

ПРИЛОЖЕНИЕ К СТРАТЕГИИ

Прогноз по основным компаниям

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

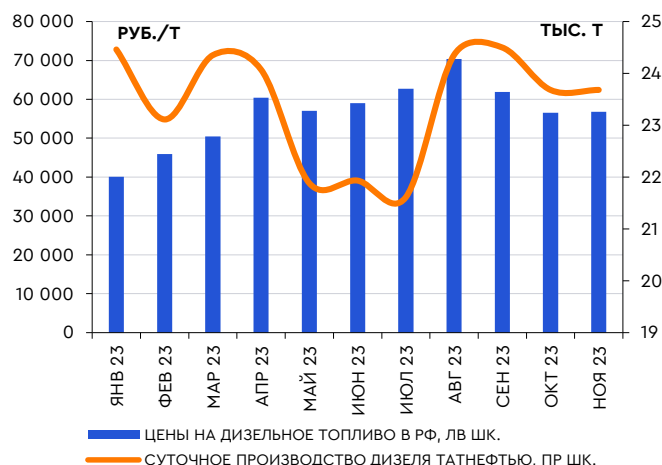
Татнефть: возвращается к повышенным дивидендам

По нашему мнению, Татнефть является основным бенефициаром сокращения спреда между ценами на нефть марки Urals и Brent, так как ранее 90% поставок нефти было привязано к котировкам Urals. Более того, мы ожидаем, что на ее финансовых результатах положительно скажутся высокие цены на нефтепродукты и возврат полноценных демпферных платежей. В результате EBITDA'24 вырастет на 19% г/г, а чистая прибыль – на 8% г/г. Мы полагаем, что компания постепенно вернется к повышенным отчислениям на основе свободного денежного потока. Дивиденд по итогам 2023 г. может вырасти на 25% до 84 руб./акц.

Наиболее высокий долгосрочный потенциал роста

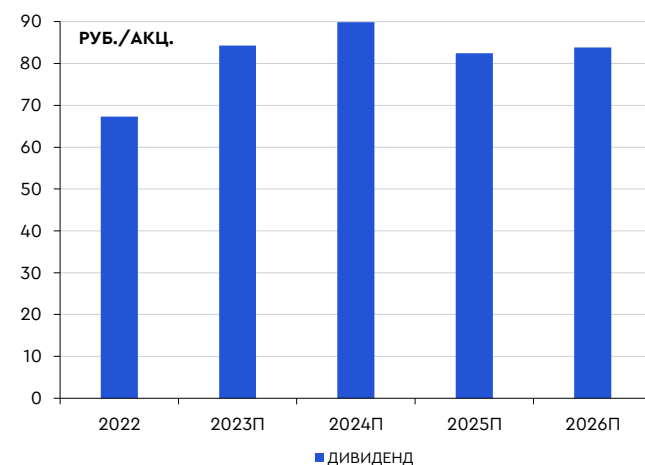
Татнефть была одной из самых привлекательных дивидендных акций 2023 года. Мы считаем, что в 2024 г. ее инвестиционная история трансформируется в более долгосрочную историю роста. По итогам 1П23 мы отметили значительный рост капитальных вложений (+37% г/г до 97,7 млрд руб.), тогда как ожидали их сокращения после завершения модернизации. Рост инвестиций может быть связан с подготовкой месторождений к увеличению добычи после ослабления ограничений ОПЕК+ и расширением перерабатывающих мощностей. Тем не менее компания продолжит платить щедрые дивиденды, что выделяет ее как одну из привлекательных историй на рынке. Татнефть обладает одним из самых значительных потенциалов увеличения добычи нефти среди публичных компаний. Напомним, еще до 2022 г. компания готовила стратегию, которая предполагала рост инвестиций в разработку месторождений в 3-4 раза.

Высокие цены на нефтепродукты поддержат результаты Татнефти



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Татнефть: дивидендные выплаты, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	1 205	1 427	1 417	1 589	1 679	1 813
EBITDA	286	473	413	491	459	470
Рентабельность по EBITDA	23,8%	33,1%	29,2%	30,9%	27,3%	25,9%
Чистая прибыль	198	285	322	348	320	325
Дивиденд, руб./акц.	42,6	67,3	84,3	89,9	82,4	83,8

Источник: расчеты Газпромбанка

Роснефть: отыграет накопленный потенциал в 2024 г.

В 2023 г. котировки акций Роснефти отставали от динамики акций нефтяных компаний из-за относительно более высокой оценки по мультипликаторам и, как результат, более низкой дивидендной доходности. Мы полагаем, что в 2024 г. дивидендная доходность нефтегазовых бумаг уже не будет столь радикально различаться, и из-за высоких ставок ЦБ эта разница будет играть меньшую роль. От Роснефти мы ждем значительного роста прибыли и дивидендов по итогам 2023 г. на фоне резкого снижения прочих неденежных расходов, которые ранее сокращали дивидендную базу. Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции компании с целевой ценой 710 руб./акц.

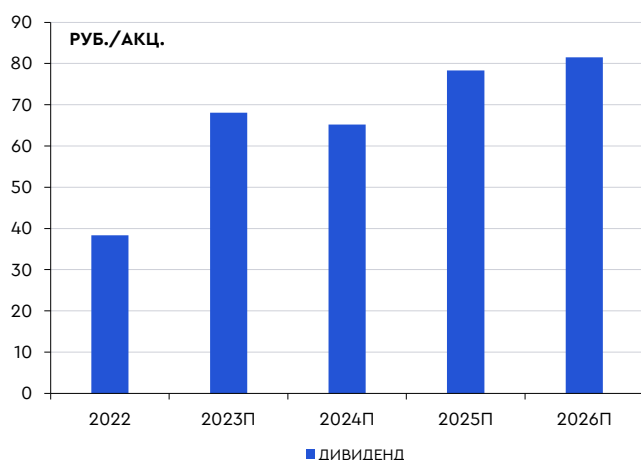
Дивиденды за 2023 г. превысят 68 руб./акц.

Роснефть уже объявила дивиденды за 1П23 в размере 50% чистой прибыли – 30,8 руб./акц., что совпало с ожиданиями рынка. Мы полагаем, что по итогам 2П23 Роснефть сможет существенно улучшить финансовые показатели и увеличить дивидендные выплаты. Так, по итогам 9М23 прибыль уже составила 1 071 млрд руб., что предполагает расчетный дивиденд в 50 руб./акц. В сумме же по итогам 2023 г. мы прогнозируем дивиденд в размере 68 руб./акц. Мы также ожидаем увеличения дивидендов с 2025 г. за счет реализации проекта «Восток Ойл», который позволит существенно нарастить объемы экспортных поставок премиальных сортов нефти.

Восток Ойл готов реализовать потенциал с 2025 г.

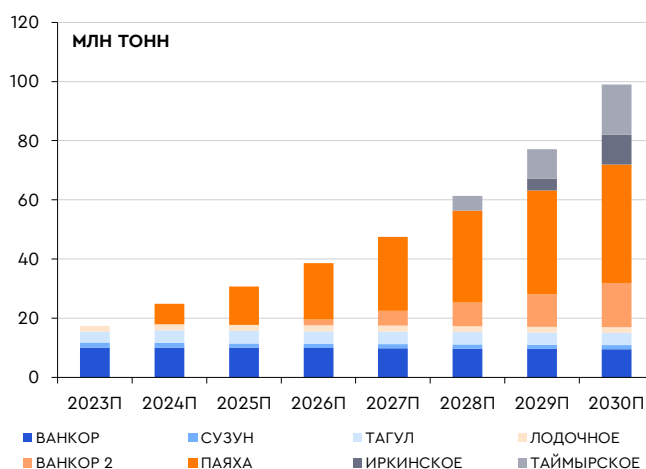
Не менее важным мы считаем начало добычи на Пайяхском месторождении проекта «Восток Ойл» в 2024 г. Тем не менее заметный эффект от запуска нового проекта будет замечен на финансовых результатах начиная с 2025 г. Преимуществом проекта станет качество сорта нефти Vostok Oil, которая может торговаться выше сорта Brent. Мы оцениваем стоимость проекта в 225 руб./акц. при ставке дисконтирования в 16,7%.

Роснефть: дивиденды по итогам года, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Прогноз добычи проекта «Восток Ойл», млн тонн



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	8 761	9 041	9 419	9 911	10 395	11 108
EBITDA	2 330	2 551	3 303	3 352	3 458	3 539
Рентабельность по EBITDA	26,6%	28,2%	35,1%	33,8%	33,3%	31,9%
Чистая прибыль	883	812	1 443	1 383	1 661	1 729
Дивиденд, руб./акц.	41,7	38,4	68,1	65,2	78,4	81,5

Источник: расчеты Газпромбанка

*Данные в соответствии с пресс-релизом компании за 12М22

Газпром нефть: баланс активов и повышенные дивиденды

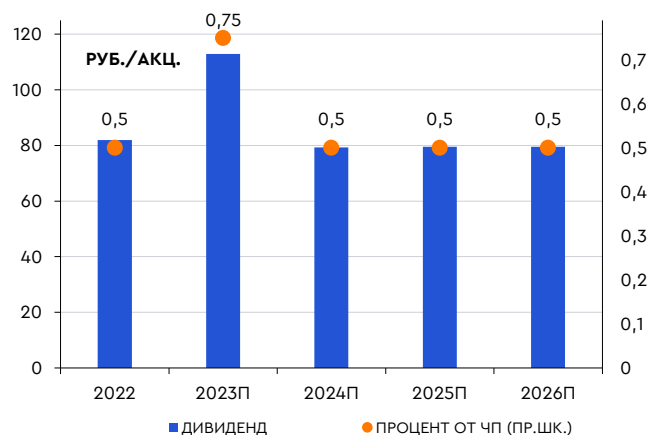
Акции Газпром нефти в 2023 г. продемонстрировали одну из лучших динамик в секторе как за счет высококачественных сбалансированных активов, так и благодаря значительному росту дивидендных отчислений. Мы не исключаем, что повышенные дивиденды могут сохраниться и по итогам 2023 г., но в долгосрочной перспективе компания может вернуться к стандартной практике выплаты 50% от чистой прибыли. По нашим оценкам, за оставшийся 4K23 дивиденд может составить значительные 29 руб./акц. при условии выплаты 75% от чистой прибыли. Мы рекомендуем «ДЕРЖАТЬ» акции компании с целевой ценой 950 руб./акц.

Оптимизация денежного потока под дивиденды

Мы полагаем, что Газпром нефть сохранит повышенный коэффициент выплат на дивиденды по итогам 2023 г., а суммарные выплаты составят 112,9 руб./акц., что предполагает доходность 13%. В 2024 г. EBITDA продолжит расти в годовом сопоставлении, что могло бы позволить компании и дальше наращивать дивидендные выплаты. Тем не менее к оценке будущих дивидендных платежей мы подходим консервативно и оцениваем их в 50% от чистой прибыли. В результате по итогам 2024 г. суммарный дивиденд может сократиться до 79 руб./акц.

