Инвестиционная стратегия

2025

Декабрь 2024 г.

Содержание

4 КЛЮЧЕВЫЕ ПРОГНОЗЫ
5 МАКРОЭКОНОМИКА
9 ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК
13 ДОЛГОВОЙ РЫНОК
19 РЫНОК АКЦИЙ
26 ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ
32 ПРОГНОЗ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ
34 НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР
39 МЕТАЛЛЫ И ГОРНАЯ ДОБЫЧА
51 ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР
60 ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР
66 ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР
73 НЕДВИЖИМОСТЬ
77 ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР
80 МЕДИЦИНСКИЙ СЕКТОР
83 ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА (ГЕНЕРАЦИЯ)

01

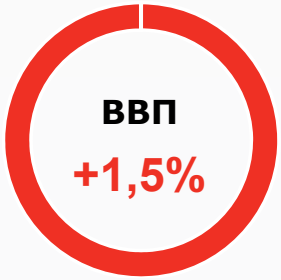
Инвестиционное резюме

В 2025 г. в России ожидается замедление экономического роста до 1,5% г/г (по оценкам Альфа-Банка) после очень позитивной динамики в предыдущие два года. В ситуации, когда строительный сектор лишился весомой финансовой поддержки, а спрос на российский экспорт оказался под давлением, бюджетная политика может остаться стимулирующей, что может способствовать ускорению инфляции в условиях дефицита предложения на рынке труда. Все это сильно усложняет ситуацию для ЦБ, который пытается обуздать инфляцию. Следовательно, ключевая ставка в течение 2025 г. едва ли опустится ниже 20%, однако это поможет обменному курсу закрепиться в диапазоне 100-110 руб. за доллар.

В начале 2024 г. ключевая ставка составляла 16,0%, а инвесторы ждали смягчения ДКП – в соответствии с февральским макроэкономическим прогнозом ЦБ РФ. Увы, этому прогнозу не суждено было сбыться. Все классы облигаций по итогам 2024 г. подешевели на фоне последовательного повышения ставки ЦБ. Доходность облигаций штурмует новые высоты, но момент для входа в рынок еще не настал. Мы ожидаем сохранения напряженной ситуации на рынке облигаций в 1К25. Единственным привлекательным сегментом на российском долговом рынке в данный момент мы считаем валютные облигации.

В будущем году ситуация на рынке акций по-прежнему будет сильно зависеть от макроэкономических рисков (включая темпы инфляции и политику Банка России), а также от геополитических рисков (в том числе от санкционного режима). По нашим расчетам, с учетом исторического и целевого значений мультипликатора P/E для Индекса Мосбиржи (IMOEX) в 2025 г. он может вырасти на 21%, до 3 025 пунктов (пессимистичный сценарий). Если же ориентироваться на средние целевые цены отдельных компонентов IMOEX (с учетом их индексного веса), потенциал роста индекса в 2025 г. может достичь 39%, до 3 500 пунктов.

Ключевые прогнозы на 2025



Ждём замедления темпов роста ВВП. Главный фактор – сектор строительства

Ждем ключевую ставку в 2025 г. на уровнях выше 20%

Ждем движения курса до 105 руб. за доллар в 2025 году

Консенсус ждет еще два снижения ставки ФРС, а к концу 2025 г. ставка может быть выше 4%

В 2025 г. индекс может вырасти на 21%—39% (базовый сценарий – 30%)

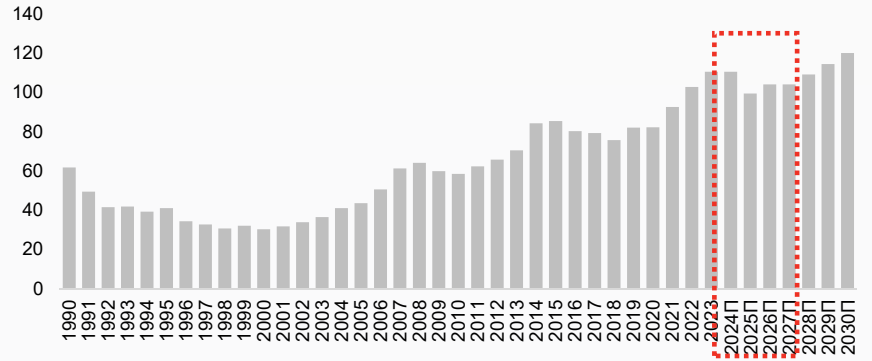
02

Макроэкономика (Россия)

