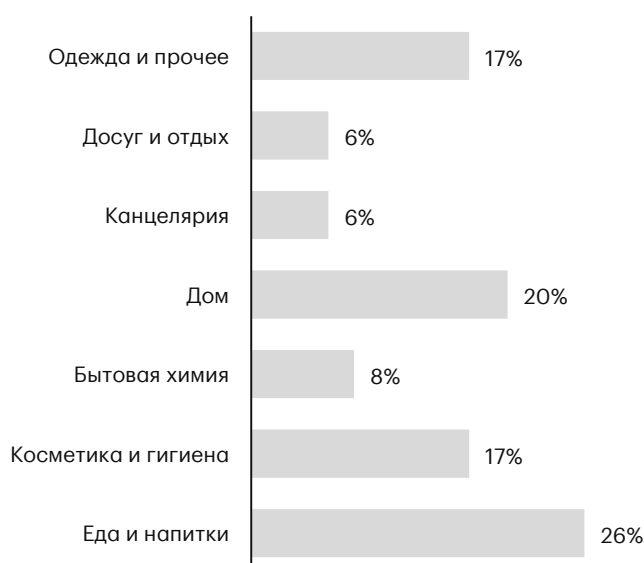
Синергия

- Экспертиза в малых форматах
- Улучшение условий закупки
- Объединение корпоративных процессов
- Усиление потенциала региональной экспансии

Поквартальная динамика LfL посещаемости, % г/г



Структура выручки по итогам 2023 года по категориям товаров — в значительной части ассортимента Fix Price, на наш взгляд, может испытывать конкуренцию со стороны онлайн-маркетплейсов



* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН



Ниже рынка; ЦЕЛЬ — 25 руб.*

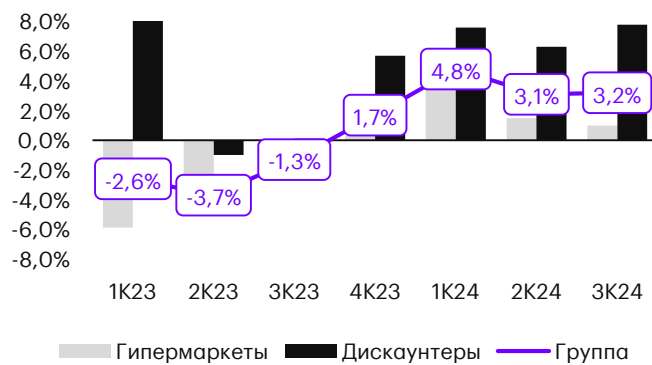


Выше рынка; ЦЕЛЬ — 770 руб.*

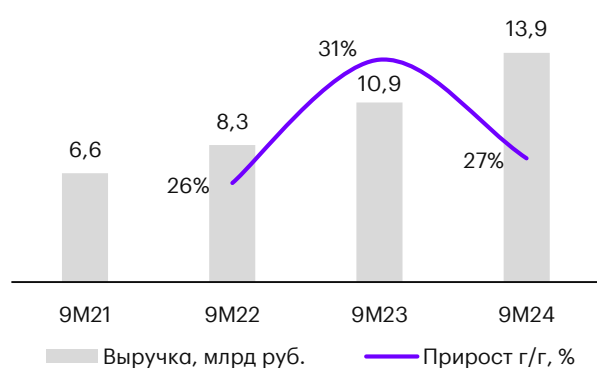
- **Факторы давления на инвестиционный кейс О'Кей — слабый рост и высокая долговая нагрузка.**
- Henderson демонстрирует наиболее низкий прирост сопоставимых продаж среди публичных продуктовых ритейлеров: 4% за 1П24 против 15% у X5 Group, 11% у «Магнита» и 16% у «Ленты».
- Долговая нагрузка вынуждает О'Кей приостановить расширение сети для оптимизации расходов, что сдерживает рост продаж, хотя EBITDA в моменте растет (+35% г/г за 1П24).
- **Мы сохраняем осторожный взгляд на О'Кей, учитывая стагнацию формата гипермаркетов и усиление конкуренции среди дискаунтеров.**

- Henderson — один из крупнейших ритейлеров мужской одежды в России, согласно данным INFOLine. Уход иностранных конкурентов, которые, по оценкам компании, ранее занимали более 50% в ее сегменте, помог ей усилить рыночные позиции.
- **Стратегия Henderson подразумевает переоткрытие салонов в новом дизайне и с увеличенной торговой площадью, что, по нашим наблюдениям, положительно сказывается на объеме продаж и операционной эффективности.**
- Компания строит новый распределительный центр, ввод которого запланирован на 2026 год, что позволит увеличить пропускную способность складов компании более чем в два раза, повысив ее логистическую эффективность.

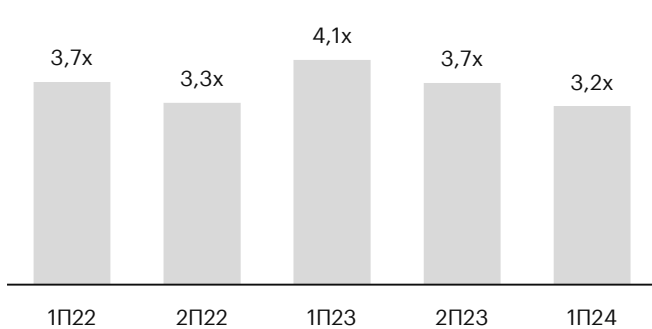
Динамика сопоставимых (LfL) продаж, рост г/г



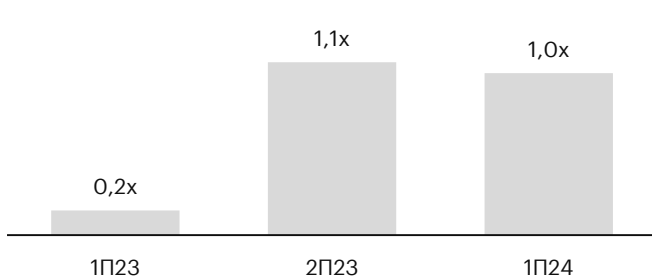
Динамика выручки Henderson, % г/г



Динамика отношения чистого долга к LTM EBITDA



EBIT относительно процентных расходов



Стратегия Henderson

- Переоткрытия в новых форматах
- Рост операционной эффективности
- Рост площади салонов (до 350-700 м²)
- Открытие нового РЦ в 1К26
- Развитие омниканальной сети
- Переокупающий темп роста онлайн-выручки

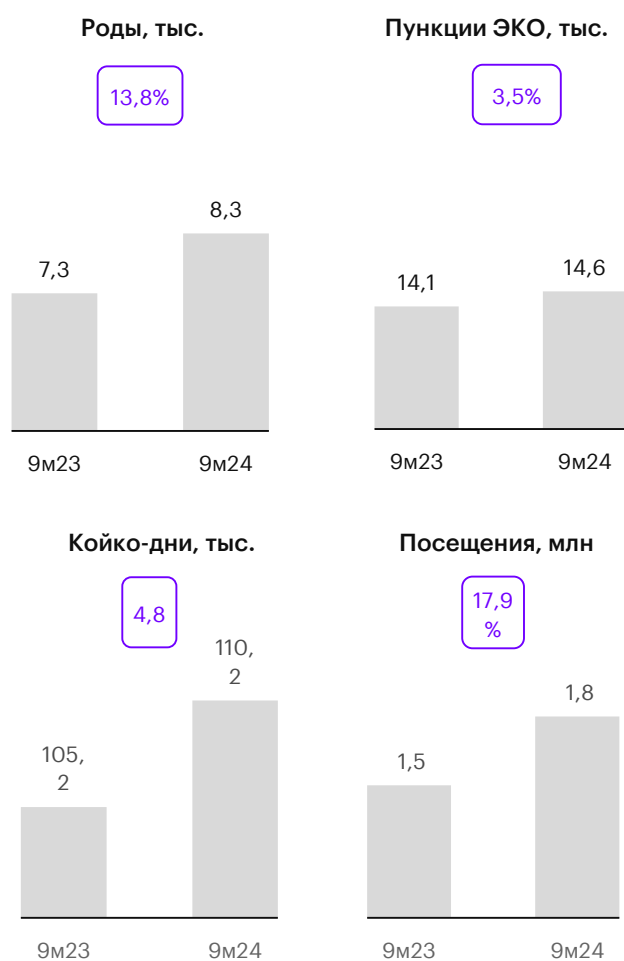
* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат
Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 090 руб.*

- «Мать и дитя» стабильно демонстрирует высокие темпы увеличения выручки и EBITDA (СГТП >17% в 2013-2023 гг.), а фактическое отсутствие долга позволяет ей платить, на наш взгляд, достойные дивиденды.**
- Рост реальных доходов населения способствует повышению спроса на высококачественную медицину и услуги «Мать и дитя», а текущий уровень загрузки учреждений дает ей пространство для роста органических показателей.
- В 2025-2026 гг. «Мать и дитя» планирует запустить два новых госпиталя и ряд клиник, что должно дополнительно поддержать рост выручки. При этом компания намерена придерживаться исторических показателей прибыльности.
- По нашим расчетам, в следующие 12 месяцев «Мать и дитя» сможет выплатить дивиденды в размере 80-100 рублей на акцию, даже с учетом потенциальных потребностей в капитальных затратах.**

Прирост ключевых операционных показателей «Мать и дитя» в натуральном выражении, % г/г



Планы строительства на 2025-2026 гг.:



Запуск госпиталей в медицинском кластере «Лапино»...



...и в Домодедово



А также клиники в Москве и других регионах

* Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: данные компании, «Интерфакс», оценки АТОН



Финансовый сектор

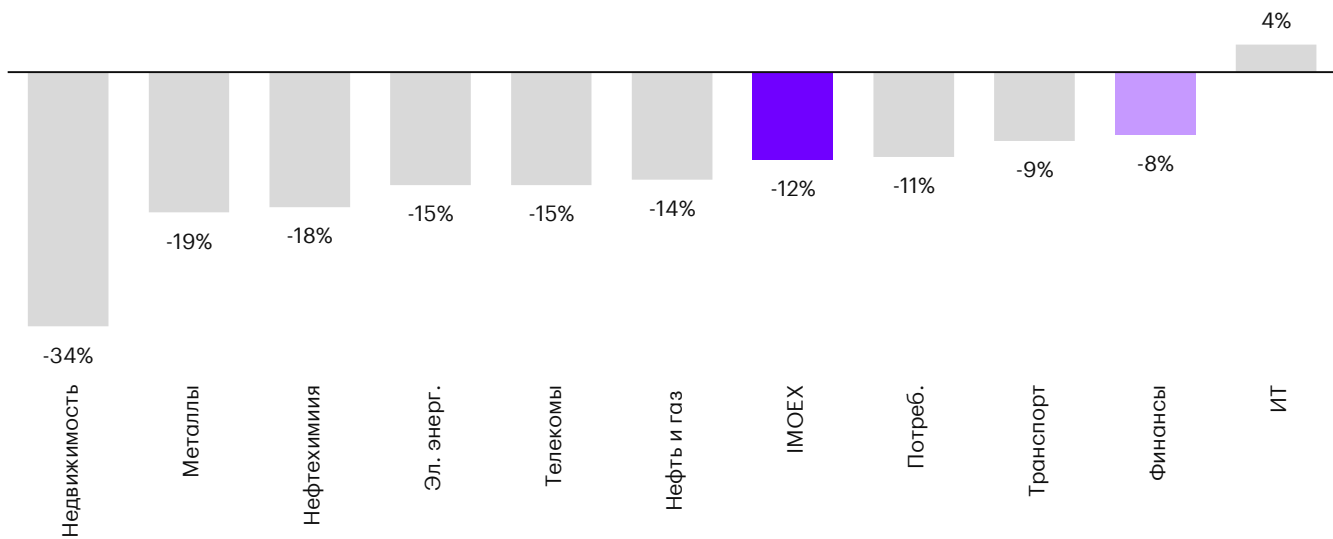
Финансовый сектор: испытание ставкой

2024: год уходящий

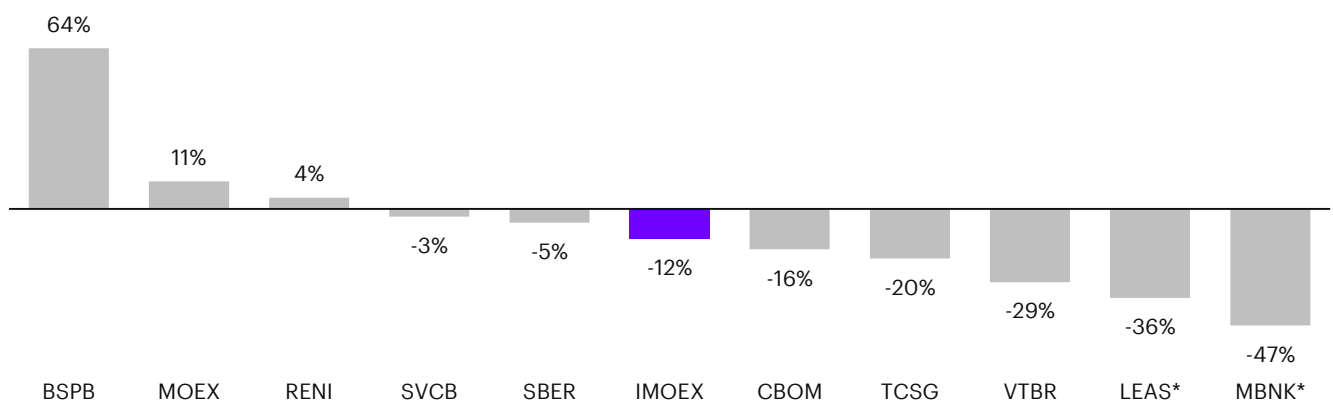
На наш взгляд, 2024 год был для банковского сектора сложным, но в целом успешным. Несмотря на относительно высокий уровень ключевой ставки, темпы роста кредитования достигли рекордных значений, и «охлаждение» этого рынка идет медленно. По итогам 2024 года ЦБ прогнозирует рост корпоративного кредитного портфеля банков в годовом сравнении на 17-20%, розничного — на 12-15%. За счет выдачи новых кредитов качество кредитных портфелей банков стабильно улучшается, а доля «плохих долгов» (кредитов с просрочкой 90 дней и более) стремится к историческому минимуму 3%. Стоимость риска (cost of risk) у крупнейших публичных банков также оставалась на низком уровне. В результате мы ожидаем, что совокупная чистая прибыль банковской системы по итогам года может превысить показатели 2023 года на 3-7% и составить около 3,5 трлн рублей.

Одной из ключевых проблем банков в 2024 году, по нашему мнению, стала потребность в эффективном распределении капитала, нехватку которого ощутили многие банки на фоне быстрого роста активов и ужесточения макропруденциальных мер ЦБ. Эта проблема, на наш взгляд, сохранится и в 2025 году. Что касается динамики акций, финансовый индекс Московской биржи (MOEXFN) с начала года упал на 8%, что лучше динамики сводного индекса Мосбиржи (IMOEX, -12%). По сути, финансовый индекс показал второй лучший результат после индекса ИТ (+4%). Однако динамика включенных в индекс публичных финансовых компаний была разной. Опередили индекс акции финансовых институтов, которые меньше других страдают от высокой ключевой ставки (Банк СПБ, «Ренессанс Страхование», «Сбер»). И наоборот, динамика слабее индекса наблюдалась у компаний, испытывающих сильное негативное влияние высокой ключевой ставки.

Динамика акций финансового сектора чуть лучше, чем динамика сводного индекса...



...однако динамика акций отдельных компаний финансового сектора разная



Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН

*Данные по изменению цены с момента IPO: Европлан (29.03.2024 г.) и МТС банк (26.04.2024 г.)