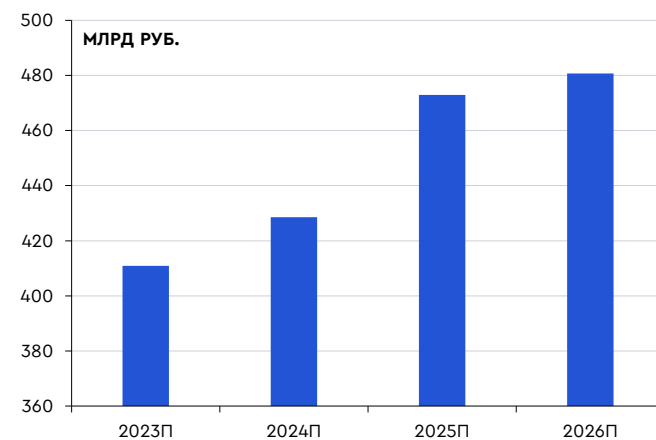
Мы также хотим подчеркнуть, что Газпром нефть обладает качественными активами, которые обеспечивают ей возможности для быстрого реагирования на вызовы рынка. Газпром нефть добывает и экспортирует уникальные сорта нефти, что позволяет избегать привязки сделок напрямую к сорту Urals. На Новопортовском месторождении Газпром нефть добывает около 7,3 млн тонн нефти, на Приразломном – 3,6 млн тонн. В сумме эти два месторождения обеспечивают 43% объема продаж. Мы полагаем, что в текущей ситуации сорта Novy Port и ARCO торгуются сопоставимо с российским сортом ESPO и не имеют значительных дисконтов к их стоимости.

Газпром нефть: дивиденды по итогам года, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Газпром нефть: свободный денежный поток, млрд руб.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	3 068	-	3 145	3 266	3 401	3 505
EBITDA	789	-	1 071	1 109	1 121	1 133
Рентабельность по EBITDA	25,7%	-	34,1%	34,0%	32,9%	32,3%
Чистая прибыль	503	-	916	786	754	754
Дивиденд, руб./акц.	56,0	81,9	112,9	79,3	79,5	79,5

Источник: расчеты Газпромбанка

*Компания не публиковала финансовую отчетность по МСФО за 2022 г.

Транснефть: стабильный рост в дивидендах

Транснефть была одной из лучших дивидендных историй 2023 г. благодаря значительному увеличению дивидендных выплат. Мы считаем, что потенциал дивидендов реализован не полностью, так как компания все еще выплачивает минимальный процент от чистой прибыли в соответствии с дивидендной политикой – 50%. Мы ожидаем, что дивидендные выплаты Транснефти продолжат расти как минимум на индексации ее тарифов, при этом не исключаем переход на повышенный процент от чистой прибыли в 2024 г. для увеличения отчислений в бюджет. Исходя из 50% выплат, ожидаемый дивиденд по итогам 2023 г. составит 17 145 руб./акц. Мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции компании с целевой ценой 185 000 руб./акц.

Сильные результаты за 9М23 предполагают высокие дивиденды

В конце ноября Транснефть представила сильные результаты по итогам 9М23, что убедило рынок в увеличении дивидендных отчислений. Выручка за 9М23 достигла 980 млрд руб., EBITDA – 428,9 млрд руб., чистая прибыль – внушительных 245,3 млрд руб. Исходя из чистой прибыли, расчетный дивиденд составляет 13 501 руб./акц. при 50% выплат. Итоговый дивиденд за 2023 г. мы оцениваем в 17 145 руб./акц.

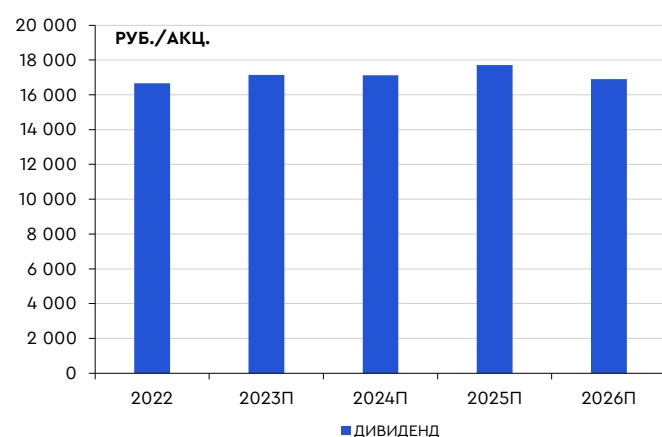
При этом мы не исключаем, что для пополнения бюджета основной акционер может настоять на повышенных отчислениях. Например, в случае увеличения дивидендных выплат до 60% скорректированной чистой прибыли по МСФО дивиденды по итогам 2023 г. могут составить 20 574 руб./акц.

Дополнительным позитивным фактором станет дробление акций, которое позволит повысить спрос со стороны физических лиц. По данным ЦБ РФ, средний размер брокерского индивидуального инвестиционного счета (ИИС) существенно ниже стоимости одной акции Транснефти и составляет около 80 тыс. руб.

ТИКЕР	TRNFP
Цена закрытия, руб.	136 450
Целевая цена, руб.	185 000
Потенциал роста	36%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

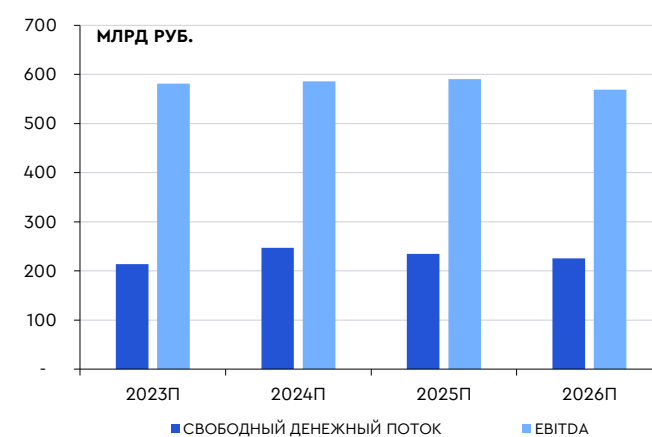
Источник: открытые источники, Газпромбанк

Транснефть: дивиденды по итогам года, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Транснефть: свободный денежный поток и EBITDA, млрд руб.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	1 100	-	1 290	1 339	1 364	1 388
EBITDA	458	-	581	586	590	569
Рентабельность по EBITDA	41,7%	-	45,1%	43,8%	43,3%	41,0%
Чистая прибыль	155	-	250	249	257	245
Дивиденд, руб./акц.	10 497	16 665	17 145	17 132	17 706	16 900

Источник: расчеты Газпромбанка

*Компания не публиковала финансовую отчетность по МСФО за 2022 г.

ЛУКОЙЛ: высокий дивиденд и выкуп акций

По нашему мнению, потенциал в акциях ЛУКОЙЛа после отличной динамики в 2023 г. сократился. Тем не менее мы ожидаем привлекательную дивидендную доходность после завершения выкупа собственных акций, от сумм, затраченных на который, будет зависеть размер финального дивиденда по итогам 2023 г. Так, в случае выкупа 25% собственных акций с 50%-м дисконтом, итоговый дивиденд может быть существенно сокращен, тогда как без выкупа выплаты могли бы составить 600 руб./акц. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» с целевой ценой 9 200 руб./акц.

Выкуп сократит промежуточные дивиденды, но увеличит их в будущем

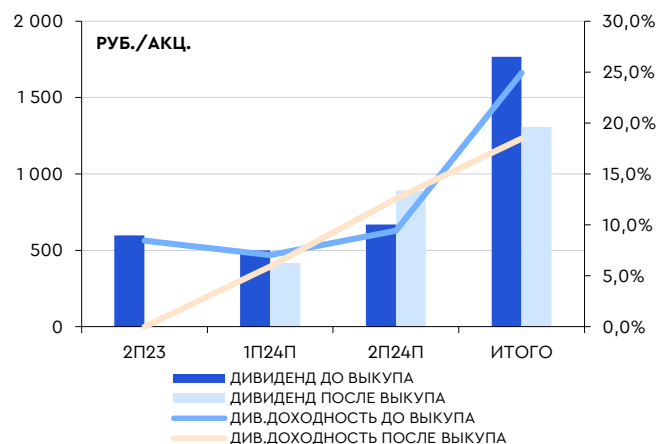
По котировкам на день появления новостей о выкупе сумму сделки можно оценить в 544 млрд руб. Мы считаем, что база для дивидендных выплат будет скорректирована на сумму выкупа собственных акций, так как это предусмотрено дивидендной политикой.

Таким образом, не исключено, что ЛУКОЙЛ зарезервирует средства для выкупа и сократит финальные дивиденды по итогам 2023 г. Выкуп также повлияет на финальные дивиденды 2023 г., но в значительно меньшей степени, поскольку свободный денежный поток будет распределяться уже на меньшее количество акций. Мы ожидаем, что компания не будет распределять дивиденды на выкупленные акции (не в рамках опционной программы для менеджмента), как это было при выкупах в предыдущие годы.

С нашей точки зрения, выкуп собственных акций с дисконтом является позитивным фундаментальным фактором, который перевешивает возможный отказ от выплаты финальных дивидендов. Мы сравнили два возможных сценария выплаты дивидендов – до выкупа и после. Так как выкуп будет иметь позитивный эффект на размер дивидендов из прибыли 2024 г., мы предлагаем инвесторам ориентироваться на доходность до середины 2025 г., которая привлекательна даже относительно текущих ставок ЦБ.

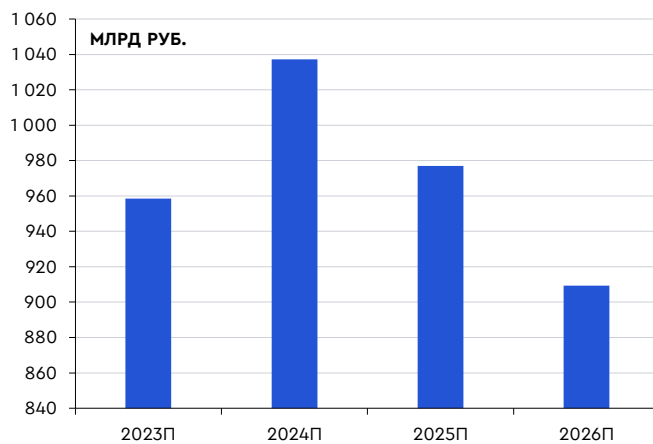
В результате до конца 2024 г. мы ожидаем дивидендную доходность в акциях ЛУКОЙЛа в 16% даже после выкупа собственных акций.

ЛУКОЙЛ: сравнение возможных дивидендных выплат, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

ЛУКОЙЛ: свободный денежный поток, млрд руб.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	9 435	-	8 109	8 379	8 196	8 076
EBITDA	1 404	-	1 889	1 931	1 802	1 780
Рентабельность по EBITDA	14,9%	-	23,3%	23,0%	22,0%	22,0%
Чистая прибыль	773	-	1 177	1 125	1 013	993
Дивиденд, руб./акц.	877	694	1 046	1 167	1 231	1 139

Источник: расчеты Газпромбанка

*Компания не публиковала финансовую отчетность по МСФО за 2022 г.