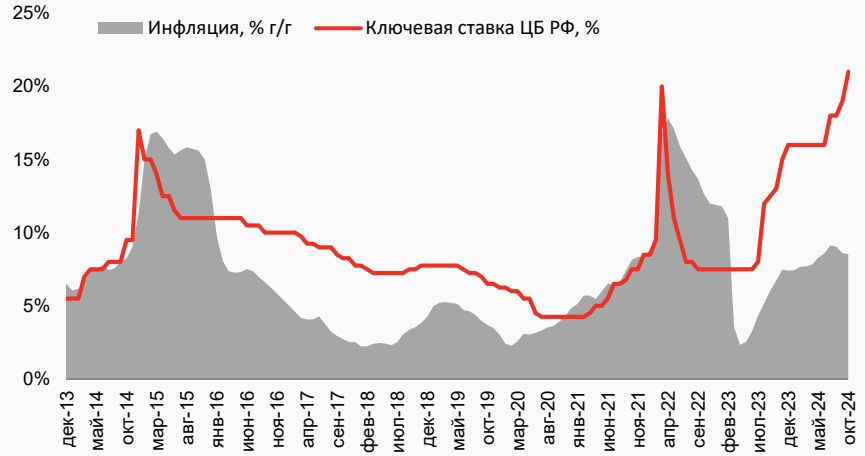
Экономика 2025: факторы торможения роста

- Ждём замедления темпов роста экономики до 1,5% г/г в 2025 г. Главный фактор торможения – сектор строительства. Сегмент строительства продемонстрировал близкие к нулю темпы роста уже в 3К24.
- Ослабление бюджетного импульса на 2025 г. поддержит снижение инфляционного давления, но только в 2П25.
- Прогнозы ЦБ РФ предполагают, что в 2025 г. нужно будет сохранять реальную процентную ставку на уровнях около 12%, чтобы обеспечить замедление инфляции. Ждем ставку выше 20% на 2025 год.

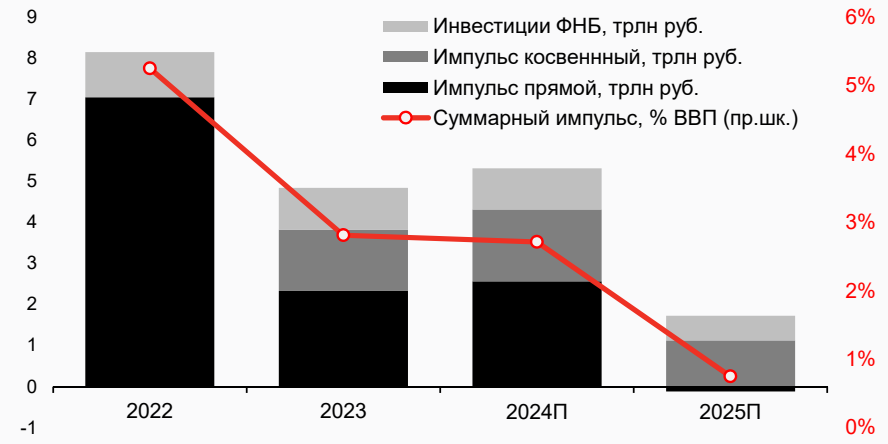
Ввод жилья в РФ, млн м2



Динамика инфляции (% г/г) и ключевой ставки (%)