Финансовый сектор: наш взгляд

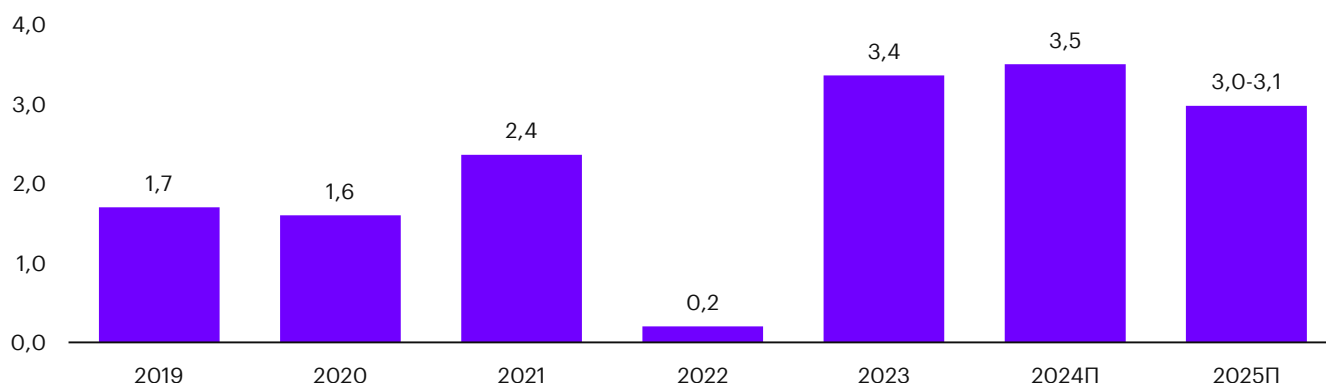
Мы полагаем, что 2025 год будет более сложным для банковского сектора по ряду причин:

- Ключевая ставка остается выше 20% и, по прогнозам ЦБ, в течение 2025 года будет составлять в среднем 17-20%. Столь длительный период высоких ставок в российской экономике наблюдается впервые за более чем 20 лет. ЦБ ожидает, что высокая ставка охладит экономику и замедлит темпы роста корпоративного кредитования до 8-13% г/г, а розничного — до 6-11% г/г.
- Мы ожидаем, что качество кредитных портфелей банков начнет ухудшаться, поскольку многим компаниям с высокой долговой нагрузкой может потребоваться реструктуризация. В связи с этим банки, вероятно, увеличат объем резервов не только из-за ухудшения качества кредитов, но и ввиду замедления роста экономики.
- Высокая инфляция и дефицит кадров, особенно ИТ-специалистов, спрос на которых со стороны банков неуклонно растет, могут вызвать ускоренный рост операционных расходов.
- Некоторые банки могут столкнуться с сокращением чистой процентной маржи. Это вполне вероятно в условиях дорогого фондирования (депозиты), которое привлекается не только как источник для кредитования, но и в целях соблюдения важного норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ, норматив ЦБ Н26). Кроме того, не все банки, на наш взгляд, способны привлекать дорогие депозиты и эффективно трансформировать их в дорогие кредиты, сохраняя свою маржу. Эта проблема в большей степени может касаться средних банков, имеющих ограниченные возможности по размещению средств. При этом в условиях конкуренции такие банки тем не менее должны поддерживать ставки по депозитам на уровне рыночных.

- В течение 2025 года ЦБ возвращает антициклическую [надбавку](#) в 0,5% к нормативам достаточности капитала Н1.0 и Н20.0 (сверх уже действующей надбавки) для системно значимых банков, что повысит их минимальный уровень для этих банков до 8,75%. Этот фактор может также сдерживать банки в вопросе расширения кредитования.
- В случае если высокая ключевая ставка не сможет существенно замедлить рост корпоративного кредитования, ЦБ [рассматривает](#) возможность введения специальных надбавок к корпоративным кредитам по аналогии с розничным кредитованием, что потребует от банков использования дополнительного капитала. В частности, ЦБ планирует устанавливать для банков макропруденциальные надбавки по новым кредитам и облигациям крупных корпоративных заемщиков с высоким уровнем долговой нагрузки. Крупными будут считаться заемщики, консолидированный долг которых превышает 2% от капитала банковского сектора, который на 1 октября 2024 года составляет 16,6 трлн рублей.

Мы полагаем, что совокупная прибыль банковского сектора в 2025 году может снизиться по сравнению с 2024 годом. В частности, мы пока не ждем существенного роста чистой прибыли у «Сбера», ВТБ, Банка «Санкт-Петербург», Совкомбанка, МТС Банка и МКБ. Увеличение прибыли мы прогнозируем у «Т-технологий» — эта компания является одним из наших фаворитов в секторе на 2025 год.

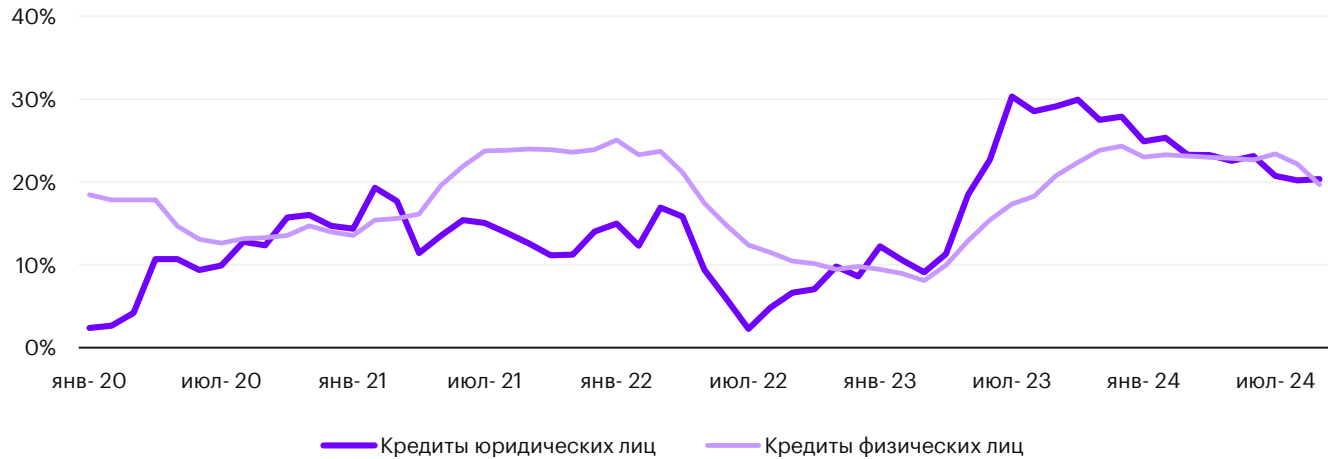
Консолидированная доналоговая прибыль банковского сектора, трлн руб.



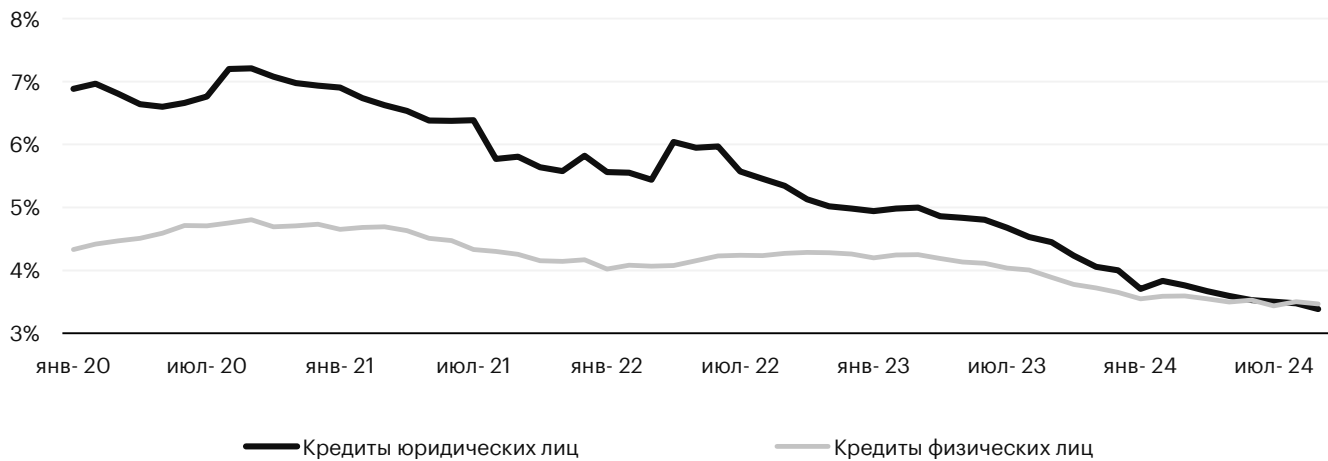
Источник: данные ЦБ, прогнозы АТОН

Финансовый сектор в графиках

Динамика прироста кредитов в банковском секторе г/г %



Доля «плохих кредитов» в структуре кредитных портфелей банков



Финансовый сектор вне банков

В отличие от банков, компании, работающие в других сегментах финансового рынка, могут успешно пройти 2025 год. В частности, высокая ключевая ставка положительно сказывается на динамике процентных доходов Московской биржи. Высокие ставки также стимулирует спрос на страховые продукты, в частности, на инвестиционное страхование жизни (ИСЖ), которое позволяет зафиксировать высокую доходность на 3-5 лет. При этом единственной ликвидной страховой компанией на российском рынке акций остается «Ренессанс Страхование», которая является одним из наших фаворитов в секторе благодаря высоким темпам роста и регулярным дивидендным выплатам в предыдущие годы.

Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН

Методология оценки компаний финансового сектора

Для оценки акций компаний сектора мы используем модели дисконтированных дивидендов и целевого мультипликатора P/BV. В основу оценки мы закладываем нормализованный долгосрочный уровень возврата на капитал (ROE), который у компаний сектора варьируется от 15% до 40%. В расчете стоимости капитала (cost of equity) мы используем безрисковую ставку на уровне 17,0%, что соответствует текущей доходности долгосрочных ОФЗ, и премию за инвестиции в акции в размере 7%. Кроме того мы добавляем 1-3% дополнительной доходности с учетом возможных рисков, например, низкой ликвидности или сильной волатильности доходов. Долгосрочный темп прироста прибыли мы прогнозируем на уровне номинального прироста ВВП в 6%. Таким образом, расчетный целевой мультипликатор P/BV у компаний сектора находится в диапазоне от 0,38 (ВТБ) до 1,3 (Т-Технологии).

Расчет мультипликаторов акций финансового сектора

Компания	Тикер	24П P/E	25П P/E	24П P/B	25П P/B	ROE 2024П
Т - Технологии	T	5,2	4,7	1,2	1,0	34,2%
Европлан	LEAS	4,7	3,9	1,4	1,2	32,7%
МосБиржа	MOEX	6,0	6,8	3,1	3,6	30,2%
Банк СПБ	BSPB	3,2	3,6	0,8	0,7	27,2%
Совкомбанк	SVCB	4,5	4,6	0,8	0,7	24,6%
Сбер	SBER	3,6	3,4	0,8	0,7	23,1%
ВТБ	VTBR	1,9	2,8	0,3	0,3	19,1%
Рен. Страхование	RENI	6,4	3,6	1,0	0,9	17,3%
МТС - Банк	MBNK	3,4	3,3	0,5	0,4	16,0%
МКБ	CBOM	6,4	6,1	0,6	0,6	10,5%
Медиана		4,2	3,8	0,8	0,7	23,8%

Компания	Рын. кап-я, млрд руб.	Текущая цена, руб. за акцию*	Целевая цена, руб. за акцию**	Потенциал роста	Рейтинг***	Дивиденд на акцию в след. 12 месяцев****	Див. Доходность****
Сбер	5 785	256	320	25%	Выше рынка	36	14%
ВТБ	872	80	100	25%	Ниже рынка	—	—
Т-Технологии	692	2 573	3 450	34%	Выше рынка	150	5,8%
Мосбиржа	479	211	240	14%	Нейтрально	23	10,9%
Совкомбанк	275	13,3	15	13%	Нейтрально	0,7	5,2%
Банк Санкт-Петербург	161	352	360	2%	Нейтрально	50	14,2%
Европлан	74	613	720	18%	Нейтрально	75	12,2%
Ренессанс Страхование	55	98	140	43%	Выше рынка	7	7,1%
МТС-Банк	48	1 400	1 700	21,4%	Нейтрально	105	7,5%

Источник: данные Московской биржи, расчеты АТОН

*Цена указана на закрытие рынка 8 ноября 2024 года

**Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат;

*** не является инвестиционной рекомендацией;

**** дивиденды являются оценочными и не гарантируются

Сравнительная оценка финансовых организаций

Компания	Страна	Кап-ция, \$ млн	P/BV		P/E		ROE		Див. дох-сть, %
			24П	25П	24П	25П	24П	25П	24П
KBC	Бенилюкс	31 702	1,25	1,18	8,95	9,00	14,10	13,16	6,73
Deutsche Bank	Германия	34 210	0,48	0,44	7,69	5,82	5,97	7,56	4,18
Commerzbank	Германия	21 311	0,65	0,59	8,21	7,22	7,60	8,21	3,10
BNP Paribas	Франция	76 860	0,62	0,59	6,64	6,24	9,55	9,50	7,56
Credit Agricola	Франция	47 201	0,66	0,63	7,02	6,97	9,54	9,28	7,53
Alpha Bank	Греция	3 630	0,45	0,42	4,45	4,55	10,05	9,62	7,06
EFG Eurobank	Греция	7 814	0,77	0,72	5,07	5,59	16,38	13,68	7,08
Intesa Sanpaolo	Италия	79 322	1,20	1,16	8,52	8,18	14,06	14,17	8,19
Unicredit	Италия	76 028	1,12	1,04	7,49	7,25	14,93	14,29	5,46
Banco Santander	Испания	77 955	0,77	0,70	6,09	5,82	12,11	10,55	4,63
Bankinter	Испания	7 682	1,21	1,13	7,63	8,09	16,53	14,49	6,60
Banco Sabadell	Испания	11 108	0,69	0,66	6,51	6,67	11,12	10,20	8,96
BCP	Португалия	7 460	1,04	0,99	3,27	7,43	13,69	13,37	6,62
Nordea bank	Швеция	41 499	1,19	1,14	7,53	7,93	16,02	14,60	8,92
Swedbank	Швеция	23 437	1,18	1,13	7,66	8,58	15,79	13,44	7,30
Barclays	Британия	45 752	0,60	0,54	7,07	6,05	8,49	9,09	3,53
HSBC	Британия	169 020	0,76	0,71	5,56	5,61	13,86	12,69	8,69
Lloyds Banking Group	Британия	43 437	0,87	0,82	8,06	7,61	10,40	10,17	5,66
Natwest Group	Британия	41 674	0,94	0,88	8,03	7,67	12,00	11,63	4,84
Citigroup	США	118 951	0,61	0,57	10,47	8,55	6,06	6,99	3,52
Bank of America	США	317 120	1,16	1,09	12,76	11,24	9,42	10,03	2,43
Wells Fargo	США	212 089	1,27	1,20	11,92	11,49	11,03	10,55	2,37
Mizuho Financial Group	Япония	54 124	0,83	0,78	12,08	10,37	7,32	7,86	3,10
Mitsubishi UFJ	Япония	131 530	1,02	0,92	13,40	11,64	8,00	8,28	2,55
Средняя			0,89	0,83	8,00	7,73	11,42	10,98	5,69

Источник: данные банков, Tradingview, оценки и расчеты АТОН

Финансовый сектор в графиках

Структура активов банковского сектора, 1П2024



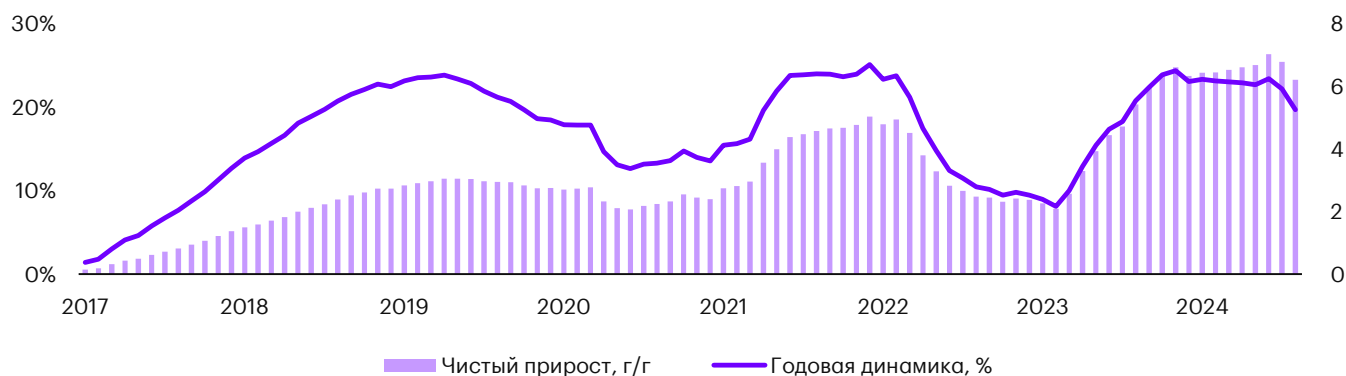
- Денежные средства и их эквиваленты
- Обязательные резервы в Банке России
- Межбанковские кредиты
- Ценные бумаги
- Участие в уставных капиталах
- Кредитный портфель
- Прочие активы