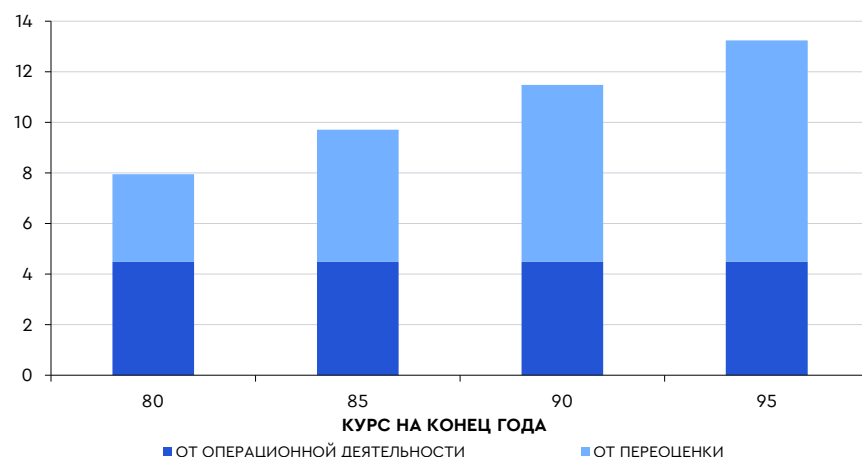
Сургутнефтегаз: сохраняется высокая чувствительность дивидендов к валютному курсу

Сургутнефтегаз уступает другим крупным компаниям в отрасли по премиальным продуктам в доле продаж (25% против 40% среднего по отрасли) и обладает высокой долей выпуска мазута (около 37%), что снижает гибкость в реагировании на резкие изменения рыночной конъюнктуры. При этом привилегированные акции компании предлагают в среднем привлекательную доходность. По нашим оценкам, прибыль Сургутнефтегаза становится менее чувствительной к курсовым разницам, что может снизить волатильность котировок привилегированных акций и сделать оценку дивидендных выплат более предсказуемой. По нашим оценкам, средний дивиденд от операционной деятельности (без учета прочих доходов) составит 4,5–5,0 руб./акц. в 2023–2026 гг. Изменение курса доллара на 1 руб. отразится на дивидендных выплатах в размере 0,42 руб./акц. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ оба вида акций.

Ослабление рубля в 2024 г. необходимо для закрытия дивидендного гэпа

По нашим оценкам, дивиденд на привилегированные акции Сургутнефтегаза от операционной деятельности 2023 г. может составить около 4,5 руб./акц., что предполагает доходность 8,4% к текущим котировкам. При курсе 90 руб./долл. на конец года дополнительный дивиденд может составить около 6,9 руб./акц., что предполагает суммарный дивиденд на уровне 11,5 руб./акц. с доходностью 21%. С одной стороны, такая доходность выглядит привлекательной, но если ослабление рубля не продолжится в 2024 г., то размер дивиденда может составить лишь 4,5–5,0 руб./акц., что помешает закрытию дивидендного гэпа.

Сургутнефтегаз: дивиденд за 2023 г. в зависимости от курса, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021*	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	-	-	2 236	2 502	2 524	2 546
EBITDA	-	-	704	744	706	674
Рентабельность по EBITDA	-	-	31,5%	29,7%	28,0%	26,5%
Чистая прибыль	-	-	1 511	776	623	609
Дивиденд, руб./об. акц.	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Дивиденд, руб./прив. акц.	4,7	0,8	11,5	6,9	5,5	5,3

Источник: расчеты Газпромбанка

*Компания не публиковала финансовую отчетность по МСФО за 2021 г. и за 2022 г.

Газпром: оптимизация инвестпрограммы и расходов поддержит дивиденды

Газпром принял важные в текущих условиях решения по оптимизации инвестиционной программы и операционных расходов. По нашим оценкам, по итогам 2023 и 2024 гг. Газпром сможет показать положительный свободный денежный поток и обеспечить дивидендные выплаты. Мы оцениваем дивиденды Газпрома по итогам 2023 г. в 19 руб./акц. Мы также считаем, что акции Газпрома привлекательны на долгосрочном горизонте вследствие увеличения поставок на азиатском направлении. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании с целевой ценой 190 руб./акц.

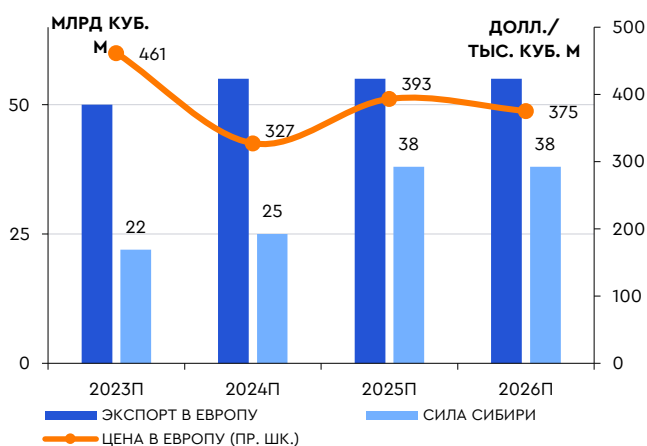
Поворот в Азию при сохранении части мощностей по экспорту в Европу

По нашим оценкам, у Газпрома все еще сохраняются значительные мощности по экспорту в Европу. Газпрому сейчас доступны трубопроводные мощности в объеме 62,5 млрд куб. м: Турецкий поток – 31,5 млрд куб. м, Голубой поток – 16 млрд куб. м и транзит через Украину, который на данный момент составляет около 15 млрд куб. м в год. С технической точки зрения доступны также «Ямал – Европа» общей мощностью 33 млрд куб. м в год и одна ветка Северного потока-2, которая может обеспечить поставки в Германию объемом 27,5 млрд куб. м.

Ближайшие годы основным драйвером экспортных объемов станет проект «Сила Сибири», который увеличит экспорт в Китай до 38 млрд куб. м в 2025 г. В долгосрочной перспективе Газпром увеличит поставки за счет проекта «Сила Сибири-2» и дальневосточного маршрута еще в сумме на 60 млрд куб. м.

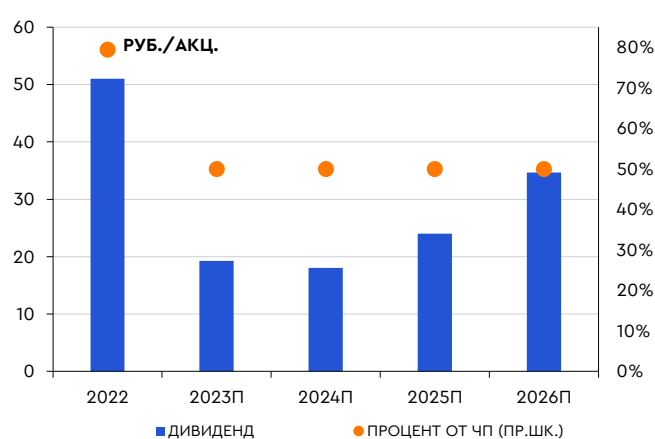
Мы также видим потенциал наращивания экспорта в Турцию, Азербайджан, Узбекистан и другие страны, которым российский трубопроводный газ позволит частично закрыть собственное потребление для обеспечения дополнительных экспортных поставок. В 2023 г. был подписан двухлетний договор на поставки почти 2,8 млрд куб. м в год газа в Узбекистан. Мы полагаем, что потенциал увеличения поставок российского газа только в Узбекистан может составлять до 10 млрд куб. м в год.

Газпром: объемы поставок по основным направлениям, млрд куб. м



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Газпром: ожидаемые дивиденды по итогам года, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	10 149	11 662	8 370	8 588	9 070	9 206
EBITDA	3 687	3 638	1 948	1 937	2 338	3 034
Рентабельность по EBITDA	36,3%	31,2%	23,3%	22,6%	25,8%	33,0%
Чистая прибыль	2 093	1 226	939	858	1 138	1 640
Дивиденд, руб./акц.	0,0	51,0	19,3	18,0	24,0	34,6

Источник: расчеты Газпромбанка

НОВАТЭК: бенефициар развития СПГ-рынка

НОВАТЭК остается основным бенефициаром развития СПГ-рынка и новых проектов в РФ главным образом за счет его собственной технологии. В конце 2023 г. планируется запуск первой линии завода «Арктик СПГ 2» (общей мощностью 19,8 млн тонн), а в 2024 г. может начаться строительство первой линии Мурманского СПГ, общая мощность которого составит до 20,4 млн т в год. Несмотря на крупные проекты, акции НОВАТЭКа предлагают неплохую дивидендную доходность. Суммарный дивиденд по итогам 2023 г. может составить 71,6 руб./акц. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции компании с целевой ценой 1 650 руб./акц.

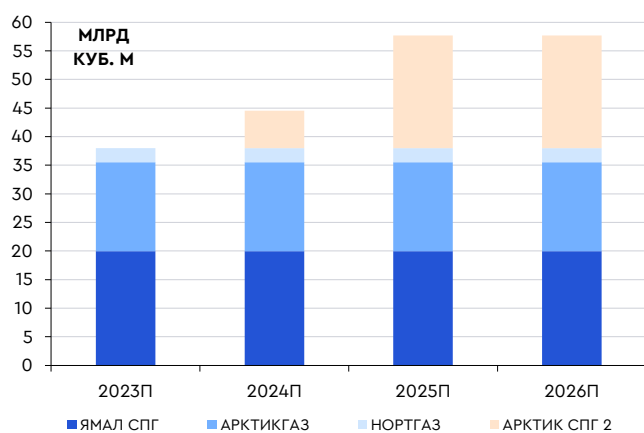
Арктик СПГ 2 и Мурманский СПГ реализуют потенциал роста

НОВАТЭКу предстоит решить трудные задачи по запуску Арктик СПГ 2 и реализации Мурманского СПГ. Мы полагаем, что запуск Арктик СПГ 2 и наращивание объемов продаж газа с этого проекта станут ключевыми факторами раскрытия потенциала акций компании. Мы также полагаем, что Арктик СПГ 2 увеличит шансы на успешную реализацию Мурманского СПГ. В результате выхода на полную мощность этих двух проектов суммарная мощность СПГ-заводов НОВАТЭКа возрастет в три раза и превысит 60 млн тонн газа. Мы также считаем, что компания продолжит наращивать мощности за счет еще двух проектов – Обского СПГ (мощностью около 6 млн тонн) и Арктик СПГ – 1 (мощностью 20 млн тонн).

На фоне роста НОВАТЭК предлагает неплохой дивиденд

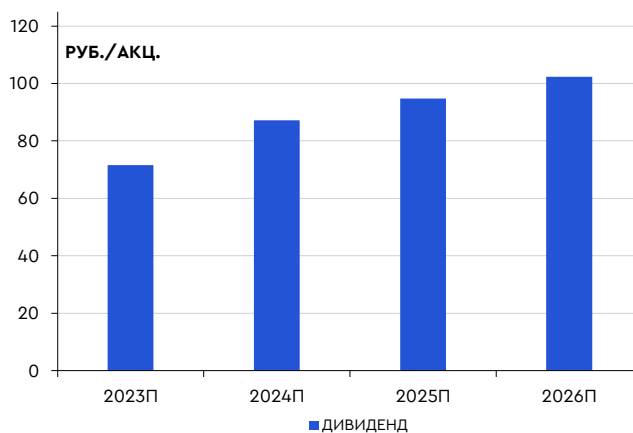
По нашим оценкам, по итогам 2023 г. НОВАТЭК в сумме выплатит 71,6 руб./акц., в 2024 г. мы ожидаем увеличения выплат за счет прибыли Арктик СПГ 2. Полагаем, что дивидендные выплаты компании будут расти на горизонте следующих трех лет и по итогам 2026 г. превысят 100 руб./акц., что предполагает доходность около 7%. При этом в последующие годы рост продолжится за счет запуска Мурманского СПГ и будущих проектов.

НОВАТЭК: добыча газа в СП на долю НОВАТЭКа, млрд куб. м



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

НОВАТЭК: ожидаемые дивиденды по итогам года, руб./акц.



Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022*	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	1 157	-	1 307	1 410	1 437	1 439
EBITDA	340	-	369	348	333	305
Рентабельность по EBITDA	29,4%	-	28,2%	24,7%	23,2%	21,2%
Чистая прибыль	433	-	536	507	571	616
Дивиденд, руб./акц.	71,4	105,6	71,6	87,2	94,8	102,3

Источник: расчеты Газпромбанка

*Компания не публиковала финансовую отчетность по МСФО за 2022 г.

VK: темная лошадка

Мы повысили справедливую оценку акций VK с 720 руб. до 780 руб., которая теперь подразумевает потенциал роста на 46% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

В течение 2023 г. VK показывала неоднозначную динамику финансовых показателей, в частности рентабельность по EBITDA в 1П23 снизилась на 5 п.п. г/г до 6,2% за счет роста инвестиций в укрепление позиций на рынке – в первую очередь в контентном направлении. При этом выручка в 1К23 продемонстрировала значительный рост (+40% г/г), который в 2К23 замедлился до 34% г/г и вновь ускорился до 37% г/г. Мы по-прежнему предполагаем, что пик инвестиционной фазы будет пройден в 2023 г., и с 2024 г. начнется постепенное восстановление рентабельности.

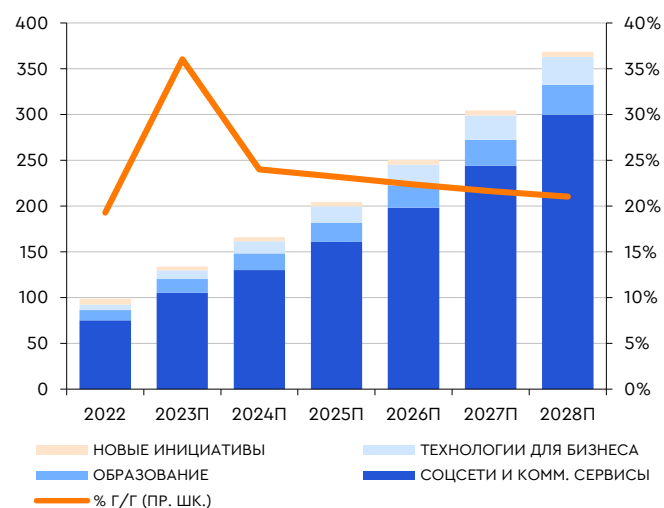
В то же время мы отмечаем, что относительно невысокий уровень коммуникации с инвестиционным сообществом может делать инвестиционный кейс компании менее прозрачным и понятным для участников рынка, что может препятствовать раскрытию фундаментальной стоимости.

Главный бенефициар возможной блокировки международных видеоресурсов

В качестве потенциальных позитивных драйверов стоимости мы рассматриваем увеличение долей на рынках онлайн-рекламы, онлайн-образования и B2B. Сильным триггером могла бы стать блокировка зарубежных видеоресурсов, прежде всего Youtube, однако в настоящий момент мы не рассматриваем этот сценарий в качестве базового.

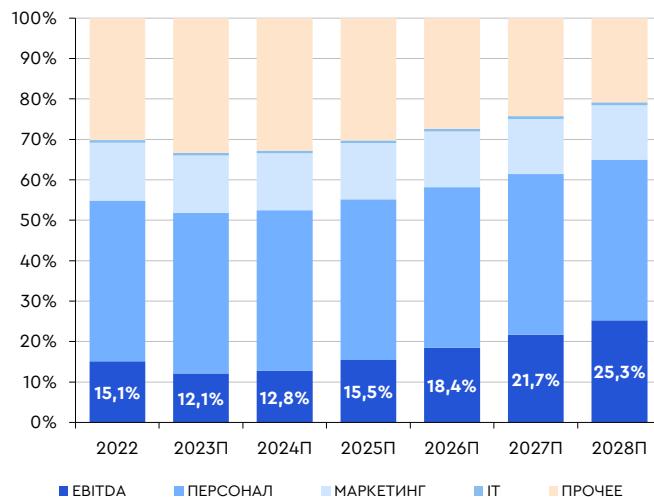
Обращаем также внимание на достаточно высокий уровень долговой нагрузки VK, однако стоит иметь в виду, что примерно треть финансового долга (60 млрд руб.) представлена долгосрочными рублевыми облигациями с купоном 3%, полностью выкупленными Минфином, что отчасти снижает риски рефинансирования и роста процентных расходов.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	133 803	162 736	196 743	133 010	164 947	203 187	-1%	1%	3%
EBITDA	15 908	20 318	29 725	16 082	21 063	31 417	1%	4%	6%
Рентабельность EBITDA	11,9%	12,5%	15,1%	12,1%	12,8%	15,5%	0,2 п.п.	0,3 п.п.	0,4 п.п.
Чистая прибыль	-12 553	-11 473	-6 196	-19 607	-24 235	-15 733	-	-	-
Свободный денежный поток	30 806	-2 707	685	-26 527	-23 736	-11 640	-	-	-

Источник: оценки Газпромбанка

Циан: машина по производству денежного потока набирает обороты

Мы повысили справедливую оценку ADR Циан с 800 до 1 000 руб., которая подразумевает потенциал роста на 80% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». Мы пересмотрели наши прогнозы финансовых показателей по результатам за 9М23. Наш новый прогноз подразумевает более высокие темпы роста в 2023-2025 гг. и значительное повышение рентабельности в результате действия эффекта масштаба.

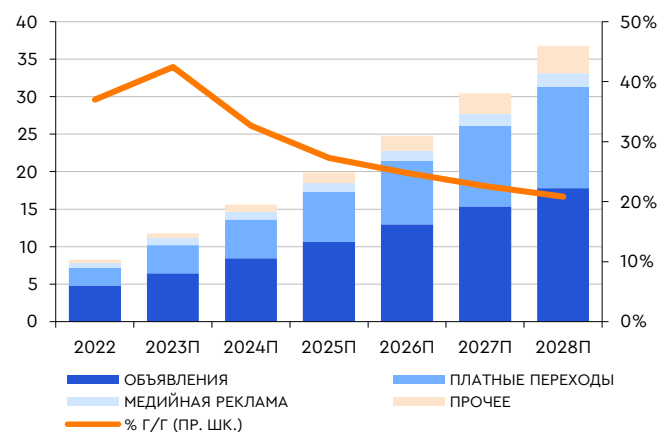
Ситуация на рынке недвижимости способствует росту

По нашему мнению, Циан является бенефициаром текущей конъюнктуры на рынке недвижимости – значительного смещения баланса спроса в пользу первичного рынка. Высокая активность на первичном рынке ведет к усилению конкуренции между застройщиками, которая вынуждает их платить более высокую цену за привлечение клиентов через платформу Циан. В то же время «охлаждение» вторичного рынка ведет к увеличению срока экспозиции объявлений, что заставляет продавцов более активно пользоваться платными инструментами продвижения. Такая ситуация на рынке недвижимости, на наш взгляд, может продолжаться как минимум до середины 2024 г., что поможет Циану демонстрировать высокие темпы роста и улучшение рентабельности. Мы ожидаем, что среднегодовой темп роста выручки, EBITDA и СДП в 2023–2028 гг. составит 28%, 43% и 42% соответственно.

Редомициляция раскроет дивидендный потенциал

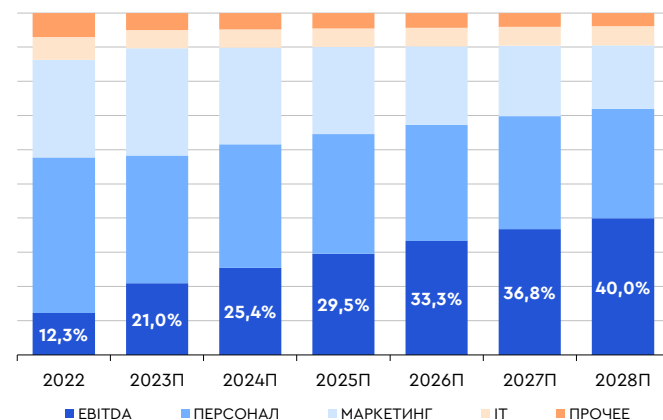
Мы ожидаем, что Циан может объявить о начале процесса редомициляции в 1П24. По состоянию на 9М23 запас денежных средств на балансе составлял 6,3 млрд руб., что соответствует 18% капитализации. Учитывая положительную динамику рентабельности и отсутствие значительной инвестиционной нагрузки, мы считаем, что значительная часть накопленных денежных средств может быть использована для выкупа долей международных акционеров или выплаты специальных дивидендов, что послужит сильным триггером для роста цены акций после объявления редомициляции. При этом финансовый профиль Циана сможет обеспечить значительный уровень регулярных дивидендов: по нашим оценкам, в 2024 г. доходность СДП составит 10% и вырастет до 35% к 2028 г.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	11 334	14 806	18 554	11 774	15 623	19 888	4%	6%	7%
EBITDA	1 901	3 100	4 598	2 470	3 973	5 873	30%	28%	28%
Рентабельность EBITDA	16,8%	20,9%	24,8%	21,0%	25,4%	29,5%	4,2 п.п.	4,5 п.п.	4,7 п.п.
Чистая прибыль	1 423	2 459	3 787	2 178	3 280	4 963	53%	33%	31%
Свободный денежный поток	2 473	3 702	5 212	3 259	4 591	6 515	32%	24%	25%

Источник: оценки Газпромбанка

Яндекс: на финишной прямой

Мы повысили целевую цену ADS Yandex NV с 2 600 до 3 500 руб. Новая справедливая стоимость подразумевает потенциал роста на 55% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

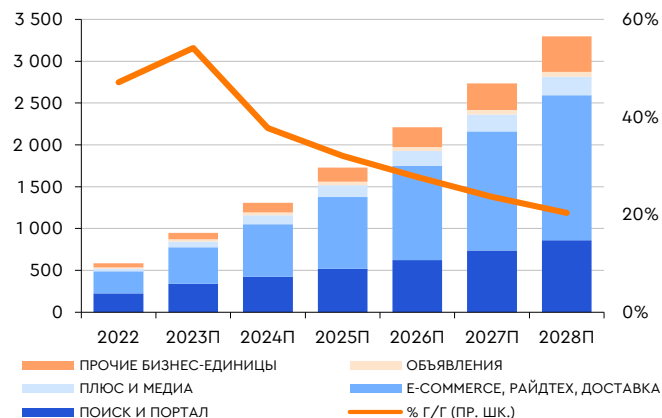
Высокая чувствительность к потреблению

В течение 2023 г. Яндекс демонстрировал впечатляющую динамику финансовых показателей: по итогам 9М23 рост выручки составил 54% г/г. Мы считаем, что долгосрочно Яндекс остается одним из главных бенефициаров ухода международных игроков с российского рынка, однако также отмечаем высокий уровень чувствительности к динамике потребления, поскольку с ним прямо или косвенно связана значительная часть бизнеса. Таким образом, мы ожидаем значительного замедления роста в 2024 г. по сравнению с 2023 г.