Структура обязательств банковского сектора, 1П2024

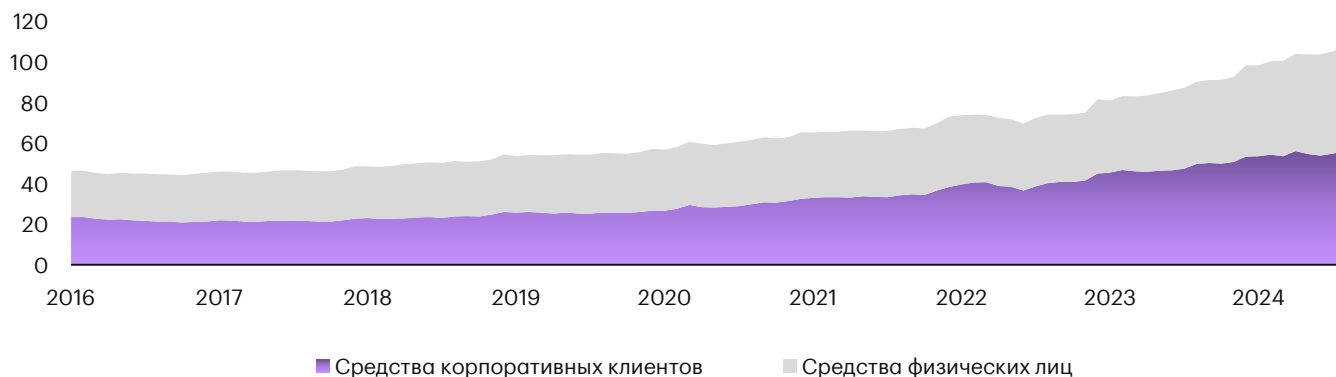


- Кредиты от Банка России
- Средства банков
- Государственные средства
- Средства клиентов
- Выпущенные долговые ценные бумаги
- Субординированный долг
- Прочие обязательства

Чистый прирост и динамика кредитования физических лиц, трлн руб.



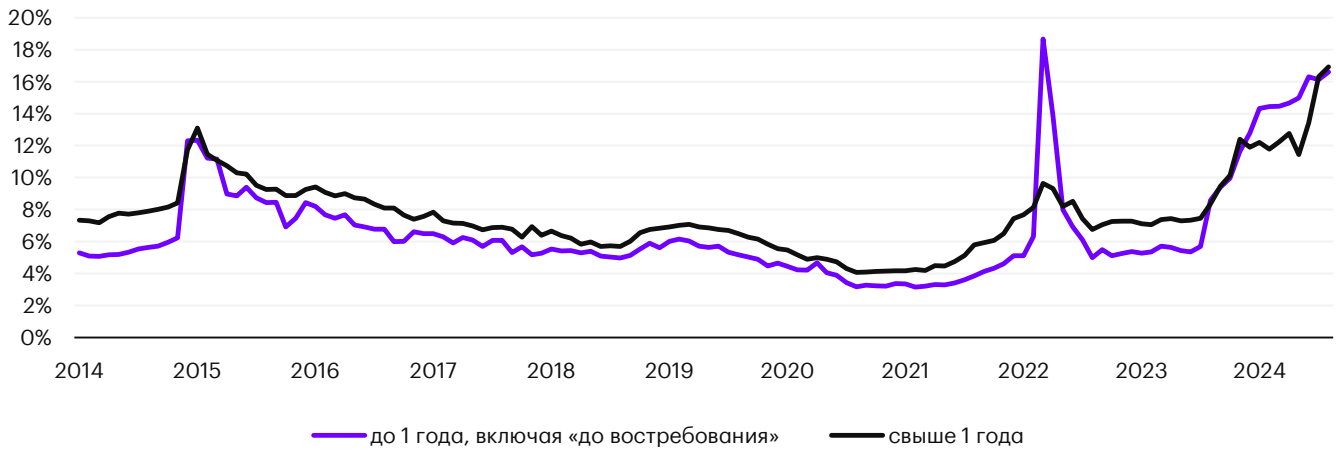
Структура и динамика средств (депозитов) клиентов банков, трлн руб.



Источник: данные ЦБ, расчеты АТОН

Ставки в движении: изменения кредитных и депозитных ставок

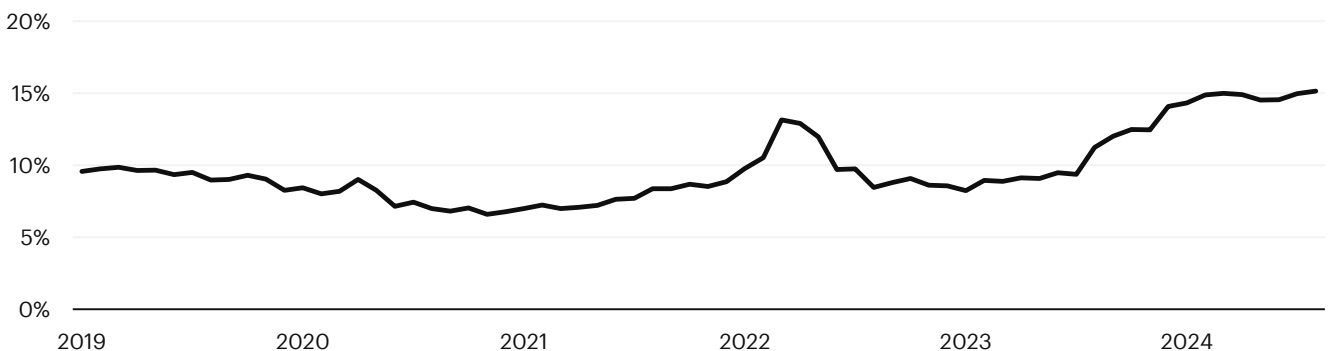
Динамика процентных ставок по депозитам физических лиц, %



Динамика процентных ставок по кредитам физических лиц, %

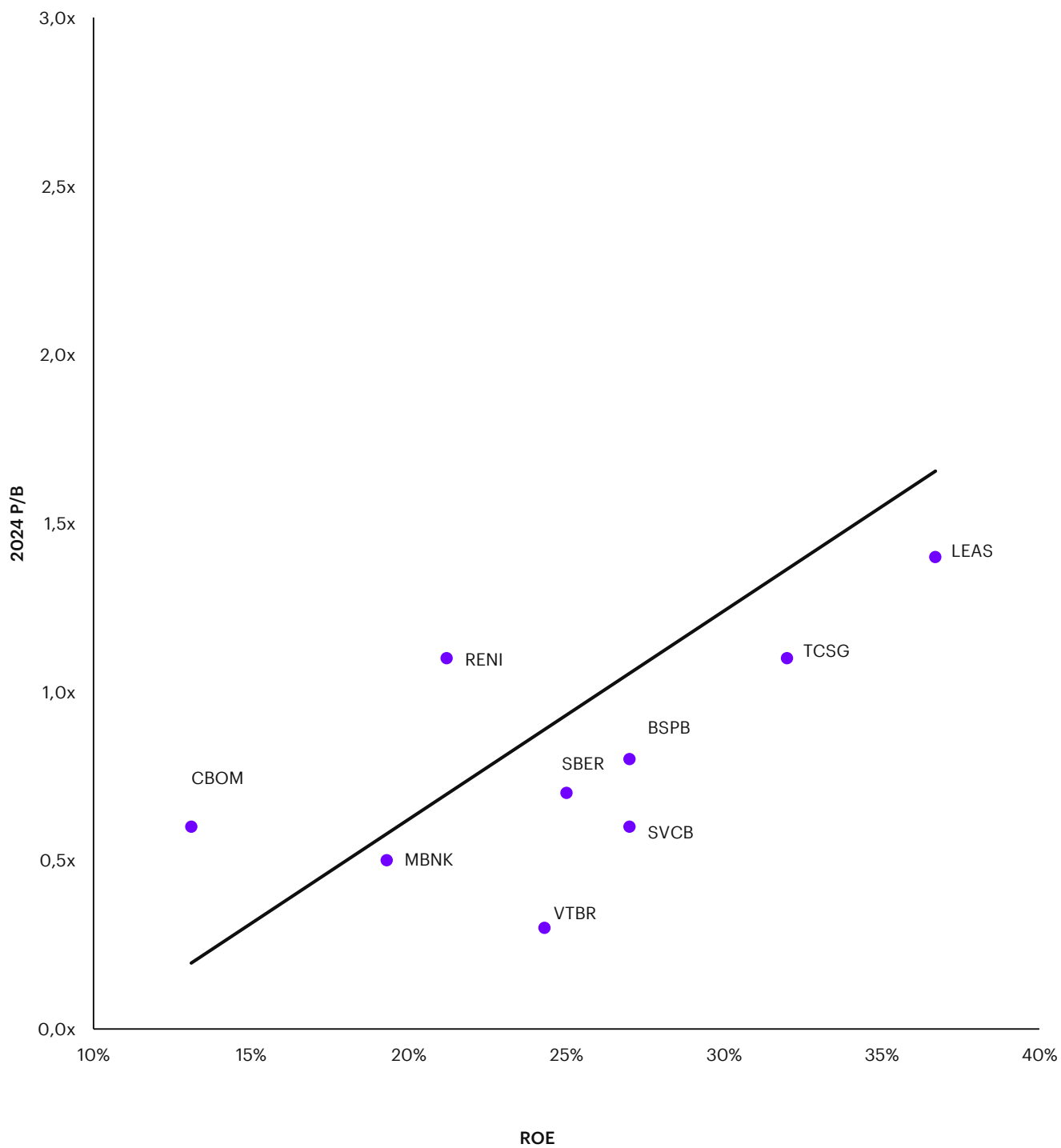


Динамика ставок по корпоративным кредитам (свыше года), %



Источник: данные ЦБ

Регрессионный анализ зависимости мультипликатора P/BV от ROE (1П2024)



Профили финансовых компаний

СБЕР: ЦЕЛЬ: 320 РУБ.;**
РЕЙТИНГ: ВЫШЕ РЫНКА***

ВТБ: ЦЕЛЬ: 100 РУБ.;**
РЕЙТИНГ: НИЖЕ РЫНКА***

Наше мнение

С точки зрения долгосрочных инвестиций (более года) акции «Сбера» являются одним из наших фаворитов на российском рынке акций. Банк на протяжении многих лет демонстрирует стабильно высокие результаты: значительную рентабельность капитала (показатель ROE за 9 месяцев 2024 года составил 25,2%), устойчивую чистую процентную маржу (5,9% за 9 месяцев 2024 года), а также рост активов и прибыли. Вместе с тем мы опасаемся, что в 2025 году кредитное качество заемщиков банка может ухудшиться на фоне высоких процентных ставок. В этом случае «Сбер» может увеличить отчисления в резервы, что может привести к снижению чистой прибыли и ROE по сравнению с 2024 годом.

Драйверы роста

- Инвестиция в акции «Сбера», на наш взгляд, — это ставка на дальнейший устойчивый рост российской экономики.
- Формирование тренда на снижение ключевой ставки ЦБ (по нашему мнению, это может произойти в 2025 году) также должно способствовать росту акций банка, поскольку это будет стимулировать спрос на кредиты и приведет к снижению ставки дисконтирования.

Наше мнение

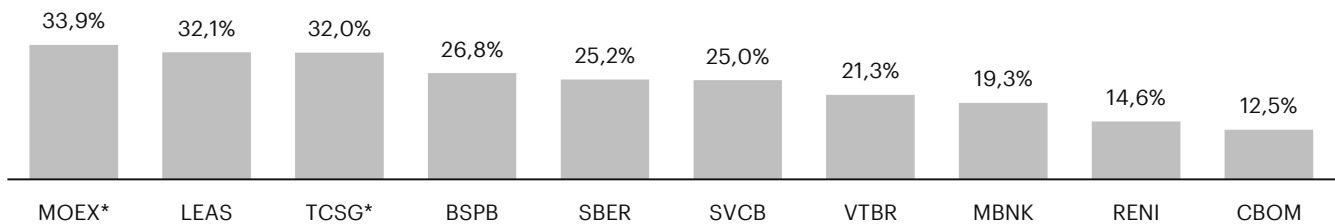
По размеру активов Группа ВТБ почти в два раза меньше «Сбера», но по величине рыночной капитализации уступает ему в 5,5 раза. Это связано с тем, что у ВТБ все еще относительно слабые финансовые показатели, в частности, низкая чистая процентная маржа (1,8% в 3-м квартале 2024) и ограниченная достаточность капитала (9,1% по нормативу Н20 при регуляторном минимуме 8,25%). Высокий уровень ключевой ставки оказывает давление на доходы банка, поскольку удорожает стоимость его пассивов. Доходы от небанковской деятельности и разовые торговые операции занимают существенную долю в общих доходах группы (около 30% в 2024П году). В этой ситуации будущие доходы банка могут быть достаточно волатильными и труднопрогнозируемыми.

Драйверы роста

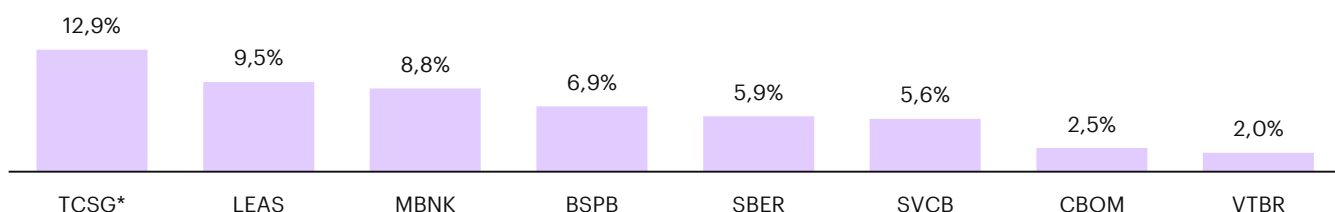
Переход ЦБ к снижению ключевой ставки может стать важной предпосылкой для роста акций банка за счет улучшения его процентной маржи и стимулирования кредитования.

Согласно [стратегии](#) до 2026 года, ВТБ прогнозирует постепенное восстановление чистой процентной маржи до 3,2%, что может позитивно сказаться на результатах банка, а в случае достижения прогнозируемых показателей — и на его капитализации.

Рентабельность капитала (ROE) финансовых организаций за 9 месяцев 2024 года, %



Чистая процентная маржа (NIM) финансовых организаций, за 9 месяцев 2024 года, %



* Данные за 6 месяцев 2024 года; ** Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; *** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией

Профили финансовых компаний

«Т-Технологии»: ЦЕЛЬ: 3 450* руб.;
РЕЙТИНГ: ВЫШЕ РЫНКА**

Наше мнение

«Т-Технологии» является одним из наших фаворитов не только в финансовом секторе, но и на всем российском фондовом рынке. Холдинг объединяет универсальный банк («Т-Банк»), страховую, лизинговую, брокерскую и управляющую компании, MVNO-оператора, а также ряд других направлений финансового бизнеса. В совокупности они обслуживают более 45 млн клиентов, что делает «Т-Технологии» вторым крупнейшим финансовым холдингом после «Сбера» в России. Мы думаем, что столь обширная клиентская база дает компании возможность кратно масштабировать бизнес в следующие 3-5 лет, в том числе за счет увеличения количества проданных продуктов на одного клиента.