Реорганизация

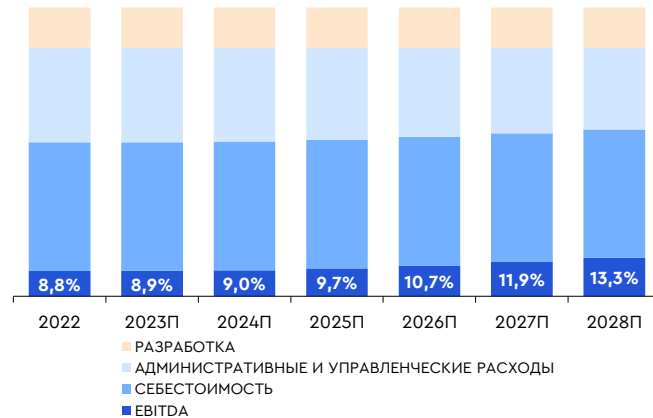
В октябре менеджмент Yandex NV публично объявил о намерении завершить процесс реорганизации до конца 2023 г. Согласно последней информации СМИ, появившейся в публичном поле, пул российских инвесторов может выкупить 100% российского бизнеса, исходя из оценки 5,5 млрд долл. (1 370 руб./акц.) с учетом 50%-го дисконта, и предложить российским акционерам обмен ADS Yandex NV на новые акции российского Яндекса. Мы оцениваем справедливую стоимость российского бизнеса Яндекса в 1,4 трлн руб., что соответствует 3 750 руб. на акцию Yandex NV, однако, на наш взгляд, рынок закладывает равнозначный обмен долей в Yandex NV на доли в российском Яндексе и может недооценивать риск размытия долей миноритарных акционеров. Полагаем, что дисконт для при конвертации может составить до 20%, что соответствует справедливой стоимости в 3 000 руб./акц. Мы также отмечаем, что объявление коэффициента конвертации ADS Yandex NV в акции российского Яндекса, процедура листинга акций новой компании и обмен акций могут занять еще несколько месяцев после объявления параметров сделки. Таким образом, несмотря на долгосрочную фундаментальную привлекательность бизнеса Яндекса, неопределенность реорганизации все еще достаточно высока, и мы считаем, что для формирования долгосрочных позиций лучше дождаться объявления параметров сделки.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	748 152	1 012 608	1 334 356	807 560	1 112 277	1 468 097	8%	10%	10%
EBITDA	60 450	81 413	108 910	71 662	100 257	142 551	19%	23%	31%
Рентабельность EBITDA	8,1%	8,0%	8,2%	8,9%	9,0%	9,7%	0,8 п.п.	1,0 п.п.	1,5 п.п.
Чистая прибыль	28 450	40 662	57 340	29 479	31 806	59 412	4%	-22%	4%
Свободный денежный поток	3 471	9 180	18 910	-4 693	7 296	30 696	-	-21%	62%

Источник: оценки Газпромбанка

Озон: после ударного года необходима передышка

Мы повысили справедливую оценку ADR Озон с 2 100 до 3 300 руб. Новая целевая цена подразумевает потенциал роста на 29% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». Для Озона 2023 год стал годом агрессивной экспансии, что выразилось в более чем двукратном росте оборота за 9М23. Мы полагаем, что в условиях замедления потребления и роста ставок в экономике в 2024 г. компания в первую очередь сфокусируется на рентабельности, что приведет к замедлению темпов роста GMV.

Рост GMV превзошел все ожидания

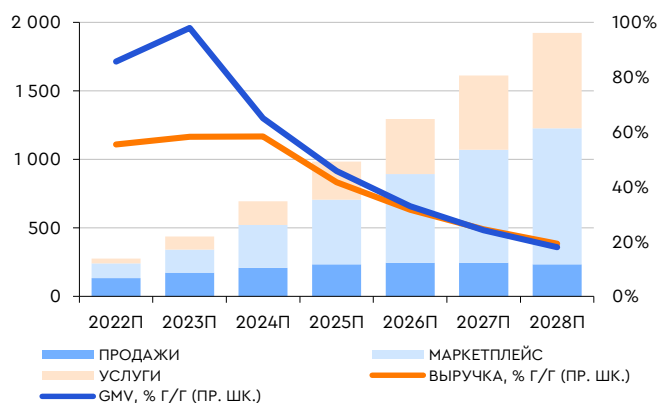
Динамика GMV Озона стала одним из главных сюрпризов в технологическом секторе в 2023 г. Рост GMV ускорялся от квартала к кварталу и по итогам 9М23 составил 110% г/г. При этом увеличение оборота маркетплейса в значительной степени обусловлено «инвестициями в цены» – предоставлением Озоном скидок покупателям. Это заметно по динамике уровня средней комиссии: по итогам 9М23 она составила 12,8%, что на 4,1 п.п. ниже, чем в 9М22.

Инвестиции в цены наряду с ускорением роста оборота оказали обратное влияние на скорректированную EBITDA: после сильного 1К23 EBITDA оказалась близкой к нулю в 2К23 и приняла отрицательное значение в 3К23. Снижение EBITDA компенсировалось положительным эффектом от изменения оборотного капитала (в первую очередь увеличения кредиторской задолженности на фоне ускорения роста оборота, а также клиентских средств в финтех-направлении).

Для поддержания безубыточности необходимо замедление

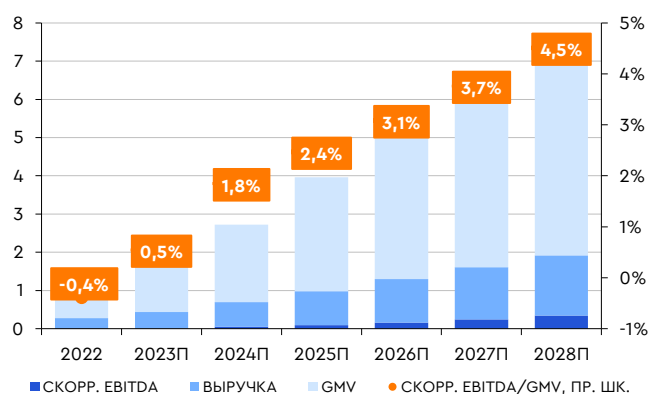
В течение 2023 г. менеджмент Озона заявлял, что основным приоритетом является рост GMV, однако вторым важным фактором является безубыточность на уровне СДП. Мы полагаем, что на фоне ожидаемого замедления потребления, эффекта высокой базы и повышения ставок в экономике в 2024 г. Озон будет вынужден снизить инвестиции в цены, что, с одной стороны, приведет к замедлению роста оборота, с другой – вернет значения EBITDA в положительную зону при сохранении безубыточности на уровне СДП. Мы прогнозируем, что в 2024 г. рост GMV достигнет 65% г/г и будет сопоставим с динамикой выручки, а на горизонте до 2028 г. среднегодовой темп роста GMV составит 36%.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
GMV	1 332 158	1 911 167	2 566 411	1 648 049	2 720 149	3 964 892	24%	42%	54%
Выручка	389 162	525 665	685 248	438 480	694 525	983 702	13%	32%	44%
EBITDA	2 756	28 660	62 965	316	39 375	84 941	-89%	37%	35%
Рентабельность EBITDA	0,7%	5,5%	9,2%	0,1%	5,7%	8,6%	-0,6 п.п.	0,2 п.п.	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	-27 337	-5 827	19 248	-32 443	-18 487	16 540	-	-	-14%
Свободный денежный поток	-32 471	-18 214	-977	6 503	3 161	33 783	-	-	-

Источник: оценки Газпромбанка

HeadHunter: охлаждение после перегрева

Мы повысили справедливую оценку ADR HeadHunter с 2 200 до 3 600 руб. Новая целевая цена подразумевает потенциал роста на 24% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

Рынку труда нужно охлаждение

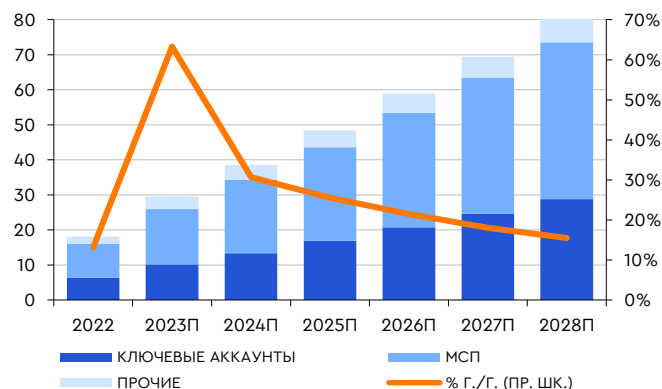
Для HeadHunter в 2-3К23 сложилась идеальная рыночная конъюнктура: с одной стороны, имел место эффект низкой базы, поскольку в 2-3К22 наблюдался отток платных клиентов из-за ухода международных компаний с российского рынка и преобладающей неопределенности относительно состояния экономики РФ. С другой стороны, в 2023 г. остро проявился дефицит рабочей силы, и в 3К23 индекс HeadHunter, который измеряет баланс спроса и предложения на рынке труда, достиг исторически минимального значения – 3,4, что подтверждает дефицитность рынка. В результате рост выручки в 2-3К23 составил 77% г/г, а рентабельность EBITDA в 3К23 достигла рекордного значения – 73%. В октябре - ноябре 2023 г. значение индекса HeadHunter выросло относительно сентября, что можно рассценивать как некоторую стабилизацию ситуации на рынке. Мы полагаем, что курс монетарной политики на охлаждение экономики окажет влияние и на спрос со стороны работодателей, что приведет к снижению дефицита трудовых ресурсов и, как следствие, приведет к нормализации темпов роста выручки HeadHunter в 2024 г.

Ждем вознаграждения акционеров после редомициляции

В октябре 2023 г. HeadHunter объявил о начале процесса редомициляции и предложил оферту на выкуп акций с дисконтом более 70% или обмен на акции российского юрлица, по результатам которой более 73% акционеров предъявили свои бумаги к обмену и всего 1,3% – к выкупу. Мы отмечаем, что цена ADR HeadHunter выросла более чем на 70% в преддверии объявления редомициляции, и считаем, что это событие уже учтено в текущем уровне котировок.

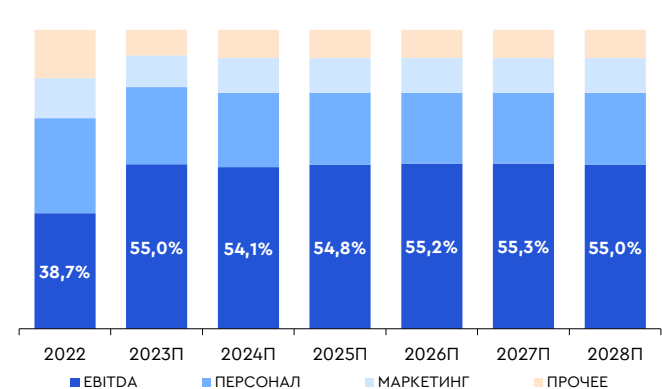
По состоянию на 9М23 объем накопленных денежных средств на счетах HeadHunter составлял 19,5 млрд руб., что соответствует 14% капитализации. До 2022 г. HeadHunter регулярно выплачивал дивиденды, и мы считаем, что возобновление дивидендов возможно после завершения процесса редомициляции. По нашим оценкам, доходность СДП в 2023 г. составит 11% и вырастет до 25% к 2028 г., что делает HeadHunter потенциально привлекательной дивидендной историей в долгосрочном периоде.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	22 444	27 066	31 735	29 535	38 583	48 438	32%	43%	53%
EBITDA	10 271	12 713	15 400	16 257	20 870	26 539	58%	64%	72%
Рентабельность EBITDA	45,8%	47,0%	48,5%	55,0%	54,1%	54,8%	9,3 п.п.	7,1 п.п.	6,3 п.п.
Чистая прибыль	7 006	9 523	11 777	12 063	15 689	20 452	72%	65%	74%
Свободный денежный поток	9 351	11 459	13 897	16 868	17 967	23 425	80%	57%	69%

Источник: оценки Газпромбанка

МТС: потенциал роста дивидендов исчерпан

Мы понизили справедливую оценку акций МТС с 334 до 250 руб. Новая целевая цена не подразумевает потенциала роста и соответствует рекомендации «ДЕРЖАТЬ».

Дивиденд на уровне прошлого года не выглядит привлекательным

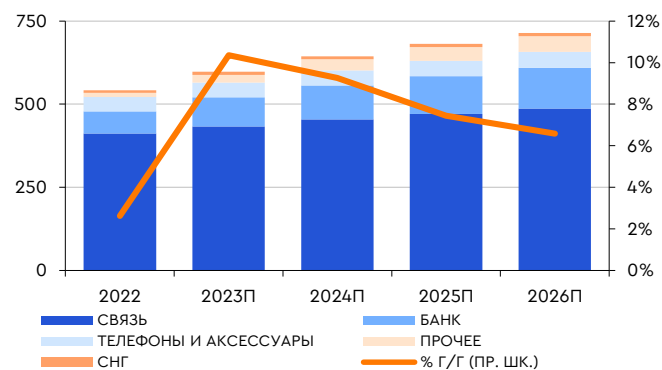
На протяжении 9М23 МТС демонстрировали сильную динамику финансовых показателей – двузначное увеличение выручки и рост EBITDA на 8% г/г. СДП без учета банковской деятельности по итогам 9М23 составил 57,5 млрд руб. (34 руб./акц.), и мы полагаем, что с учетом возврата к традиционной сезонности капвложений с максимальной нагрузкой в конце года годовое значение будет сопоставимо с этим уровнем. Принимая во внимание потребность АФК «Система» в получении дивидендов от МТС в условиях высоких ставок в экономике, мы полагаем, что коэффициент дивидендных выплат будет близок к 100%, а размер дивиденда на акцию будет сопоставим с прошлогодним значением – 34,29 руб./акц. Это предполагает дивидендную доходность на уровне 13,7%, что предполагает премию к 10-летним ОФЗ на уровне 1,6 п.п. и не выглядит привлекательным в текущих условиях.

Повышение ключевой ставки ЦБ оказывает давление на СДП

Телекоммуникационный бизнес традиционно считается устойчивым к макроэкономическим циклам, и мы прогнозируем сохранение динамики темпов роста выручки в сегменте связи на уровне 5% г/г в 2024 г. При этом развивающиеся направления бизнеса МТС, такие как банк, рекламные технологии и розничные продажи телефонов и оборудования, гораздо сильнее подвержены экономическим циклам, и мы ожидаем замедления роста в этих сегментах. Кроме того, давление на СДП будет отмечаться со стороны финансовых расходов из-за роста процентных ставок и достаточно высокой долговой нагрузки МТС – 2,5х по показателю «чистый долг/EBITDA (с учетом лизинга)». По нашим оценкам, повышение процентных ставок приведет к сокращению СДП МТС на 20 млрд руб. в год, что снижает потенциал для увеличения дивидендов.

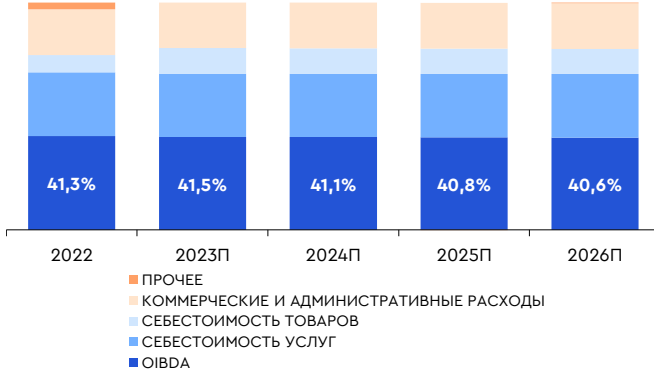
В ноябре телекоммуникационный регулятор Армении одобрил продажу местного бизнеса МТС. Полагаем, что сделка может состояться в 2024 г. Мы оцениваем МТС Армения в 15–20 млрд руб. (9–12 руб./акц) и, с учетом потребностей АФК «Система», не исключаем выплаты специальных дивидендов. При этом мы считаем, что с точки зрения МТС более разумно было бы направить средства от продажи на снижение долговой нагрузки.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	577 318	606 189	632 713	599 254	651 596	701 686	4%	7%	11%
EBITDA	233 657	242 345	250 552	248 541	266 601	283 811	6%	10%	13%
Рентабельность EBITDA	40,5%	40,0%	39,6%	41,5%	40,9%	40,4%	1,0 п.п.	0,9 п.п.	0,8 п.п.
Чистая прибыль	50 918	54 270	58 017	50 786	60 360	70 432	0%	11%	21%
Свободный денежный поток	66 403	72 965	80 106	22 069	62 648	81 324	-67%	-14%	2%

Источник: оценки Газпромбанка

ГК «Астра»: полет нормальный

Мы повысили справедливую оценку акций ГК «Астра» с 635 руб. до 700 руб., что подразумевает потенциал роста на 56% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». Повышение оценки связано со снижением риск-премии, которую мы использовали для отражения рисков первичного размещения, на 1 п.п. и с выравниванием параметров оценки относительно остальных компаний сектора.

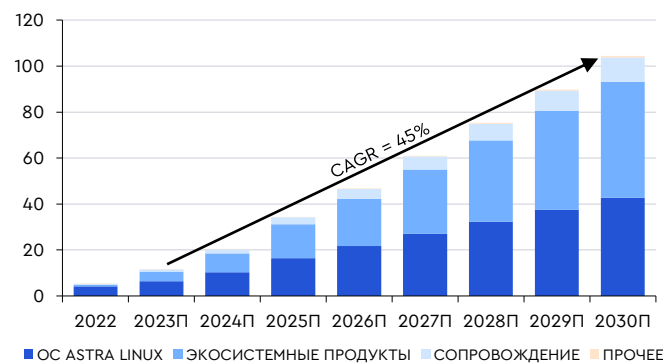
Самые высокие темпы роста на рынке

С момента IPO ГК «Астра» прошло 2 месяца, и пока мы не видим причин для пересмотра прогнозов финансовых показателей. На наш взгляд, вероятность реализации базового сценария – превращения операционной системы (ОС) Astra Linux в ОС «по умолчанию» для российского корпоративного рынка – остается высокой и создает дополнительный потенциал для увеличения доли ГК «Астра» в смежных сегментах рынка инфраструктурного ПО. В результате ГК «Астра» имеет отличные шансы продемонстрировать самые высокие темпы роста выручки на российском рынке: мы ожидаем, что на горизонте до 2030 г. среднегодовой темп роста составит 45%. Отметим, что с момента IPO ГК «Астра» заключила соглашения о сотрудничестве несколькими крупными корпоративными (РЖД-ТехСервис, Норильский Никель) и государственными клиентами (МФЦ Ростовской области), что подтверждает реалистичность нашего базового сценария. Несмотря на значительные темпы роста, ГК «Астра» планирует выплачивать дивиденды в размере не менее 50% от чистой прибыли (при условии долговой нагрузки не выше 1,0х чистый долг/EBITDA, сейчас 0,16). Мы прогнозируем, что в 2024 г. дивиденд на акцию составит 10 руб. (доходность 2,2%) при условии выплат на уровне нижней границы дивидендной политики, а к 2030 г. вырастет до 100 руб. (доходность 22%).

Прогноз на 2023 г. совпадает с долгосрочными ожиданиями

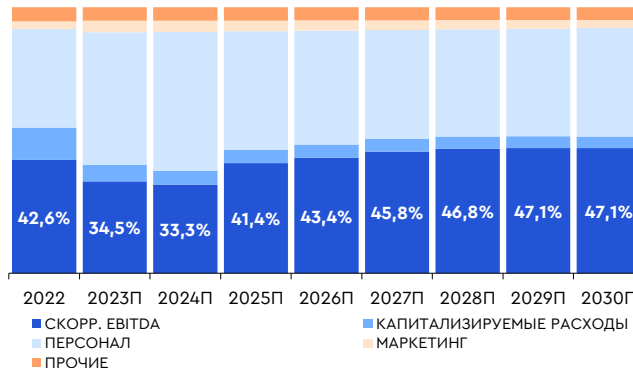
В ноябре ГК «Астра» опубликовала результаты за 3К23, в соответствии с которыми темпы роста выручки замедлились, а рентабельность снизилась. При этом годовой прогноз выручки и рентабельности был подтвержден, и мы полагаем, что достоверность прогноза, сделанного менее чем за 2 месяца до конца года, достаточно высока. Помимо финансовых результатов ГК «Астра» раскрыла информацию о 2 сделках M&A – 26% разработчика сервиса для работы с исходным кодом GitFlic и договоренность об увеличении доли до 51% до конца года, и 70,2% образовательной платформы Kpomary.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	11 666	20 399	34 417	11 666	20 399	34 417	0%	0%	0%
EBITDA	4 765	7 862	15 999	4 765	7 862	15 999	0%	0%	0%
Рентабельность EBITDA	40,8%	38,5%	46,5%	40,8%	38,5%	46,5%	0,0 п.п.	0,0 п.п.	0,0 п.п.
Чистая прибыль	4 625	7 443	15 111	4 625	7 443	15 111	0%	0%	0%
Свободный денежный поток	2 470	4 506	10 533	2 470	4 506	10 533	0%	0%	0%

Источник: оценки Газпромбанка

Positive Technologies: время позитивных новостей

Мы подтверждаем справедливую оценку акций Positive Technologies на уровне 2 750 руб., что подразумевает потенциал роста на 44% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». Улучшение прогнозов финансовых показателей компенсируется повышением специфической премии к ставке дисконтирования в размере 2 п.п., которую мы ввели после объявления программы мотивации персонала, размывающей, нашему мнению, акционерную стоимость.

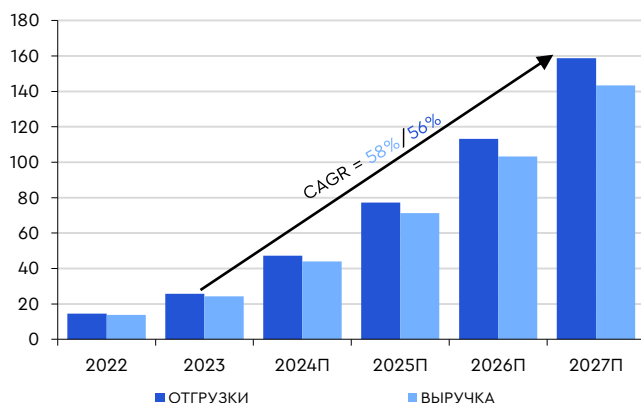
Амбициозные среднесрочные цели

В ноябре Positive Technologies впервые представила прогноз финансовых показателей на 2024–2025 гг. Компания ожидает среднегодовой темп роста отгрузок в диапазоне 67–100% (существенно выше консенсуса) и рентабельность скорректированной чистой прибыли (NIC) на уровне выше 30%. Прогноз на 2024 г. подтверждается запуском в коммерческую эксплуатацию новых продуктов, прежде всего Next Generation Firewall (NGFW), на которые уже сформирована воронка продаж. Кроме того, компания активно разворачивает деятельность на рынках Ближнего Востока, и мы считаем достаточно высокой вероятность запуска первых коммерческих международных проектов уже в 2024 г. Новые прогнозы финансовых показателей подразумевают дивиденд в размере 89 руб./акц. (доходность 4,5%) в 2024 г. и рост до 323 руб./акц. (доходность 16,1%) к 2028 г. с учетом выплаты 75% NIC и размытия акционерного капитала на 25% в 2024 г. и на 5% ежегодно в последующие годы.