Драйверы роста

1. Успешная интеграция Росбанка в структуру холдинга и повышение уровня ROE всего холдинга до 30%+ к 2025-2026 гг. — одна из ключевых задач «Т-Технологий». На наш взгляд, холдинг успешно справляется с этой задачей, оптимизируя расходы Росбанка, оперативно сокращая менее доходные кредиты и направляя высвобождающийся капитал в более доходные проекты;
2. Дальнейшее успешное развитие некредитных продуктов, доля которых уже превышает 50% в общих доходах холдинга. Многие из этих продуктов способны генерировать ROE значительно выше 30%.

Совкомбанк: ЦЕЛЬ: 15* руб.;
РЕЙТИНГ: НЕЙТРАЛЬНО**

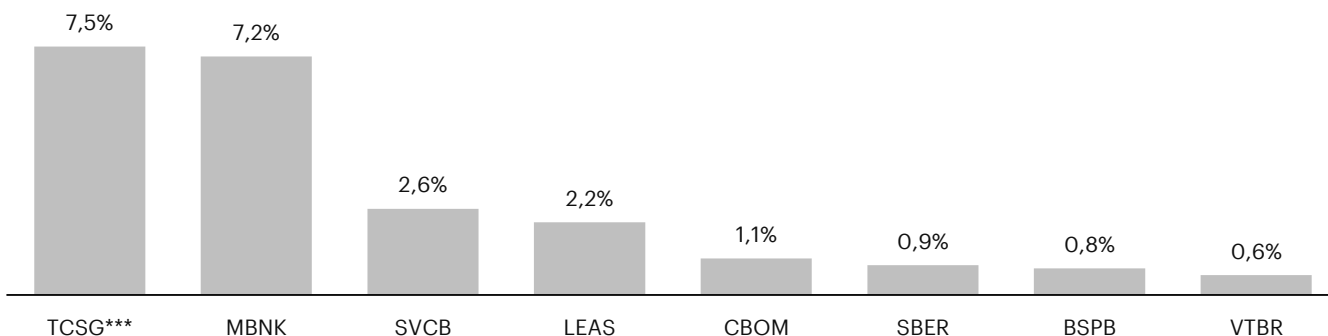
Наше мнение

Бизнес-модель Совкомбанка включает три ключевых направления: классические банковские услуги по кредитованию физических и юридических лиц (Совкомбанк — универсальный системно значимый банк, который занимает 8-е место в России по размеру активов); быстро развивающиеся финансовые услуги, такие как страхование, управление активами и лизинг; а также крупные разовые сделки, связанные с покупкой финансовых активов (M&A) и биржевыми операциями, которые могут значительно влиять на размер чистой прибыли группы. Диверсификация бизнеса позволяет группе в долгосрочной перспективе опережать динамику финансового сектора в целом — за последние пять лет (2019-24) группа продемонстрировала среднегодовой прирост активов на уровне 30% (против 16% по банковскому сектору в целом) и медианный показатель рентабельности капитала (ROE) в размере 27%. Однако практика разовых сделок делает чистую прибыль волатильной и труднопредсказуемой в среднесрочной перспективе. Поэтому мы рассматриваем акции Совкомбанка как более привлекательные для долгосрочного инвестирования. Кроме того, топ-менеджмент банка является его крупнейшим акционером и потому заинтересован в росте рыночной стоимости.

Драйверы роста

Совкомбанк имеет большой опыт и экспертизу в покупке финансовых компаний и банков (M&A), что в итоге создает дополнительную стоимость для его акционеров. В частности, в настоящее время компания находится в процессе консолидации Хоум Банка (30-е место по размеру активов). Кроме того, Совкомбанк проявляет интерес к приобретению компаний в сегментах страхования и лизинга.

Стоимость риска (CoR) финансовых компаний за 9 месяцев 2024 года, %



* Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; **не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; ***данные за 6 месяцев 2024 года

Профили финансовых компаний

Московский кредитный банк
РЕЙТИНГ: БЕЗ РЕЙТИНГА

Наше мнение

Московский кредитный банк (МКБ) — универсальный банк, входящий в список системно значимых финансовых институтов и занимающий шестое место в России по размеру активов. Бизнес-модель банка ориентирована на обслуживание корпоративных клиентов (55% операционных доходов за 9 месяцев 2024 года), розничный сегмент обеспечивает 20% доходов, а оставшиеся 25% приходятся на инвестиционный бизнес и казначейские операции. Банк характеризуется умеренной достаточностью капитала (Н1.0 составил 10,8% на 30 сентября 2024 года) и стабильным уровнем чистой процентной маржи (2,5-2,8%). Среднегодовой темп роста (СГТП) кредитного портфеля за 2020–24 годы составляет 30%. Однако рентабельность капитала (ROE) банка снижается и за 9 месяцев 2024 года составила всего 12,5%, что в основном связано с переоценкой портфеля ценных бумаг на фоне роста процентных ставок.

Драйверы роста

На данный момент явных драйверов роста акций МКБ мы не видим. Считаем, что банку будет сложно значительно увеличить ROE в ближайшие годы. Рост ключевой ставки оказывает скорее нейтральное влияние на банковскую маржу, так как большинство корпоративных кредитов выдано по плавающей ставке. Потенциальными драйверами роста могут стать представление инвесторам долгосрочной стратегии развития и возврат к стабильной выплате дивидендов.

«Европлан»: ЦЕЛЬ: 720* руб.;
РЕЙТИНГ: НЕЙТРАЛЬНО**

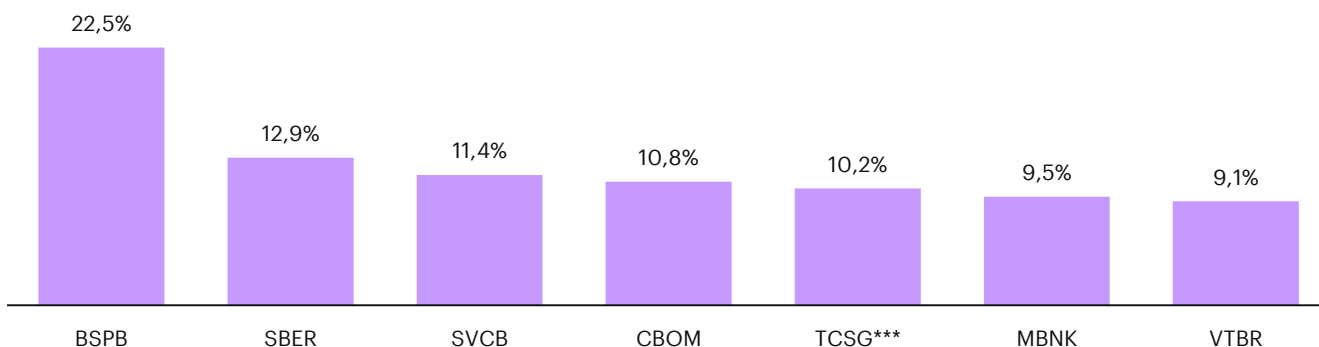
Наше мнение

«Европлан» — одна из крупнейших автолизинговых компаний в России, предоставляющая полный комплекс услуг лизинга автомобилей. Исторически компания демонстрировала сильные операционные и финансовые показатели, добившись, в частности, высокого показателя ROE за 9 месяцев 2024 — 32%. С учетом высоких темпов прироста нового бизнеса, который опережает динамику рынка автомобильного лизинга, исторически хороших дивидендов и привлекательной оценки акций нам нравится инвестиционный кейс компании в долгосрочной перспективе. Вместе с тем текущие высокие процентные ставки могут привести к снижению объемов рынка в 2025, что, скорее всего, ухудшит результаты «Европлана». Кроме того, мы отмечаем возможность роста конкуренции в этом сегменте рынка, что может привести к снижению ROE компании. Мы можем улучшить рейтинг по компании до «Выше рынка», если наши опасения относительно прогнозов на 2025 год не подтвердятся. Мы считаем, что это будет видно уже в первой половине следующего года.

Драйверы роста

1. Возможное увеличение спроса на лизинговые услуги на фоне ожидаемого снижения процентных ставок и роста экономической активности.
2. Развитие лизинга в сегменте легковых автомобилей, уровень проникновения которого значительно ниже, чем в грузовом сегменте.
3. Реализация программ господдержки автопрома через субсидирование ставок на лизинг автомобилей.

Показатель Н1.0 публичных банков РФ, за 9 месяцев 2024 года, %



* Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; *** Данные за 6 месяцев 2024 года

Профили финансовых компаний

Московская биржа: ЦЕЛЬ: 240* руб.;
РЕЙТИНГ: НЕЙТРАЛЬНО**

Наше мнение

Мы сохраняем нейтральный взгляд на акции Московской биржи. Очевидно, что рост ключевой ставки должен положительно сказаться на динамике процентных доходов компании. Однако этот эффект частично нивелируется оттоком клиентских остатков, хранящихся на бирже, часть из которых биржа инвестирует. Так, по данным [отчетности](#) по МСФО за 1-е полугодие 2024 года, с начала года клиентские остатки сократились на 27%, потому что участникам рынка выгодно хранить свои средства в других местах, например, банках. Кроме того, из-за санкций, наложенных на биржу, прекратилась биржевая торговля долларом и евро, а также сократились объемы торгов юанем и валютными деривативами. В результате, по нашим оценкам, биржа теряет около 8% от совокупных доходов. Кроме того, у нас вызывает беспокойство стремительный рост операционных расходов (+111% г/г во 2-м квартале 2024) компании, эффективность которых для нас не выглядит очевидной.

Драйверы роста

На фоне снижения доходов от торговли валютой другие сегменты биржи демонстрируют стабильный рост, включая доходы от торговли акциями. За 10 месяцев 2024 года объем торгов акциями вырос на 38%, облигациями +3% и инструментами денежного рынка +27%. Активно проходят IPO и размещения облигаций. Ежемесячно открывается около 400 тыс. новых брокерских [счетов](#), а их общее количество уже превысило 33 млн. При этом более 80% счетов остаются неактивными или имеют малые балансы (до 10 тыс. рублей). Мы видим значительный потенциал для роста активности россиян на фондовом рынке, что может способствовать увеличению объемов торгов и комиссионных доходов биржи. Кроме того, на биржу выходят новые эмитенты и финансовые инструменты.

«Ренессанс Страхование»: ЦЕЛЬ: 140* руб.;
РЕЙТИНГ: ВЫШЕ РЫНКА**

Наше мнение

«Ренессанс Страхование» — [единственная](#) ликвидная страховая компания на российском фондовом рынке. Она входит в [топ-10](#) страховых компаний по объему собранных взносов, а ее доля рынка на конец 3-го квартала 2024 составляла около 5,7%. Ключевые факторы инвестиционной привлекательности компании — быстрый рост страхового бизнеса, высокий среднеисторический уровень ROE относительно других публичных финансовых компаний, исторически стабильные дивидендные выплаты и привлекательные рыночные мультипликаторы, по нашим оценкам.

Драйверы роста

Мы отмечаем быстрый рост компании — как органический, так и за счет эффективной стратегии M&A, направленной на укрепление рыночных позиций, особенно в сегменте страхования жизни. По итогам 9 месяцев 2024 общий объем страховых премий группы [увеличился](#) на 38,7% г/г и [составил](#) 118,2 млрд рублей. Мы прогнозируем, что в следующие пять лет (2025-2029) среднегодовой темп роста собранных премий компании составит 21,6% и превысит темпы роста рынка. Изменение процентных ставок оказывает значительное влияние на чистую прибыль компании. По итогам 2024 года мы не ожидаем роста чистой прибыли компании по сравнению с 2023 годом из-за отрицательной переоценки инвестиционного портфеля. Однако в 2025 году ожидаемое снижение ставок может привести к положительной переоценке инвестиционного портфеля компании и росту прибыли до рекордных 15-16 млрд рублей.

* Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией

Профили финансовых компаний

Банк «Санкт-Петербург»: ЦЕЛЬ: 360 руб.*;
РЕЙТИНГ: НЕЙТРАЛЬНО**

Наше мнение

Акции Банка «Санкт-Петербург» можно отнести ко «второму эшелону» по ликвидности и капитализации. За последние несколько лет именно они продемонстрировали наиболее сильную динамику роста среди публичных финансовых компаний.

Причина этого роста, на наш взгляд, — удачная в нынешних условиях бизнес-модель, которая на фоне повышения процентных ставок позволила банку заметно улучшить финансовые метрики, такие как чистая процентная маржа (ЧПМ) и возврат на капитал (ROE). В частности, ЧПМ банка за 9 месяцев 2024 года составила 6,9% по сравнению с 3,9% в 2021 году, а показатель ROE достиг % против 19% в 2021 году. Впрочем, это улучшение в целом уже отражено в цене акций банка, и на данный момент значительного потенциала их дальнейшего роста мы не видим.

Драйверы роста

Значительная доля выданных корпоративных кредитов банка предусматривает плавающую ставку, привязанную к ключевой ставке ЦБ, таким образом, доходы банка защищены от роста ключевой ставки. При этом банк не стремится быстро расти за счет привлечения пассивов, которые сейчас тоже дороги, а предпочитает сдержанное развитие, что позволяет не наращивать депозитную базу и поддерживать сравнительно низкую стоимость фондирования, сохраняя высокую маржинальность бизнеса.

Мы полагаем, что такие благоприятные условия для банка в целом сохранятся, пока ЦБ проводит жесткую ДКП. Однако по мере ожидаемого разворота в динамике процентных ставок мы ожидаем в дальнейшем постепенного ухудшения финансовых метрик банка и возврата его ROE к уровню примерно 20-22%..

* Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией



Транспорт

Транспортный сектор: прогресс в авиации, стагнация в портах, трудности на железной дороге

Сектор авиаперевозок

По данным Росстата, за 9 месяцев 2024 российские авиалинии перевезли 86,2 млн пассажиров (+6,2% год к году). В том числе на внутренних направлениях пассажиропоток увеличился на 2,2% г/г до 65,9 млн, в международном сообщении — на 21,5% г/г до 20,3 млн человек. Мы ожидаем, что по итогам 2024 года общий пассажиропоток российских авиаперевозчиков составит около 110 млн человек (+5% г/г), что все еще на 16% ниже, чем в рекордном 2019 году, когда они перевезли 128 млн человек, но выше, чем предполагает [«Программа развития авиационной отрасли до 2030 года»](#) (104 млн человек). К 2030 году, согласно этой программе, общий пассажиропоток должен вырасти до 121 млн человек, в том числе 97 млн на внутренних рейсах и 24,3 млн — на международных рейсах. Эти цифры предполагают среднегодовой темп прироста 2,5%. Однако, по нашему мнению, фактические темпы роста пассажиропотока могут оказаться выше (3-4%), особенно на международных рейсах на фоне быстрого повышения доходов населения. Впрочем, по нашему мнению, спрос на перевозки будет ограничиваться дефицитом провозных мощностей. Уже сейчас уровень загрузки самолетов, по данным Росавиации, близок к 90%, что очень много. В условиях превышения спроса над предложением динамика цен на авиаперевозки может продолжить опережать темпы инфляции. Так, по итогам 8 месяцев 2024 года, по данным Росстата, цены на авиабилеты выросли на 20% г/г, хотя по итогам ноября они замедлились до 10% г/г.

Важным событием в 2025 году должно стать начало поставок авиакомпаниям отечественных среднемагистральных самолетов МС-21. Поставки периодически переносились (в том числе из-за наложенных санкций) и сейчас [ожидаются](#) с сентября 2025 года.

Для Группы «Аэрофлот» (AFLT RX; цель: 65 рублей*; рейтинг: Нейтрально**) 2024 год складывается удачно. За [9 месяцев 2024 года](#) группа перевезла суммарно 42,5 млн пассажиров (+18,7% г/г), из них 9,9 млн пассажиров на международных рейсах (+38,3% г/г), 28,9 млн пассажиров — во внутреннем сообщении (+14% г/г). Уровень загрузки кресел составил почти 90%, что сопоставимо со многими международными лоукостерами. Результаты группы лучше, чем в целом по рынку авиаперевозок. По нашим прогнозам, «Аэрофлот» по итогам 2024 года может заработать рекордную чистую прибыль по МСФО — порядка 50-60 млрд рублей. Будучи госкомпанией, «Аэрофлот» может направить на [дивиденды](#) до 50% чистой прибыли, т.е. около 25-30 млрд рублей, или 5-6,3 рубля на акцию, что дает дивидендную доходность в диапазоне 8-10%***.