Плохие новости уже учтены в цене

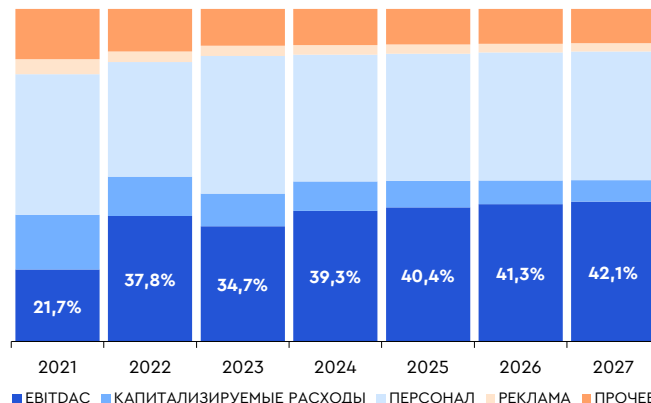
В октябре Positive Technologies объявила программу мотивации персонала, в рамках которой предполагается ежегодный выпуск акций объемом до 25% капитала в зависимости от динамики курса акций. Вслед за этим были опубликованы достаточно слабые результаты за 3К23, продемонстрировавшие рост выручки на 5% г/г и снижение EBITDA на 50% г/г. В результате цена акции скорректировалась на 23% с максимального значения, предшествовавшего объявлению программы мотивации. Мы считаем, что негативный новостной поток уже заложен в цену, и видим больше потенциала для роста, нежели для дальнейшего снижения. Позитивными триггерами могут стать сильные результаты за 4К23, подтверждение агрессивного прогноза роста на 2024–2025 гг., успешный выход на международные рынки и снижение объема программы мотивации.

Динамика выручки, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Структура операционных расходов



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Изменения прогнозов основных финансовых показателей, млн руб.

	ПРЕДЫДУЩАЯ МОДЕЛЬ			ТЕКУЩАЯ МОДЕЛЬ			ИЗМЕНЕНИЕ		
	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П	2023П	2024П	2025П
Выручка	23 752	39 458	60 098	24 209	44 014	71 199	2%	12%	18%
EBITDA	11 381	20 248	30 942	10 765	21 190	34 387	-5%	5%	11%
Рентабельность EBITDA	47,9%	51,3%	51,5%	44,5%	48,1%	48,3%	-3,4 п.п.	-3,2 п.п.	-3,2 п.п.
Чистая прибыль	10 049	18 033	27 610	9 416	18 674	30 407	-6%	4%	10%
Свободный денежный поток	5 964	10 770	18 335	5 652	10 302	19 041	-5%	-4%	4%

Источник: оценки Газпромбанка

Магнит: возврат к выплатам дивидендов приведет к восстановлению ценовых мультипликаторов

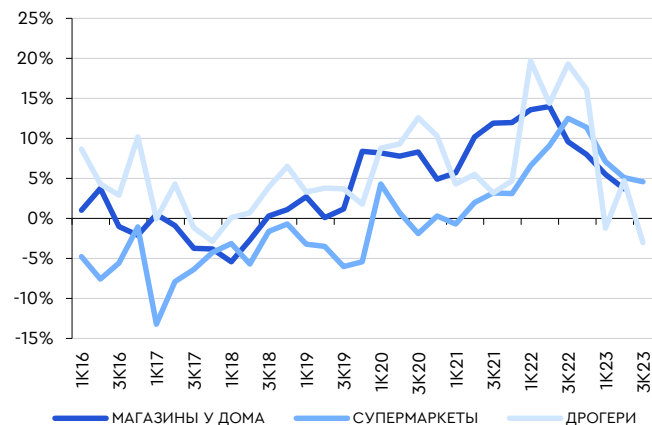
Магнит начал 2023 год на низкой ноте с точки зрения корпоративного управления – отсутствие какой-либо отчетности и правомочных органов управления, полная неясность со сроками возобновления выплаты дивидендов. Как результат, после отскока в 2К-3К22 на волне общей рыночной коррекции цена акции снизилась до уровня середины 2020 г., в то время как ценовые мультипликаторы опустились до исторически минимальных значений. В итоге в январе – мае 2023 г. Магнит торговался с мультипликатором EV/EBITDA следующего года на уровне около 3,7х, что предполагает дисконт в районе 40% к мультипликатору конца 2021 г. (5,2х), т.е. до начала большой коррекции рынка. Условно, 40-процентный дисконт можно было разбить на два: дисконт за отсутствие прозрачности (20%) и дисконт за отсутствие дивиденда (20%).

В начале июня Магнит объявил тендерное предложение по выкупу акций у иностранных инвесторов из «недружественных» юрисдикций, чтобы получить юридическую возможность для проведения собрания акционеров и возобновления дивидендных выплат. В итоге по мере того, как в течение года компания устраняла «недостатки» (восстановила раскрытие операционных и финансовых показателей, объявила первый после длительного перерыва дивиденд), дисконт к историческим мультипликаторам снижался (с 40% в мае до 11% декабре), а акция росла (с начала июня до середины декабря акция подорожала более чем на 50%).

Операционная динамика оставляет много возможностей для существенного улучшения

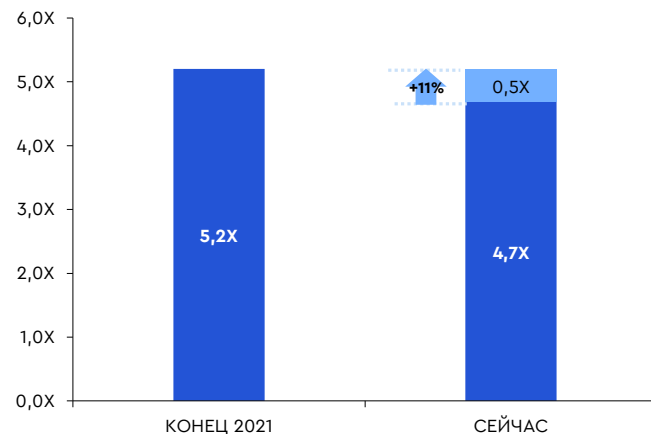
Несмотря на то, что в течение этого года Магнит сохранял высокую динамику открытий новых магазинов, к концу 2023 г. ретейлер существенно снизил темпы роста розничной выручки как по сравнению с 2022 г., так и по сравнению с началом 2023 г., из-за снижения динамики сопоставимых продаж. В 3К23 темп роста сопоставимых (Lfl) продаж Магнита был более чем втрое хуже аналогичного показателя Х5 – 3,1% против 10,2%. На наш взгляд, это подчеркивает потенциал операционных улучшений, который ретейлер может реализовать уже в 2024 г.

Магнит: Динамика сопоставимых (Lfl) продаж



Источник: данные компании, Газпромбанк

Магнит: форвардные мультипликаторы EV/EBITDA



Источник: оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	1 856	2 352	2 512	2 791	3 120	3 459
EBITDA	133	161	161	183	214	249
Рентабельность по EBITDA	7,2%	6,8%	6,4%	6,5%	6,8%	7,2%
Чистая прибыль	52	34	56	66	81	101
Дивиденд, руб./акц.	491	0	0	959	651	794
Див. доходность	8,7%	0,0%	0,0%	15,3%	10,4%	12,7%

Источник: данные компании, Газпромбанк

X5 Group: принуждение к редомициляции

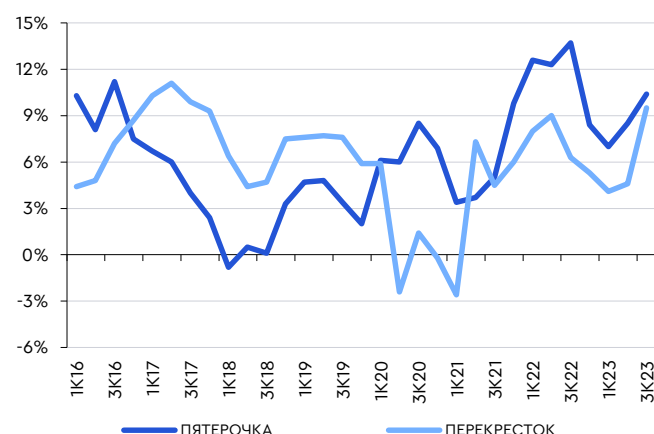
В среднесрочной перспективе наиболее актуальным для X5 Group является вопрос смены регистрации холдинговой компании с нидерландской на российскую юрисдикцию. Это позволит в полном объеме восстановить права акционеров компании и прежде всего право на получение дивидендов.

В начале августа в России был принят закон, который упрощает переход в юрисдикцию России экономически значимых обществ (ЭЗО). Правительство России должно утвердить список ЭЗО, в который, как мы ожидаем, должна будет войти и X5 Group, что позволит компании получить российскую «прописку». Новость о выключении X5 в правительственный список ЭЗО станет сильнейшим катализатором для курсовой стоимости бумаги, что в конечном итоге должно привести к ререйтингу бумаги к докризисным ценовым мультипликаторам (см. диаграмму ниже).

Отличная операционная динамика

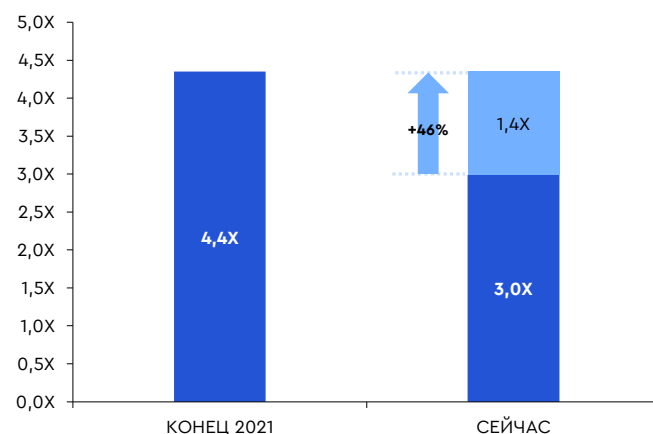
В течение 2023 г. X5 Group демонстрировала отличную операционную динамику по всем бизнес-направлениям. В 3К23 ключевые розничные форматы – магазины у дома «Пятерочка» и супермаркеты «Перекресток» – в очередной раз зафиксировали прирост покупательского трафика и, как результат, увеличение сопоставимых (Lfl) продаж на уровне около 10%. Недавно запущенный формат дискаунтеров «Чижик» показал более чем трехкратный рост выручки, а выручка онлайн-бизнесов почти удвоилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Отличная операционная динамика свидетельствует об эффективности бизнес-модели X5 и конкурентоспособности ценностного предложения ее розничных форматов, что дает основания ожидать сохранения хорошей динамики розничной выручки ретейлера в 2024 г.

X5 Group: Динамика сопоставимых (Lfl) продаж



Источник: данные компании, Газпромбанк

X5 Group: форвардные мультипликаторы EV/EBITDA



Источник: оценки Газпромбанка

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	2 205	2 605	3 123	3 512	3 952	4 213
EBITDA	161	186	215	225	273	283
Рентабельность по EBITDA	7,3%	7,2%	6,9%	6,4%	6,9%	6,7%
Чистая прибыль	49	52	90	101	130	131
Дивиденд, руб./акц.	184	0	0	184	240	242
Див. доходность	8,4%	0,0%	0,0%	9,1%	11,8%	11,9%

Источник: данные компании, Газпромбанк

Самолет: уверенный курс на первое место

Самолет – однозначно главная акция сектора «Недвижимость» как для розничных, так и для институциональных инвесторов. Это стало следствием реализуемой компанией стратегии повышения инвестиционной привлекательности для фондовых инвесторов и рыночного лидерства.

В 2024 г. Самолет планирует нарастить продажи на 70%, а также удвоить EBITDA по сравнению с 2023 г., что при не самой простой макрообстановке и высоких процентных ставках выглядит очень амбициозно. Реализация планов компании усилит позиции Самолета как высокоэффективной истории роста, что должно поддержать ценовые мультипликаторы акции. Вывод на биржу компании «Самолет Плюс» станет еще одним мощным катализатором для акций Группы.

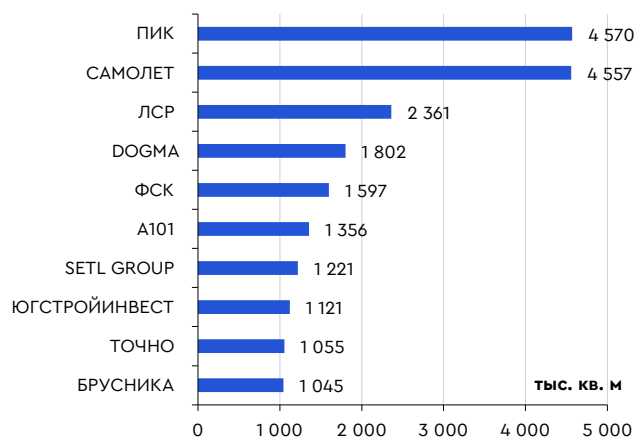
Выкуп акций поддержит котировки

В конце мая совет директоров компании объявил о проведении выкупа акций с рынка до конца 2023 г. на сумму до 10 млрд руб. с целью увеличения капитализации компании. С момента запуска программы и до середины декабря акции Самолета прибавили в цене 27%, обогнав индекс Мосбиржи на 12%, что в целом говорит о высокой эффективности программы выкупа. По завершении текущей программы, т.е. в начале 2024 г Самолет намерен объявить еще одну программу выкупа акций. Это ожидается будет оказывать поддержку акциям компании в ближайшие месяцы.

Отличная операционная динамика

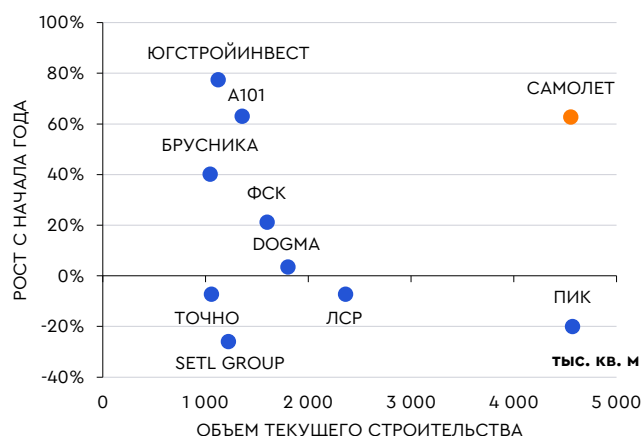
В течение 2023 г. Самолет показывал отличную динамику продаж недвижимости, что стало результатом активного расширения портфеля проектов, а также вывода на рынок новых проектов и новых очередей в существующих проектах, а также расширения географии присутствия. В 1П23 Самолет вывел в продажу в общей сложности 24,6 тыс. лотов в 22 проектах (61 корпус) с общей продаваемой площадью 1 038,7 тыс. кв. м. По сравнению с 1П22 объем предложения недвижимости вырос на впечатляющие 65%. Кроме того, повышение ключевой ставки привело к перетоку части потребительского спроса с вторичного рынка на первичный, а волатильность валютного рынка – к притоку новых денег на рынок жилой недвижимости.

Объем текущего строительства недвижимости



Источник: ДОМ.РФ

Объем текущего строительства недвижимости vs рост с начала года



Источник: ДОМ.РФ, Газпромбанк

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	93	172	267	368	443	512
EBITDA	18	41	63	86	103	120
Рентабельность по EBITDA	19,5%	23,7%	23,6%	23,4%	23,4%	23,4%
Чистая прибыль	8	15	30	35	43	55
Дивиденд, руб./акц.	82	82	0	164	164	164
Див. доходность	3,2%	3,7%	0,0%	4,3%	4,3%	4,3%

Источник: данные компании, Газпромбанк

Северсталь: возобновление дивидендов по итогам 2023 г. с двузначной доходностью

Мы считаем Северсталь одним из бенефициаров восстановления объемов потребления и цен на стальную продукцию на внутреннем рынке РФ. Ожидаем, что компания вскоре завершит «дивидендную паузу», начатую в начале 2022 г., и выплатит акционерам дивиденд по итогам 2023 г., который может включать «регулярную» и «дополнительную» части:

- **«Регулярный» дивиденд** Северстали отталкивается от текущей дивидендной политики, нацеленной на выплату акционерам компании 100% ее СДП. Доходность такого дивиденда по итогам 2023 превысит 12% с ростом в последующие периоды, по нашим ожиданиям.
- **«Дополнительный» дивиденд** может быть выплачен постепенно для распределения между акционерами накопленной чистой денежной позиции компании, которая превышает 10% от ее рыночной капитализации.

Основные финансовые показатели, млрд долл.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	11,6	9,7	8,5	8,7	9,3	9,5
EBITDA	5,9	3,6	2,7	3,0	3,3	3,6
Рентабельность по EBITDA	50%	37%	32%	34%	36%	38%
Чистая прибыль	4,1	2,3	2,5	2,2	2,5	2,6

Источник: расчеты Газпромбанка

ММК: вероятный дивиденд по итогам 2023 г., но с меньшей доходностью, чем у Северстали

Инвестиционная история ММК схожа с Северсталью. Компания является бенефициаром восстановления внутреннего спроса и рублевых цен на стальную продукцию. На этом фоне мы ожидаем, что ММК возобновит выплату дивидендов по итогам 2023 г., которая может включать как «регулярную» часть, соответствующую свободному денежному потоку компании, так и «дополнительную» – для частичного распределения чистой денежной позиции ММК.

При этом повышенные капитальные затраты компании в 2023 г. приведут к более низкой доходности СДП и – как следствие – к более низкой, чем у Северстали, «регулярной» дивидендной доходности по итогам 2023 г.

Основные финансовые показатели, млрд долл.

	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Выручка	11,9	8,5	8,9	8,7	9,2	9,5
EBITDA	4,2	2,5	2,2	2,0	2,2	2,3
Рентабельность по EBITDA	35%	29%	24%	23%	24%	24%
Чистая прибыль	3,1	1,6	1,3	1,1	1,2	1,3

Источник: расчеты Газпромбанка

ТИКЕР	СНMF
Цена закрытия, руб.	1 245
Целевая цена, руб.	1 800
Потенциал роста	45%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

ТИКЕР	MAGN
Цена закрытия, руб.	50
Целевая цена, руб.	61
Потенциал роста	22%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Полюс: бенефициар повышения цены на золото, несмотря на рост долговой нагрузки после обратного выкупа акций

Публичные производители золота в российской юрисдикции (Полюс, ЮГК, Селигдар) сочетают в себе свойства защитных активов, акционерная стоимость которых зависит от рыночной цены на золото, с историей среднесрочного роста. При этом их дивидендная доходность в краткосрочной перспективе, вероятно, будет ниже среднерыночного уровня из-за сочетания:

- **сдержанного подхода к выплате дивидендов** у большинства золотодобывающих компаний в российской юрисдикции, за исключением ЮГК.
- **повышенной удельной долговой нагрузки**, например, по сравнению с крупнейшими производителями стали в РФ;
- **времени, требующегося для реализации проектов роста.**

Полюс остается одним из наиболее эффективных и высокомаржинальных производителей золота в РФ и в мире с ожидаемым значительным ростом производства к 2030 г.

- **Преимущества компании:**
 - **низкие удельные денежные затраты** на производство золота (Total Cash Cost, "ТСС") на уровне около 500–600 долл./унц.;
 - **ожидаемый существенный рост объема производства золота** в среднесрочной перспективе: с около 78 тонн золота в 2022 г. до свыше 150 тонн в 2030 г. благодаря вводу в эксплуатацию месторождения Сухой Лог начиная с 2028 г.
- **Риски и вызовы:**
 - **повышенная удельная долговая нагрузка** на уровне выше ЧД/EBITDA = 2,0х после осуществления обратного выкупа акций в 3К23;
 - **неопределенность с выплатой дивидендов по итогам 2023 г.** из-за роста удельной долговой нагрузки. При этом, по нашим расчетам, удельная долговая нагрузка Полюса на конец 2023 г. не должна превысить 2,5х по показателю «ЧД/EBITDA», что должно создать предпосылки для выплаты дивидендов по итогам 2023 г.
- **В итоге** мы рассматриваем Полюс как привлекательную защитную историю с вероятным возобновлением дивидендных выплат по итогам 2023 г., но с доходностью ниже среднерыночной.

ТИКЕР	PLZL
Цена закрытия, руб.	9 974
Целевая цена, руб.	14 000
Потенциал роста	40%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Селигдар: рост производства в среднесрочной перспективе при сдержанном подходе к дивидендам

Селигдар является компанией с перспективами значительного роста производства золота, но относительно скромным дивидендным профилем в краткосрочной перспективе.

- **Преимущества Селигдара:**
 - **потенциал существенного роста производства золота** с возможным удвоением к 2030 г. благодаря вводу месторождений Хвойное и Кючус;
 - **привязка существенной части долговой нагрузки к цене золота** (в форме «золотых» займов или облигаций), что снижает риски, связанные со снижением цены на основную продукцию Селигдара.
- **Риски и вызовы:**
 - **повышенный уровень долговой нагрузки** с показателем ЧД/EBITDA, приближающимся к 2,5х по итогам 1П23;
 - **сдержанный подход к выплате дивидендов.**
- **В итоге** мы не относим Селигдар к основным фаворитам в секторе из-за потенциально скромного уровня дивидендных выплат в краткосрочной перспективе и повышенной удельной долговой нагрузки.

ТИКЕР	SELG
Цена закрытия, руб.	56
Целевая цена, руб.	75
Потенциал роста	34%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Полиметалл: инвестиционная история определяется корпоративными изменениями

Инвестиционная история Полиметалла в настоящий момент больше зависит от результатов корпоративных изменений, чем от текущей производственной деятельности. Основные изменения включают:

- **подготовку российских активов компании к продаже.** В 2023 г. руководство Полиметалла заявило о намерении продать российскую часть своего бизнеса, на которую приходится более половины от выручки и EBITDA компании. Это намерение было позже подтверждено, но пока не было реализовано до конца;
- **добровольный обмен акций,** торгуемых на Московской бирже, на акции, торгуемые на Бирже международного финансового центра Астана (МФЦА). Решение о таком обмене было принято акционерами 8 декабря 2023 г. Акционеры, принявшие участие в обмене, будут иметь возможность получать дивиденды в случае принятия решения об их выплате.

В итоге мы не включаем Полиметалл в число наших фаворитов в связи с повышенным уровнем корпоративных неопределенностей в инвестиционной истории компании.

Норникель: под давлением цен на никель и палладий, а также капитальных затрат

- К **преимуществам Норникеля** относится то, что он является бенефициаром ослабления рубля, т.к. большая часть его продукции идет на экспорт и реализуется на основе международных биржевых цен.
- **Риски и вызовы:**
 - **давление на цены на некоторые ключевые виды продукции** (например, никель, палладий), что снизит выручку и прибыль компании;
 - **прохождение пика цикла капитальных вложений Норникеля,** приходящегося на 2023-2024 гг. Такой пик может оказать дополнительное давление на дивиденд компании, если он будет рассчитываться из свободного денежного потока компании;
 - **дивидендная политика компании не актуализирована** после истечения предыдущей в 2022 г.
- **В итоге** мы рассматриваем Норникель как привлекательную дивидендную историю в среднесрочной перспективе. Однако его дивидендная доходность в ближайшие годы вряд ли превзойдет среднерыночный уровень из-за обозначенных выше рисков и вызовов.

ТИКЕР	POLY
Цена закрытия, руб.	500
Целевая цена, руб.	750
Потенциал роста	50%
Рекомендация	ПЕРЕСМОТР

ТИКЕР	GMKN
Цена закрытия, руб.	16 528
Целевая цена, руб.	19 000
Потенциал роста	15%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантий будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.