На фоне сильных финансовых и операционных результатов с начала 2024 года акции «Аэрофлота» выросли более чем на 50% и вошли в [топ-10 ликвидных](#) российских акций по динамике. В следующем 2025 году мы ожидаем снижения доходов авиакомпании по показателю чистой прибыли на 10-15% по сравнению с 2024 годом. Мы полагаем, что компания не сможет существенно повысить цены на авиабилеты, в то время как расходы, в том числе на ремонт самолетов и зарплаты персоналу, будут расти быстрее стоимости билетов. В частности, «Аэрофлот» в 4-м квартале 2024 года повысил [зарплаты](#) пилотам на 30%. По нашим оценкам, акции «Аэрофлота» оцениваются на уровне около 6,0х по мультипликатору P/E 2025П — мы считаем эту оценку справедливой и потому не видим значительного потенциала роста с текущих уровней.

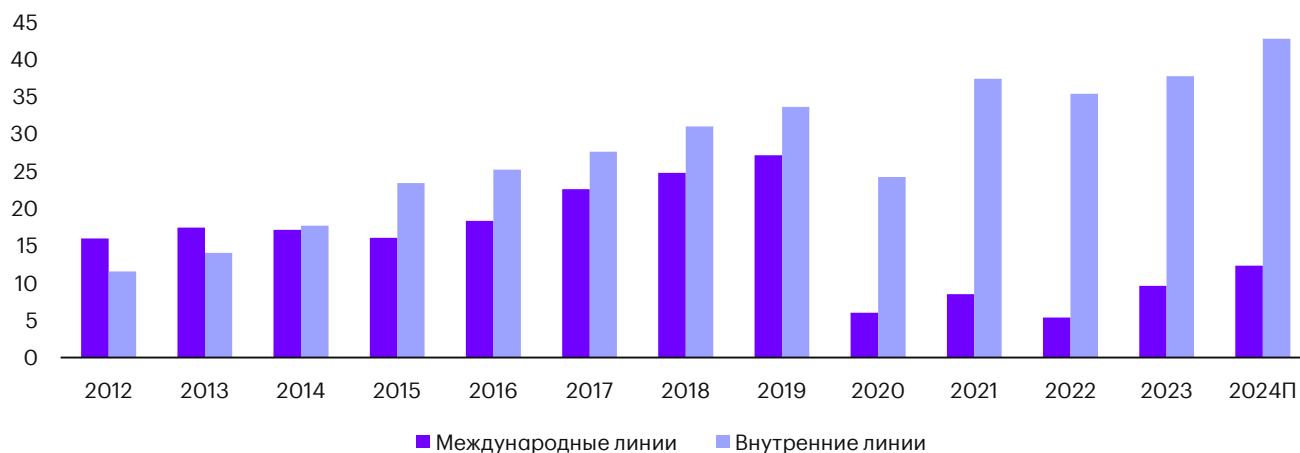
Объемы авиаперевозок пассажиров, млн чел.



* Целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; ***Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: aviastat, данные компаний, оценки АТОН

Транспортный сектор

Пассажиропоток Группы «Аэрофлот», в годовом сравнении, в млн человек



Источник: данные компании Аэрофлот

Ж/д перевозки

В отличие от авиаперевозок, в сегменте железнодорожных перевозок наступают непростые времена. Грузооборот на железнодорожной сети падает с начала 2024 года. В частности, за 10 месяцев 2024 г. погрузка снизилась на 4,2% г/г, а грузооборот — на 5,6%. Это стало результатом падения объемов экспорта в восточном направлении (главным образом, в Китай) вследствие снижения цен на сырье (в частности, уголь), а также значительного сокращения перевозок (строительных грузов и металлов) внутри России на фоне снижения объемов строительства и реализации инфраструктурных проектов. Среди основных видов грузов относительно стабильны объемы перевозок нефти и нефтепродуктов (-0,8% г/г за 10 месяцев 2024 года), а также минеральных удобрений (+6% г/г). Несмотря на снижение грузооборота, тарифы на аренду полувагонов пока стабильны и, по данным [RailCommerce](#), составляют около 2 800 рублей за вагон в сутки. Это уровень начала 2024 года. Вероятно, это связано с увеличением числа требуемых для перевозок вагонов на фоне роста грузооборота в восточном направлении ввиду удлинения маршрутов в сравнении с поставками в Европу. Кроме того, за последние несколько лет значительно подорожали новые полувагоны. Учитывая прогнозы ЦБ по замедлению темпов роста российской экономики в 2025 году, предпосылок для возобновления роста грузооборота в следующем году мы не наблюдаем.

Второй негативный фактор для индустрии железнодорожных перевозок — рост тарифов самих РЖД. В частности, с 1 декабря 2024 года на 13,8% [повышаются тарифы](#) на грузовые перевозки, а с 1 января 2025 года на 10% вырастут тарифы на порожний пробег для полувагонов. Это существенный прирост, который может повлиять и на общий уровень инфляции в стране, и на динамику грузооборота. Если частные

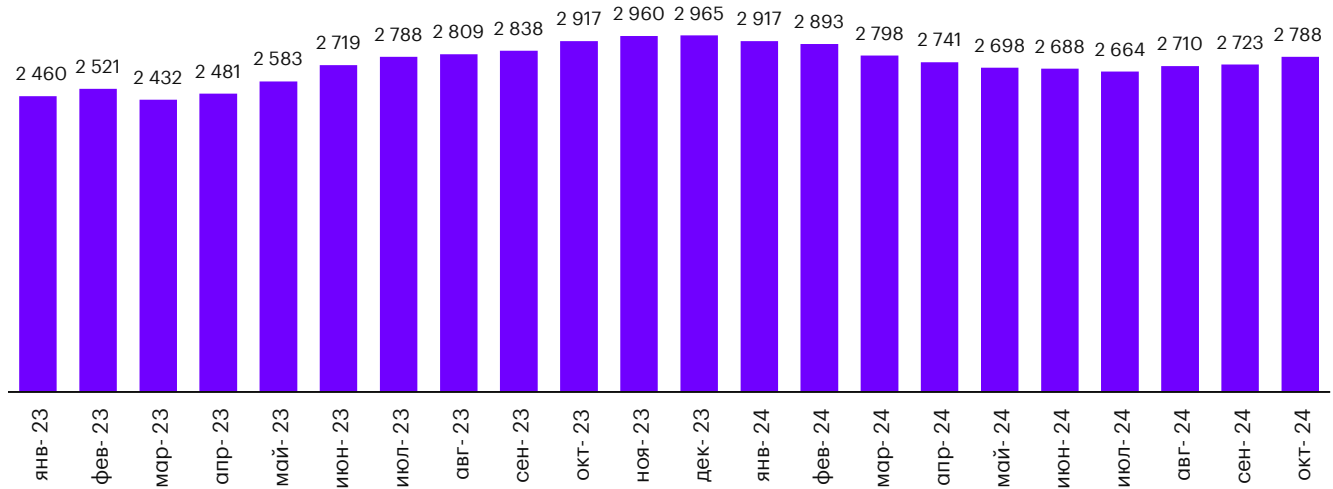
железнодорожные операторы не смогут переложить весь рост тарифов на клиентов, не исключено, что им придется частично пожертвовать собственной рентабельностью.

В ноябре 2024 года с Московской биржи ушел (в результате делистинга) единственный частный публичный железнодорожный оператор «Глобалтранс», выставив перед этим оферту миноритарным акционерам на их расписки, обращавшиеся на Московской бирже, по цене 520 рублей за расписку. Одновременно с делистингом в России компания получила новый листинг в Казахстане, однако уровень ликвидности там пока минимальный, притом что доля миноритарных акционеров в компании составляет около 40%. С фундаментальной точки зрения компания нам по-прежнему нравится. Несмотря на сложности в секторе, мы ожидаем, что «Глобалтранс» продолжит генерировать существенный свободный денежный поток в дополнение к уже имеющемуся значительному запасу ликвидности (около 50 млрд рублей). Мы полагаем, что существенная часть свободной ликвидности компании размещена на банковских депозитах под высокие проценты.

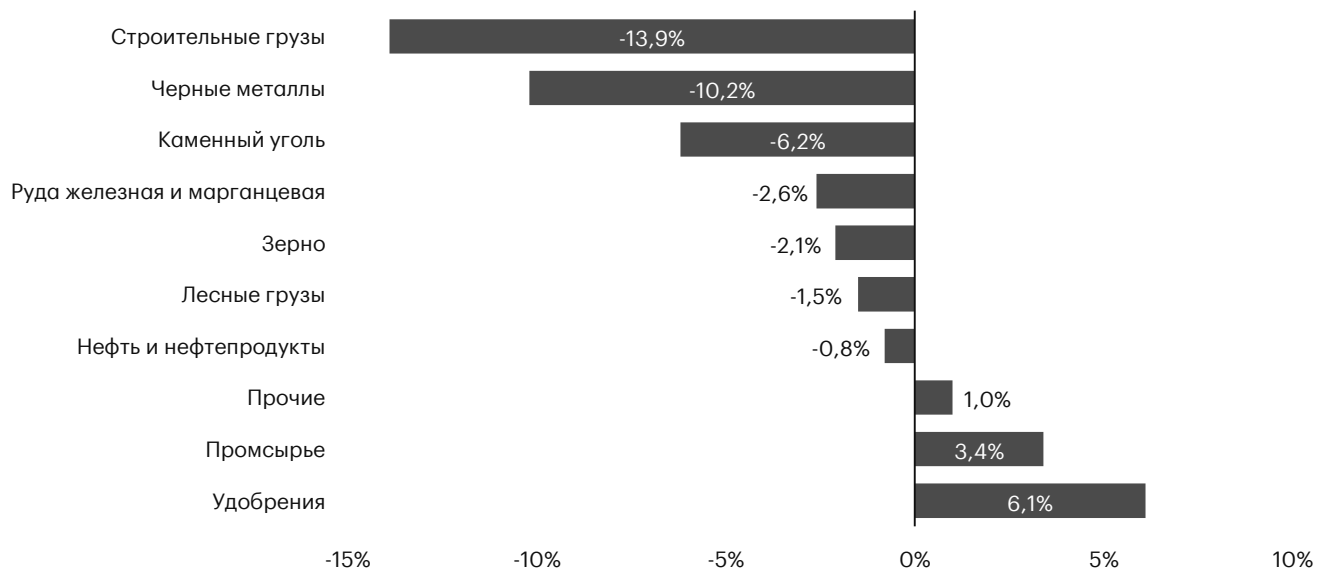
Перспективы оставшихся миноритарных акционеров «Глобалтранса» пока не ясны, однако их довольно много, и мы считаем, что компания не сможет игнорировать их интересы. Мы допускаем, что компания со временем может вернуться к выплате дивидендов и/или также предложит выкуп оставшимся акционерам, права которых на бумаги учитываются в Euroclear.

Транспортный сектор

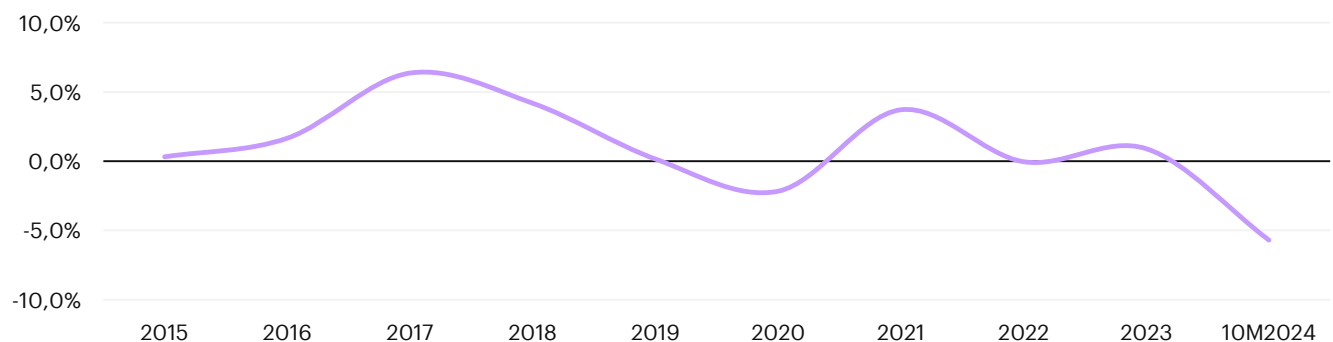
Индекс суточной ставки предоставления полувагона в аренду за вагон, в рублях, без НДС



Динамика погрузки на сети ОАО «РЖД» за 10 месяцев 2024, %



Динамика грузооборота на сети РЖД, г/г, в %



Источник: РЖД, RailCommerce

Транспортный сектор

Порты и морские перевозки

Грузооборот российских морских портов остается стабильным. За девять месяцев 2024 года он снизился всего на 1,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 667 млн тонн. Структура перевозок также осталась практически неизменной: наибольшие объемы грузов продолжают проходить через Азово-Черноморский (31% от общего грузооборота), Балтийский (31%) и Дальневосточный бассейны (27%), что свидетельствует о неизменности ключевых направлений морской торговли.

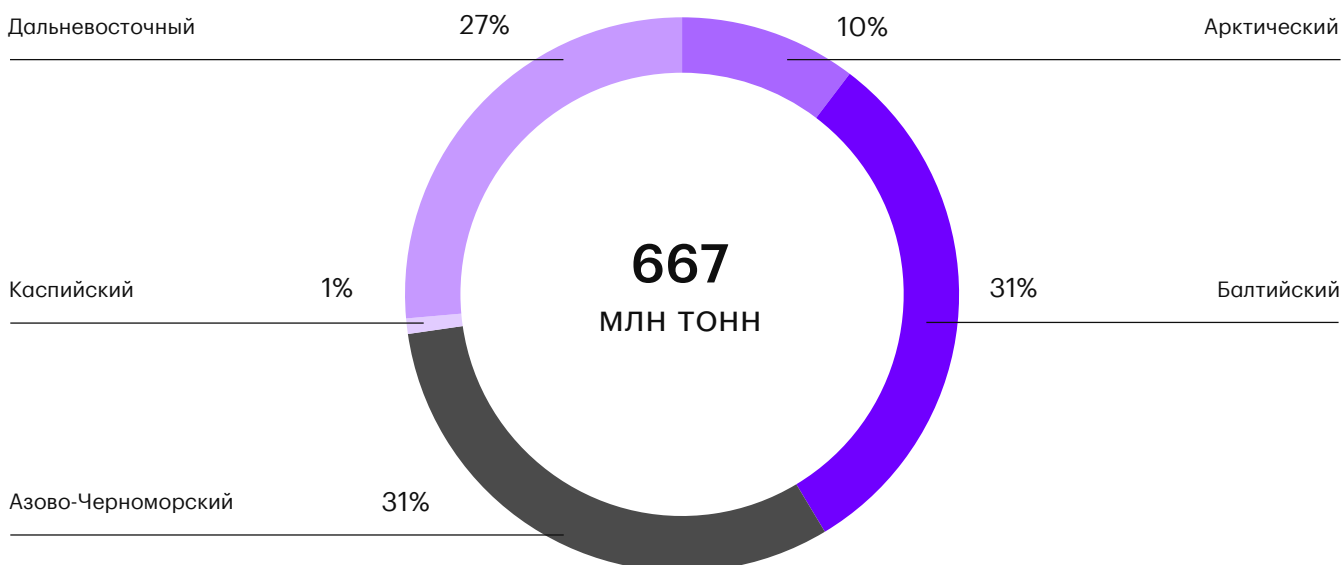
Учитывая рост объемов торговли с азиатскими странами, особенно с Китаем, и усилий по развитию альтернативных маршрутов, рынок морского транспорта России остается перспективным. По прогнозам, в 2024 году товарооборот России и Китая может вырасти еще как минимум на 20% относительно прошлого года и превысить 288 миллиардов долларов США.

Мы полагаем, что возможности дальнейшего роста рынка морских перевозок ограничены скоростью и возможностями расширения инфраструктуры, для чего требуются значительные капитальные вложения и долгосрочные проекты. Строительство судов, развитие портовых мощностей, завод и монтаж специализированного оборудования требуют значительного времени, что задерживает потенциал роста отрасли.

Среди компаний сектора наиболее ликвидной является «Совкомфлот» (FLOT RX; цель: 100*; рейтинг: Нейтрально**). Будучи стратегически важной компанией, которая обеспечивает транспортировку сырья российских нефтегазовых компаний, «Совкомфлот» и ее суда являются объектами санкций, что затрудняет работу и не позволяет компании раскрывать о себе много информации. Последние опубликованные результаты за 9 месяцев 2024 года по МСФО свидетельствуют о снижении EBITDA и чистой прибыли компании на 31,5% и 28,1% соответственно. Мы ожидаем, что такое же снижение компания продемонстрирует по итогам всего 2024 года. Будучи госкомпанией, «Совкомфлот», как мы ожидаем, может направить на [дивиденды](#) около 50% чистой прибыли, или порядка 12 рублей на акцию, что дает потенциальную дивидендную доходность на уровне 12%***. Что касается перспектив и прогнозов финансовых результатов на 2025 год, то пока мы ожидаем, что в среднем они снизятся на 5-7% останутся 2024 года.

Среди транспортных компаний «второго эшелона» в первую очередь заслуживает внимания Новороссийский морской торговый порт (НМТП) — дочерняя компания «Транснефти». У НМТП не растущий, но высокорентабельный бизнес с уровнем чистой рентабельности выше 50%, отсутствует долговая нагрузка и имеется положительная денежная позиция в размере около \$40 млн. Акции компании оцениваются ниже 3,0x по мультипликатору по EV/EBITDA 2024, притом что потенциальные дивиденды, по нашим оценкам, могут составить около 0,9 рублей на акцию***.

Грузооборот морских портов за 9 месяцев 2024 года



* Целевая цена на конец 2025 года с учетом потенциальных дивидендных выплат; ** Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; ***Выплата дивидендов не гарантирована
Источник: Росстат



Недвижимость

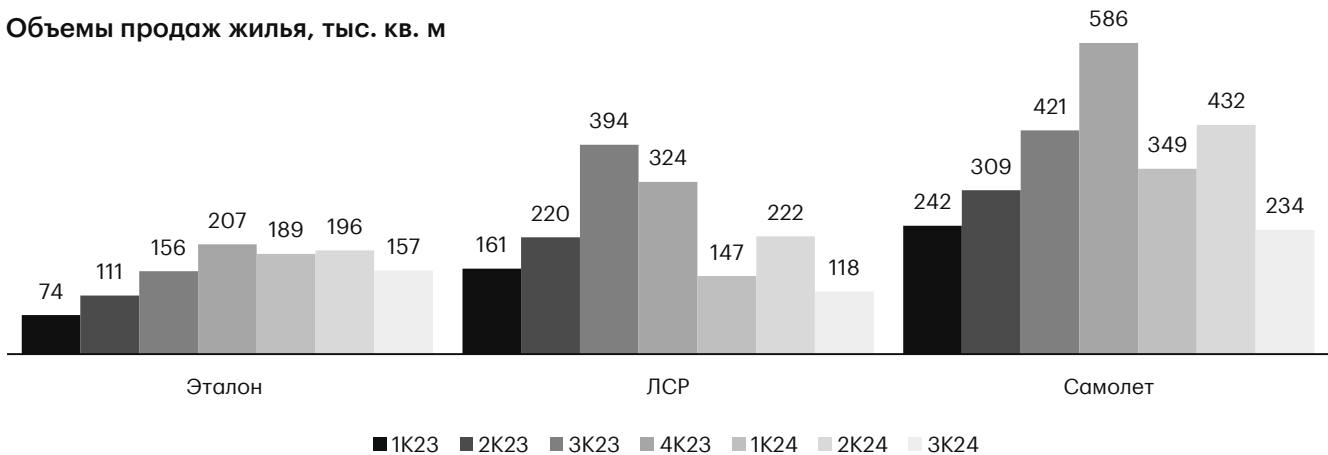
Сектор недвижимости: идеальный шторм

Во втором полугодии 2024 года девелоперы попали в «идеальный шторм». Во-первых, с июля 2024 года Правительство **отменило** часть льготных программ по ипотеке и ужесточило правила выдачи кредитов по оставшимся программам. Во-вторых, ставки по кредитам выросли до рекордных значений, что не только усилило падение спроса на недвижимость среди населения, но и привело к существенному росту процентных платежей по существующим кредитам девелоперов. В результате из-за увеличения процентных расходов мы ожидаем значительного снижения чистой прибыли публичных девелоперов по итогам 2024 года относительно предыдущего года. Полагаем, что у некоторых девелоперов чистая прибыль может оказаться около нуля.

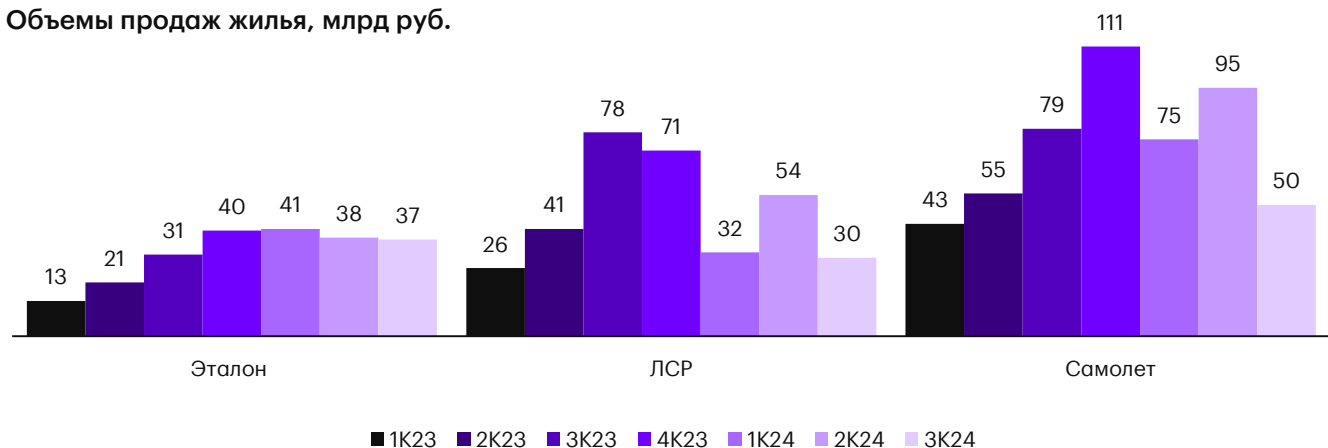
Последние данные публичных девелоперов о продажах за третий квартал 2024 года заметно различаются в зависимости от стратегий компаний. В частности, значительное снижение продаж в натуральном выражении показали Группа ЛСР (-70% г/г) и «Самолет» (-45% г/г), в то время как «Эталон» сумел сохранить объем продаж на уровне прошлого года за счет использования программ рассрочки. В денежном выражении объемы продаж девелоперов выглядят лучше благодаря росту средней цены на 10-20% г/г. Вероятно, в четвертом квартале 2024 года продажи могут начать постепенное восстановление относительно предыдущего квартала за счет сезонного фактора.

По этим причинам индекс недвижимости Московской биржи, включающий акции четырех российских девелоперов (ПИК, ЛСР, «Эталон», «Самолет»), продемонстрировал наихудшую динамику с начала 2024 года по сравнению с индексом Московской биржи и отраслевыми индексами, снизившись на 33%.

Объемы продаж жилья, тыс. кв. м



Объемы продаж жилья, млрд руб.



Источник: данные компаний

Объемы строительства и ипотека

Прогноз на 2025 год

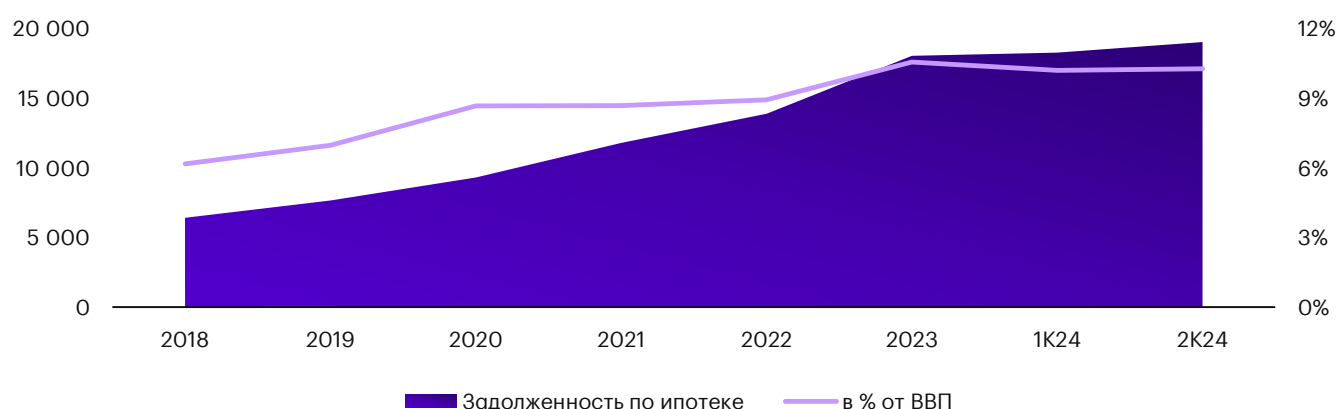
Мы ожидаем, что 2025 год также будет непростым для девелоперов. Публичные девелоперы пока избегают прогнозов по объемам продаж на следующий год, так как сложно оценить потенциальный спрос. Однако при сохранении высоких ставок он, по нашему мнению, останется относительно слабым. Мы считаем, что хорошим результатом станет сохранение объемов на уровне 2024 года в натуральном выражении, а за счет роста средней цены квадратного метра на уровне инфляции компании могут показать небольшой рост в денежном выражении.

В условиях слабого спроса и высоких ставок многие девелоперы могут начать сокращать объем предложения жилья, что способно создать его дефицит через несколько лет, когда ставки снизятся до комфортного уровня и спрос начнет восстанавливаться. Это может привести к росту цен. Однако это скорее перспектива 2026-27 годов.

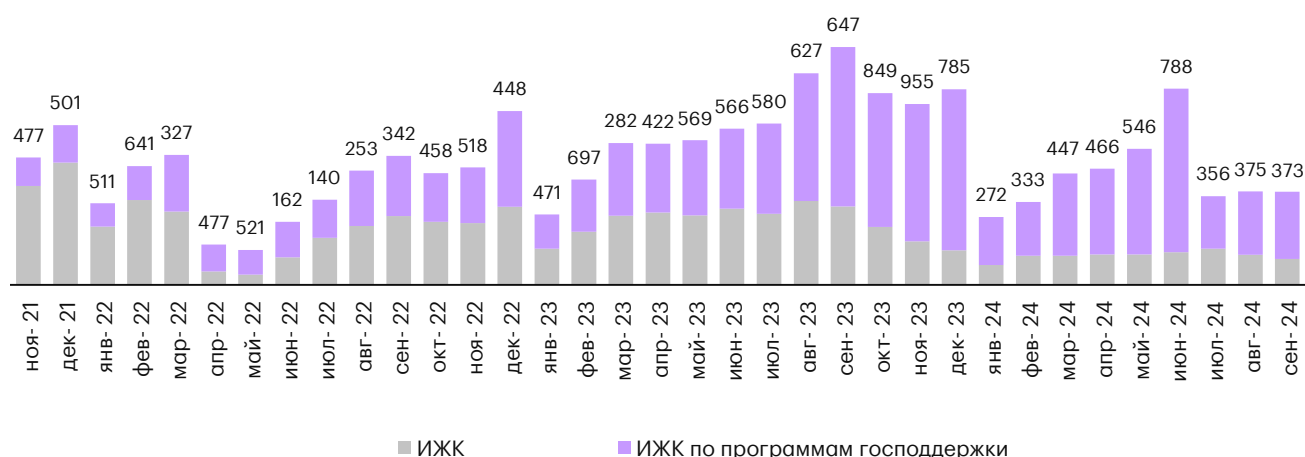
Среди публичных девелоперов наиболее привлекательными, на наш взгляд, являются акции компании «Эталон». Во-первых, компании удалось сохранить объемы продаж на высоком уровне по итогам 9 месяцев 2024 года; во-вторых, у нее есть много проектов в регионах, где спрос выше, чем в Москве и Санкт - Петербурге. Как и у других девелоперов, высокая ключевая ставка вынуждает компанию тратить значительные средства на процентные платежи, но при нормализации ситуации со ставками от «Эталона» можно ожидать возврата к выплате дивидендов.

Мы пока поставили наши рейтинги и прогнозы по акциям девелоперов на пересмотр, так как очень сложно построить более-менее достоверный прогноз даже на 2025 год по продажам и финансовым результатам. Полагаем, что картина этого сектора начнет проясняться в течение 1-2 кварталов следующего года, что позволит нам вернуться к аналитическому покрытию девелоперов.

Общий объем выданных ипотечных кредитов в России, млрд руб.



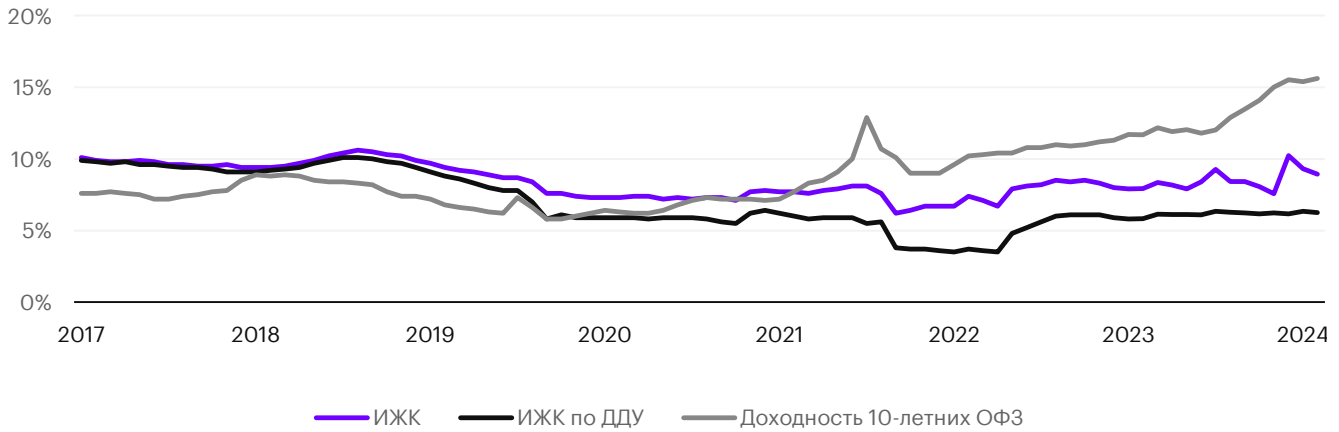
Динамика объема ипотечного жилищного кредитования (ИЖК) млрд руб.



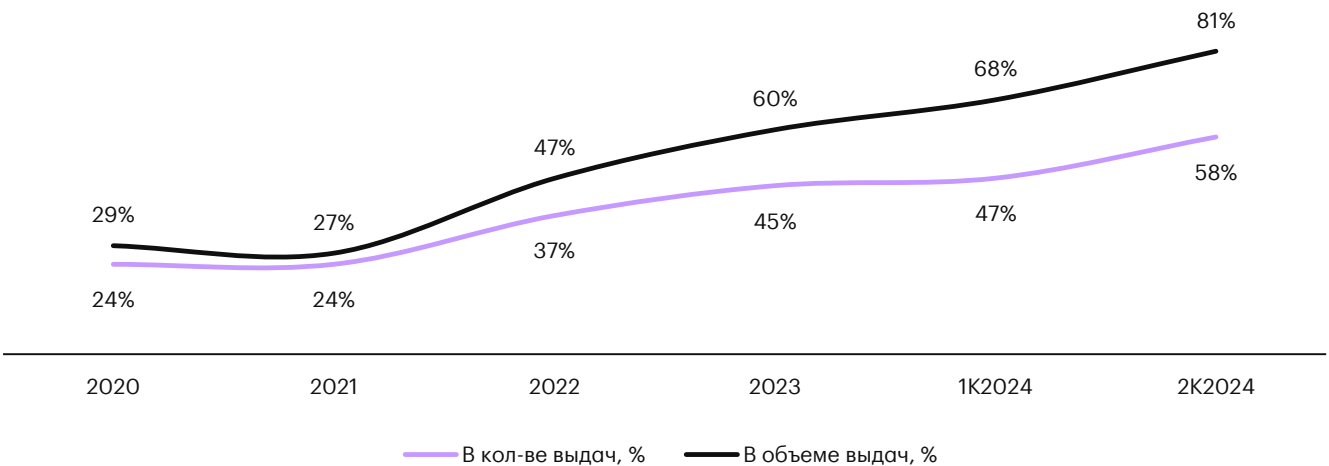
Источник: ДОМ.РФ, ЦБ РФ, оценки АТОН

Ипотека в графиках

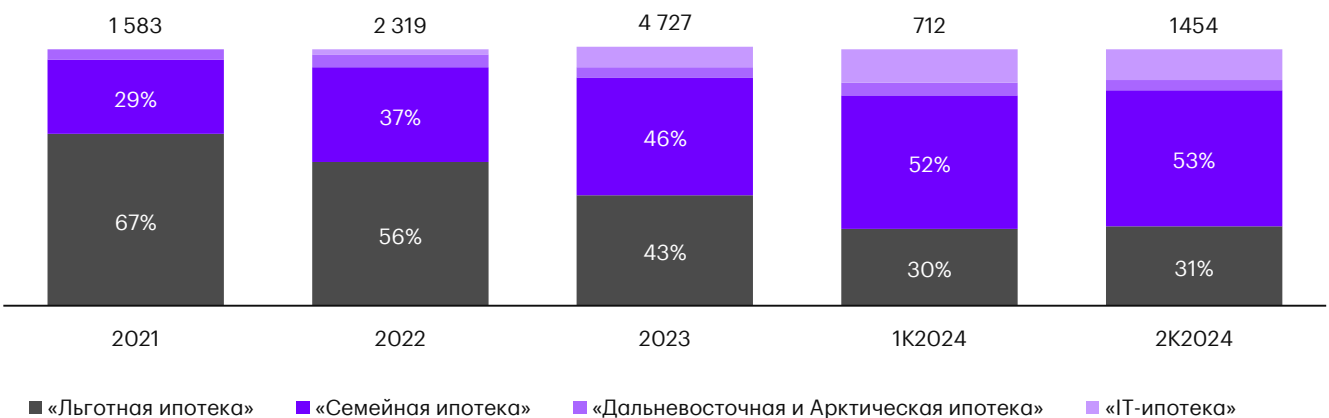
Динамика ставок по ипотечному жилищному кредитованию (ИЖК) %



Доля льготной ипотеки, %



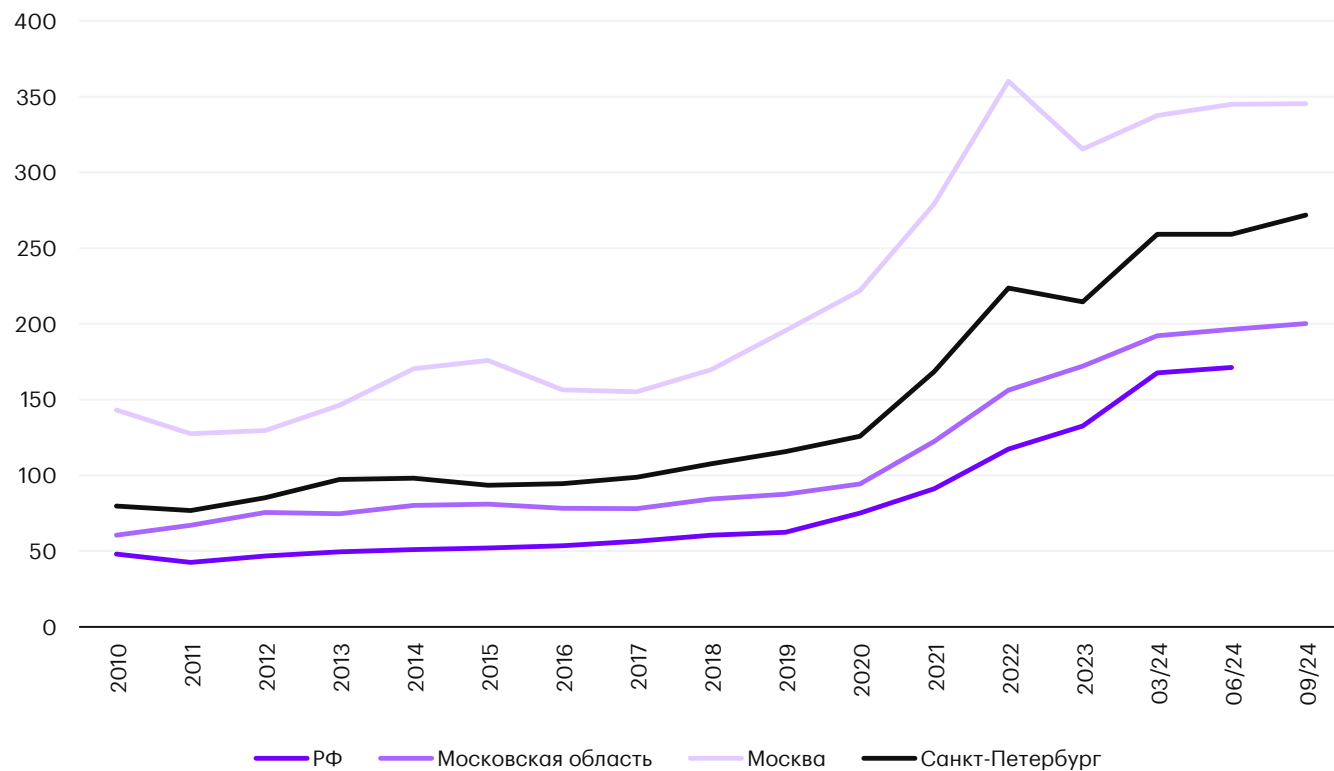
Объем выдачи льготной ипотеки, млрд руб.



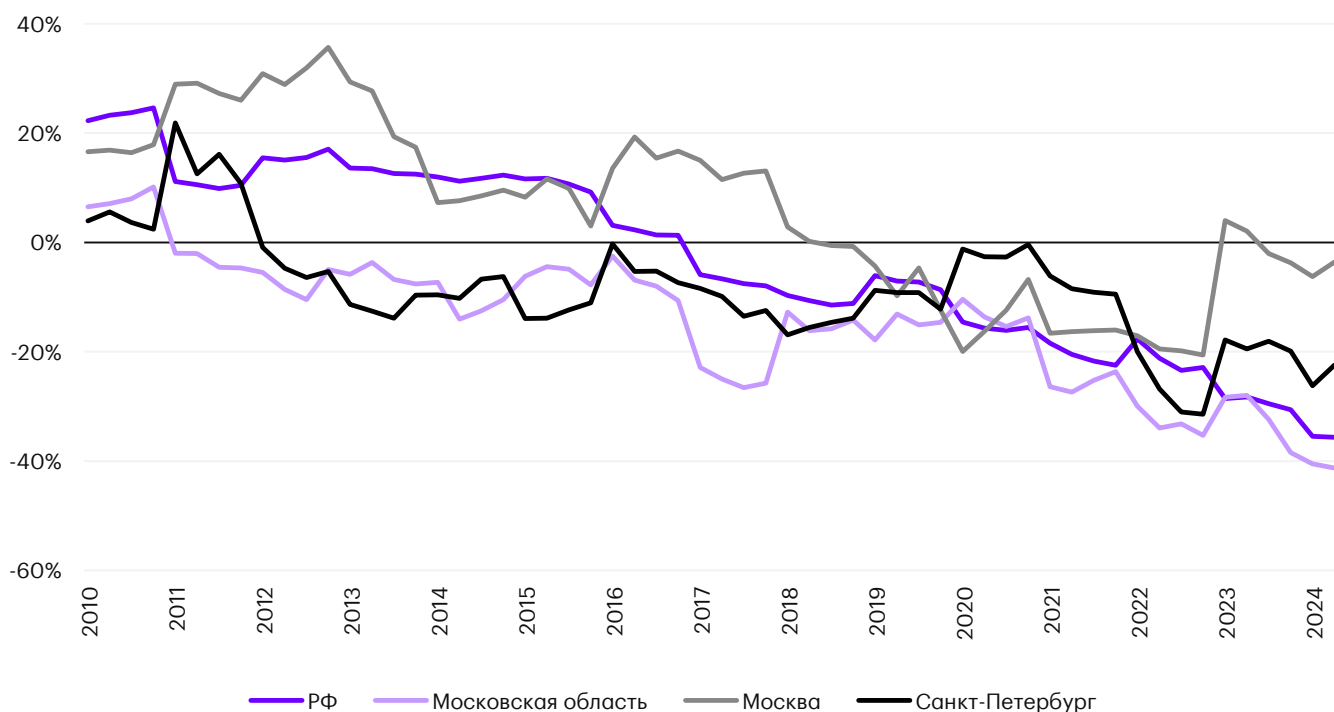
Источник: ДОМ.РФ, ЦБ РФ, оценки АТОН

Динамика стоимости жилья

Динамика стоимости кв. м, тыс. руб.



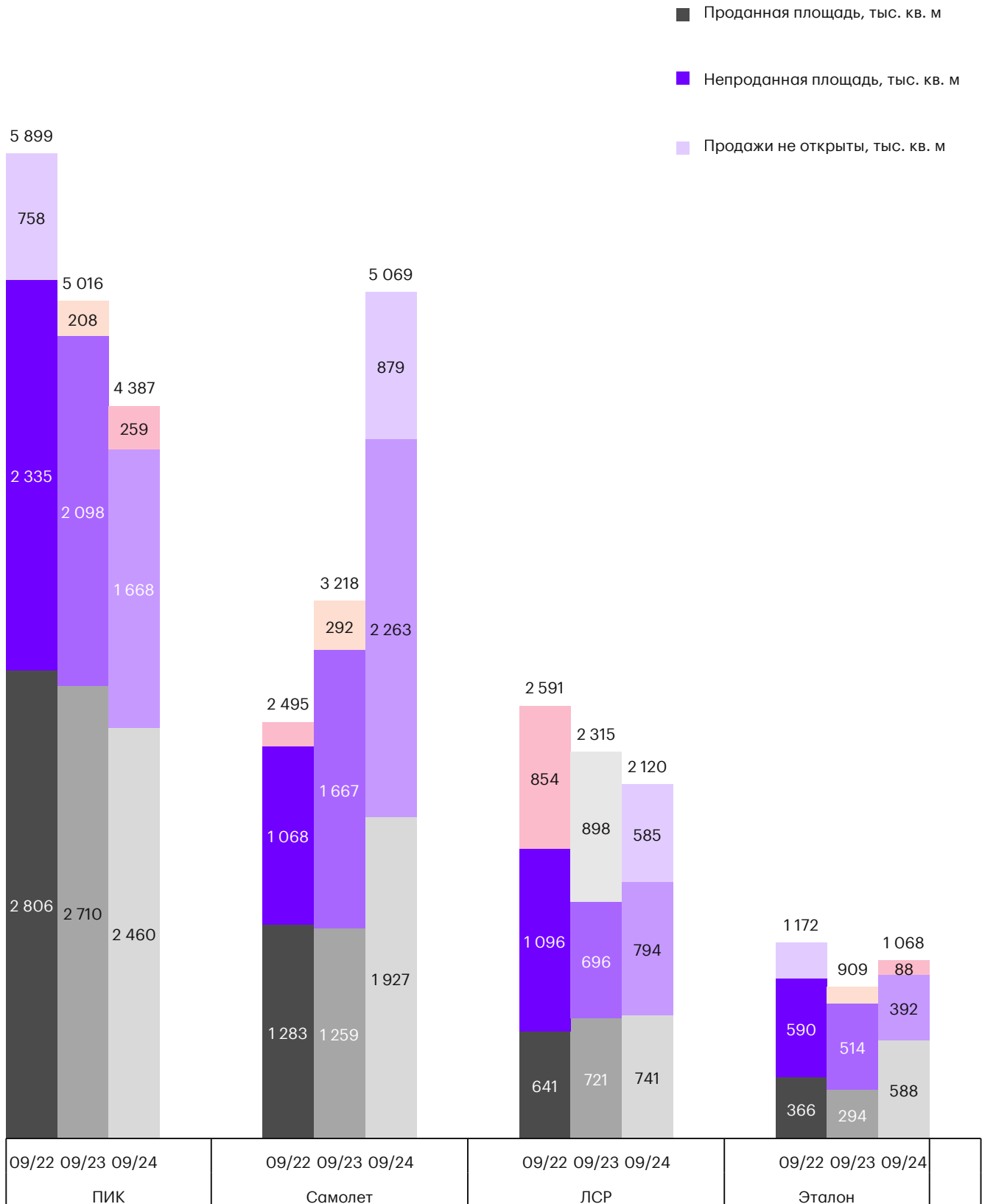
Дисконт стоимости кв. м жилья на вторичном рынке относительно первичного %



Источник: ЕМИСС, оценки АТОН

Объемы рынка недвижимости и строительства

Динамика объемов строительства публичных девелоперов тыс. кв. м



Источник: ДОМ.РФ

Глоссарий

ACWI	Глобальный индекс акций, который измеряет эффективность акций как на развитых, так и на развивающихся рынках
AISC	Совокупные денежные затраты
Brent	Эталонная марка (сорт) нефти, добываемой в Северном море
CAGR	Совокупный среднегодовой темп роста
DM	Развитые рынки
EBITDA	Объём прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации
EIA	Управление энергетической информации
EM	Развивающиеся рынки
ERP	Премия за риск инвестирования в акции
Euroclear	Одна из двух клиринговых палат по ценным бумагам в еврозоне
EV	Показатель общей стоимости компании
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса к EBITDA
FCFF	Свободный денежный поток фирмы
FMCG	Товары повседневного спроса
Free-float	Доля акций, находящихся в свободном обращении
G7	Большая семерка
GMV	Совокупный объём продаж через торговую площадку за определенный период времени
IAS	Международные стандарты по ведению бухгалтерского учета
IPO	Первичное публичное размещение акций
ISIN	Международный идентификационный код ценной бумаги
IT	Информационные технологии
LFL	Метод оценки продаж, который позволяет определить объем продаж или уровень деловой активности, достигнутый благодаря деятельности, сравнимой с предыдущим годом
M&A	Сделки слияния и поглощения
MICEX (IMOEX)	Индекс Московской биржи
MSCI	Фондовый индекс российского рынка

Глоссарий

NASDAQ	Индекс технологических компаний США
P/BV	Коэффициент Цена/Балансовая стоимость
P/E	Коэффициент Цена/Прибыль
P/NAV	Коэффициент Цена/Величина чистых активов
S&P 500	Индекс широкого рынка США
SPO	Вторичное публичное размещение акций
ROE	Отношение чистой прибыли к собственному капиталу компании
ROIC	Доходность на инвестированный капитал
TCC	Общие денежные затраты
TMT	Технологии, Медиа, Телекоммуникации
Urals	Российская марка экспортной нефтяной смеси
UST	Облигации, выпущенные Министерством финансов США
YTD	Период от начала года до текущей даты
АКИТ	Ассоциация компаний интернет-торговли
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
барр.	Баррель
ВВП	Валовый внутренний продукт
ВСТО	Нефтепровод Восточная Сибирь – Тихий Океан
Вт/ч	Ватт в час
г/г	Год-к-году
ГРЭС	Районная электростанция государственного образца
Девелопер	Инвестор в строительство объекта с целью получения прибыли от продажи или сдачи в аренду
долл. , USD	Доллар США
Дюрация	Эффективный срок до погашения облигации
Еврокомиссия	Европейская комиссия
ЕС	Европейский союз
ж/д	Железнодорожный
Индекс РТС	Индекс российской торговой системы
ИПЦ	Индекс потребительских цен
кв. м	Квадратный метр
куб. м	Кубический метр

Глоссарий

Купон	Денежные выплаты держателям облигаций
КО	Кредитная организация
Марж. скорр. EBITDA	Прибыльность продаж компании без учета затрат на проценты по кредитам, выплату налога на прибыль и амортизацию
Минпромторг	Министерство промышленности и торговли
Минэнерго	Министерство энергетики
млн	Миллион
млрд	Миллиард
Мосбиржа	Московская биржа
МПГ	Металлы платиновой группы
МСП	Малое и среднее предпринимательство
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
Мультипликатор	Коэффициент финансовых показателей и ее стоимости
МЭА	Международное энергетическое агентство
н.д.	Нет данных
НДПИ	Налог на добычу полезных ископаемых
НПЗ	Нефтеперерабатывающий завод
НПЗ ТАНЕКО	Российское предприятие нефтеперерабатывающей отрасли, включающее строящийся комплекс нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в городе Нижнекамске Республики Татарстан
ОПЕК	Организация стран-экспортеров нефти
ОПИФ	Открытый паевой инвестиционный фонд
ОС	Операционная система
ОФЗ	Облигация федерального займа
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
п.п.	Процентный пункт
Пут опцион	Производный инструмент финансового рынка, который дает держателю право продать актив по заранее определенной цене
Рентабельность	Относительный показатель экономической эффективности
РЕПО	Вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
Редомициляция	Смена юрисдикции компании с сохранением всех бизнес-структур и отношений
РЖД	Российские железные дороги

Глоссарий

Ритейлер	Компания, занимающаяся продажей различных товаров конечному потребителю
Росстат	Федеральная служба государственной статистики
РСБУ	Российские стандарты бухгалтерского учета
РСВ	Рынок на сутки вперед
руб.	Рубль РФ
РФ	Российская Федерация
СВО	Специальная военная операция
СГТП	Среднегодовой темп прироста
СПГ	Сжиженный природный газ
Спред	Разница между какими-либо численными финансовыми значениями
США	Соединенные Штаты Америки
Телекомы	Компании, предоставляющие услуги сотовой связи для своих абонентов
Тикер (ISIN)	Краткое название котируемого инструмента на бирже
трлн	Триллион
ТС	Транспортное средство
тыс.	Тысяча
Флоатер	Облигация с переменным купоном
ФНБ	Фонд национального благосостояния России
Форвардный мультипликатор	Мультипликатор на основе прогнозных финансовых показателей
ФРС	Федеральная резервная система
ФШПД	Фиксированный широкополосный доступ в интернет
ЦБ РФ	Центральный Банк России
ЧД / EBITDA	Отношение чистого долга к EBITDA
ЧП	Чистая прибыль

СПИСОК ЭМИТЕНТОВ

- Публичное акционерное общество «Газпром»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=934>, тикер GAZP RX
- Публичное акционерное общество «НОВАТЭК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=225>, тикер NVTK RX
- Публичное акционерное общество «Татнефть» имени В. Д. Шашина: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=118>, тикер TATN RX, TATNP RX
- Публичное акционерное общество «НК «Роснефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=6505>, тикер ROSN RX
- Публичное акционерное общество «ЛУКОЙЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=17>, LKOH RX
- Публичное акционерное общество «Газпром нефть»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=347>, SIBN RX
- Публичное акционерное общество «Акционерная нефтяная Компания «Башнефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1976>, тикер BANE RX, BANEP RX
- Публичное акционерное общество «Сургутнефтегаз»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=312>, тикер SNGS RX, SNGSP RX
- Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=9>, тикер MAGN RX
- Публичное акционерное общество «Северсталь»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30>, тикер CHMF RX
- Публичное акционерное общество «Новолипецкий металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=2509>, тикер NLMK RX
- Публичное акционерное общество «Полюс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7832>, тикер PLZL RX
- Публичное акционерное общество "Южуралзолото Группа Компаний": <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11794>, тикер UGLD RX
- Акционерная компания «АЛРОСА» (публичное акционерное общество): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=199>, тикер ALRS RX
- Публичное акционерное общество «Горно-металлургическая компания «Норильский никель»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=564>, тикер GMKN RX
- Международная компания публичное акционерное общество «Объединённая Компания «РУСАЛ»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38288>, тикер RUAL RX
- Публичное акционерное общество «ФосАгро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=573>, тикер PHOR RX
- Публичное акционерное общество «Трубная Металлургическая Компания»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=274>, тикер TRMK RX
- Публичное акционерное общество «Мечел»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1942>, тикер MTLR RX
- Публичное акционерное общество Группа компаний «Сережа»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38038>, тикер SGZH RX
- Публичное акционерное общество «Интер РАО ЕЭС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12213>, тикер IRAO RX
- Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8580>, тикер HYDR RX
- Публичное акционерное общество «Юнипро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7878> тикер UPRO RX
- Публичное акционерное общество «Федеральная сетевая компания - Россети»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=379> тикер FEES RX
- Публичное акционерное общество «Сбербанк России»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>, тикер SBER RX, SBERP RX
- Публичное акционерное общество «Московская Биржа ММВБ-РТС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=43>, тикер MOEX RX
- Публичное акционерное общество «Банк ВТБ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1210> тикер VTBR RX
- Международная компания публичное акционерное общество «ТКС Холдинг»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39055>, тикер TCSG RX
- КИВИ ПиЭлСи (QIWI PLC): <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=33148> тикер QIWI RX
- Публичное акционерное общество «Группа Ренессанс Страхование»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37468> тикер RENI RX
- Публичное акционерное общество «Московский Кредитный Банк» : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=202> тикер CBOM RX
- Публичное акционерное общество «Совкомбанк»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30052> тикер SVCB RX
- ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО "БАНК "САНКТ-ПЕТЕРБУРГ": <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3935>, тикер BSPB
- Публичное акционерное общество «Лизинговая компания «Европлан»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37082>, тикер LEAS RX
- Публичное акционерное общество «МТС-Банк»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1285>, тикер MBNK RX
- Публичное акционерное общество «Современный коммерческий флот»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11967>, тикер FLOT RX
- GLOBALTRANS INVESTMENT PLC (ГЛОБАЛТРАНС ИНВЕСТМЕНТ ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38302> тикер GLTR RX
- Публичное акционерное общество «Дальневосточное морское пароходство»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=83> тикер FESH RX
- Публичное акционерное общество «ВУШ Холдинг»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38772> тикер WUSH RX
- Публичное акционерное общество «Новороссийский морской торговый порт»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3900> тикер NMTP RX
- Публичное акционерное общество «Аэрофлот-российские авиалинии»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1480> тикер AFLT RX
- Публичное акционерное общество «Каршеринг Россия»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38653>, тикер DELI RX

СПИСОК ЭМИТЕНТОВ

Публичное акционерное общество «СмартТехГрупп»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38808>, тикер CARM RX

Публичное акционерное общество «МГКЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11244>, тикер MGKL RX

Публичное акционерное общество Микрофинансовая компания «Займер»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38344>, тикер ZAYM RX

Публичное акционерное общество «АЛКОГОЛЬНАЯ ГРУППА КРИСТАЛЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39009>, тикер KLVZ RX

Публичное акционерное общество «Группа компаний «Самолет»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=36419>, тикер SMLT RX

Публичное акционерное общество «ПИК-Специализированный застройщик»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=44>, тикер PIKK RX

ETALON GROUP PLC (ЭТАЛОН ГРУП ПИЭЛСИ) : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38096>, тикер ETLN RX

Публичное акционерное общество «Группа ЛСР»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4834>, тикер LSRG RX

Публичное акционерное общество «АПРИ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37277>, тикер APRI RX

Cian PLC (Циан ПиЭлСи): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38549>, тикер CIAN RX

Международная компания публичное акционерное общество «Хэдхантер»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39017>, тикер HEAD RX

Ozon Holdings PLC (Озон Холдингс ПиЭлСи): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38334>, тикер OZON RX

Positive Technologies (Акционерное общество «Позитив Текнолоджиз»): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38196>, тикер POSI RX

Международная компания Публичное акционерное общество «ВК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38965>, тикер VKCO RX

Международная компания публичное акционерное общество «ЯНДЕКС»: <https://yandex.e-disclosure.ru>, тикер YDEX RX

Публичное акционерное общество Группа Астра: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38906&attempt=1>, тикер ASTR RX

Публичное акционерное общество «ИВА»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39102>, тикер IVAT RX

Публичное акционерное общество «Диасофт»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38975>, тикер DIAS RX

Публичное акционерное общество «Группа Аренадата»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39154>, тикер DATA RX

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=236>, тикер MTSS RX

Публичное акционерное общество «Ростелеком»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=141>, тикер RTKM RX

Общество с ограниченной ответственностью «Лента»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=32010>, тикер LENT RX

Публичное акционерное общество «Магнит»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7671>, тикер MGNT RX

Общество с ограниченной ответственностью «О'КЕЙ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=31516>, тикер OKEY RX

Публичное акционерное общество «Корпоративный центр ИКС 5»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39008>, тикер FIVE RX

Публичное акционерное общество Хэндерсон Фэшн Групп: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38967>, тикер HNFG RX

Fix Price Group PLC (Фикс Прайс Груп ПЛС): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38370>, тикер FIXP RX

Публичное акционерное общество «Элемент»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38265>, тикер ELMT RX

Публичное акционерное общество «Ламбумиз»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=36391>, тикер LMBZ RX

Публичное акционерное общество «ВИ.ру»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39131>, тикер VSEH RX

Международная Компания Публичное Акционерное Общество «МД Медикал Груп Инвестментс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39129>, тикер MDMG RX

Публичное акционерное общество «Центр Генетики и Репродуктивной Медицины «ГЕТИКО»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38201>, тикер GEKO RX

Публичное акционерное общество «Озон Фармацевтика»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39126>, тикер OZPH

Публичное акционерное общество «ПРОМОМЕД»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38533>, тикер PRMD RX

Эксперты

Аналитический департамент АТОН



Виктор Дима

Руководитель департамента анализа рынка акций
Потребительский сектор, телекомы, ИТ

+7 (495) 213-03-44
victor.dima@aton.ru



Андрей Лобазов

Нефть и газ, металлы и добыча

+7 (495) 213-03-37
andrey.lobazov@aton.ru



Михаил Ганелин

Транспорт, банки, финансы, недвижимость

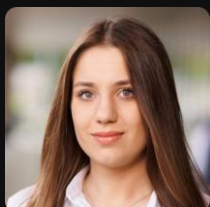
+7 (495) 213-03-38
mikhail.ganelin@aton.ru



Михаил Виноградов

Потребительский сектор, телекомы, ИТ

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



Мария Федорова

Нефть и газ, металлы и добыча, электроэнергетика

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

Департамент аналитики по стратегии АТОН



Александр Кудрин

Главный стратег

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



Алексей Товстогань

Долговые инструменты

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

Эксперты

Департамент продаж акций институциональным клиентам АТОН

**Дмитрий Ансимов**

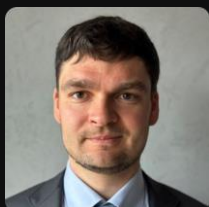
Директор департамента

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3668)
dmitrii.ansimov@aton.ru

**Евгений Русских**

Специальные проекты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3632)
evgeny.russkikh@aton.ru

**Михаил Лызиков**

Продажи, рынок акций

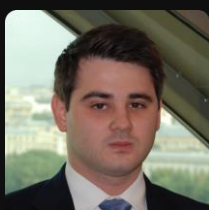
+7 (495) 777-66-77 (доб. 6747)
mikhail.lyzikov@aton.ru

**Алексей Белеванцев**

Продажи, рынок акций

+7 (495) 777-66-77 (доб. 7485)

Департамент продаж долговых инструментов АТОН

**Михаил Авербах**

Директор департамента

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2318)
mikhail.verbakh@aton.ru

**Максим Бевза**

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2322)
maxim.bevza@aton.ru

**Павел Денисов**

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2308)
pavel.denisov@aton.ru

**Артур Геворкян**

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2317)
artur.gevorkyan@aton.ru





Еженедельная рассылка

Получайте на почту аналитические дайджесты и подробный анализ наиболее важных тем

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо финансового инструмента/цифрового финансового актива/валюты, в т. ч. цифровой (далее совместно – Активы, а по отдельности Актив) или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/Актива. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с ним, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Содержащаяся в материале информация, была получена из различных открытых источников, которые, как мы полагаем, являются надежными, однако мы не можем гарантировать и не гарантируем точности, достоверности, актуальности или полноты данной информации. Данная информация не основана на конкретных обстоятельствах, связанных с получателем материала. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете Активы могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Выпуск, учет и обращение цифровых финансовых активов/цифровой валюты может осуществляться исключительно в соответствии с действующим законодательством, и торговля этими инструментами считается рискованной.

Ряд Активов в том числе производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций подвержена влиянию множества факторов и может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций как в части, так и полностью. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка Активов или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные Активы подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски инвестирования в сложные, высоко рискованные продукты, цифровые финансовые активы, цифровую валюту и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в денежные средства или иные ликвидные активы. Номинированные в иностранной валюте Активы подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками.

Инвестиции в Активы на развивающихся рынках, равно как и в цифровые финансовые активы, цифровую валюту имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом. При создании данного документа были приложены разумные усилия для получения информации из надежных источников, при этом не может быть гарантировано, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем материале, являются достоверными, точными или полными. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни целиком, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации. Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении Активов в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о финансовых инструментах/цифровых финансовых активах/цифровой валюте такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в Активы сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках. <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и иными лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «АТОН» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещенной на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Раскрытие информации

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>

ООО «УК «Атон-менеджмент» – Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент» (Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00047 от 28 февраля 2001 года. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-10021001000 (выдана 13.03.2007 ФСФР России)).

Получить подробную информацию о Фондах и ознакомиться с Правилами доверительного управления Фондами, а также с иными документами, предусмотренными Федеральным законом от 29.11.2001 N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" можно по адресу: 115054, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Замоскворечье, пл Павелецкая, д. 2, стр. 2, тел. (495) 510 15 15 Адрес в Internet: <http://www.am-aton.ru>.

Всякое упоминание в тексте информационного материала БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях», фонд «АТОН — Накопительный в рублях», «АТОН — Накопительный в рублях» подразумевает ссылку на Биржевой паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «АТОН – Накопительный в рублях» под управлением Общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент» (Правила фонда зарегистрированы Банком России за № 5936 от 21 декабря 2023 года).

Доходность БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях» по состоянию на 31.10.2024: за 1 мес. 1,57%, за 3 мес. 4,62%, за 6 мес. 8,95%, за 1 год —, за 3 года —, за 5 лет —.

Стоимость инвестиционных паев может как увеличиваться, так и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, необходимо внимательно ознакомиться с Правилами доверительного управления фондом, размещенными на сайте УК «Атон-менеджмент» в сети Интернет по адресу: <http://www.am-aton.ru>.

Система рейтингов

Используемая в настоящем отчете шкала рейтингов базируется на следующей методологии, используемой ООО «АТОН»:

«Выше рынка» — конкретные акции могут показать доходность более 15% или выше, чем российский рынок акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

«Нейтрально» — конкретные акции могут показать доходность от 0 до 15% или на уровне российского рынка акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

«Ниже рынка» — конкретные акции могут показать доходность менее 0% или ниже, чем российский рынок акций в целом, в течение следующих 12 месяцев.

При этом под ожидаемой совокупной доходностью в целях настоящего отчета понимается потенциал роста от текущей цены акции до целевой цены, то есть справедливой стоимости акции на горизонте 12 календарных месяцев с учетом дивидендной доходности за 12 календарных месяцев, если не указано иное.

Целевая цена акции рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные справедливые цены не являются гарантированными.

Сокращенная версия