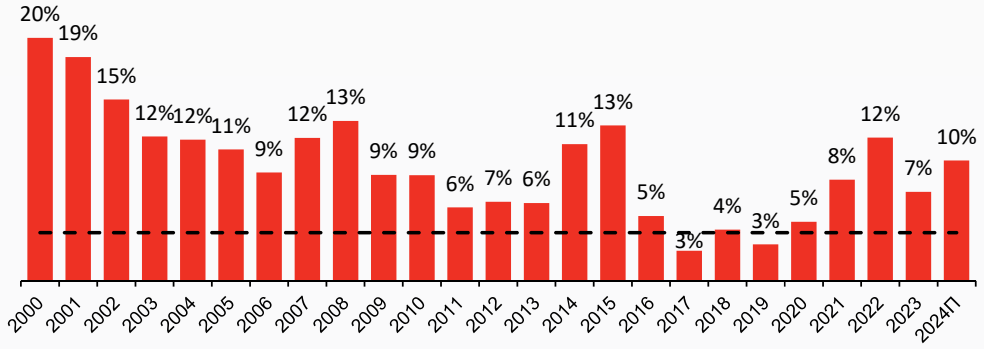
Бюджетный импульс, трлн руб., % ВВП



Источники: Росстат, Минфин, Альфа-Банк

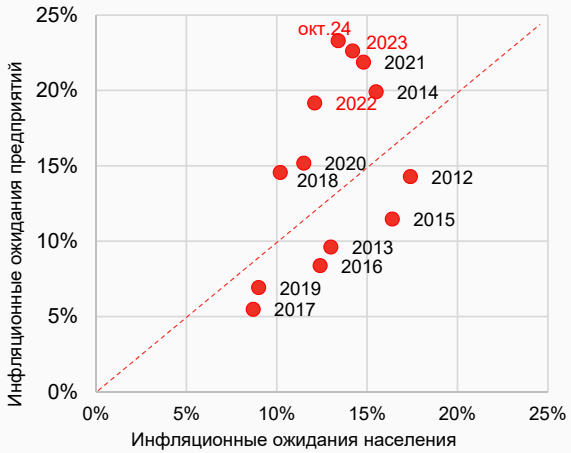
Низкая безработица защищает доходы населения

Инфляция в РФ, % г/г

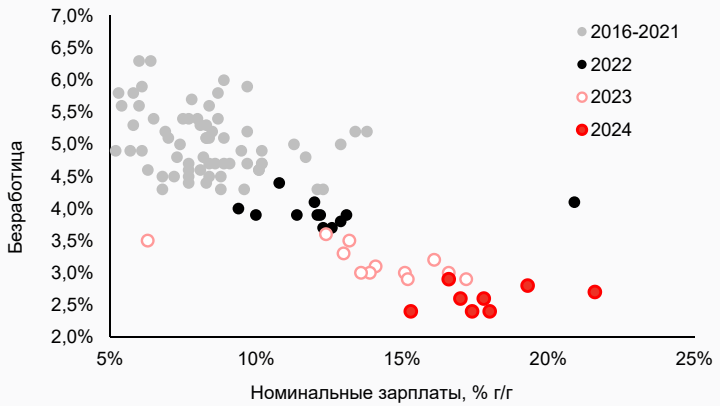


- Инфляция пятый год подряд превышает ориентир ЦБ РФ (4%), быстрый рост зарплат и ослабление валютного курса снижают эффект от жесткой ДКП.
- Инфляционные ожидания населения и компаний с 2023 года почти не изменились, несмотря на повышение ключевой ставки.
- Несмотря на высокую инфляцию, низкая безработица на уровне 2,4% позволит сохранить рост доходов населения даже при торможении роста ВВП.

Инфляционные ожидания населения (%) и компаний (%, баланс ответов)



Рост номинальных среднемесячных з/п (% г/г) и уровень безработицы (%)



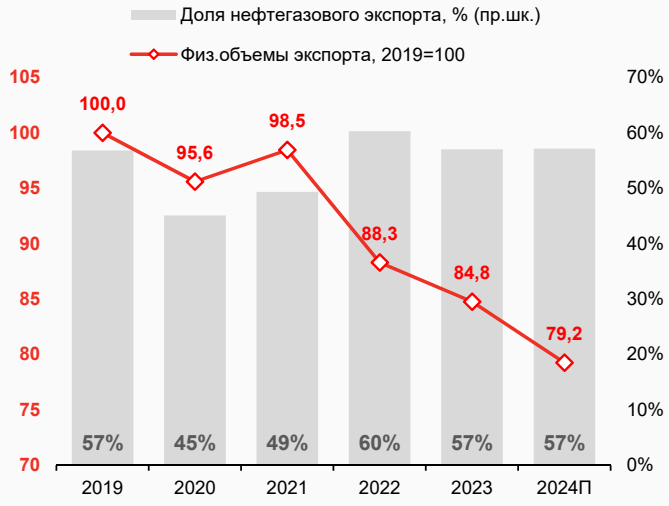
Источники: Росстат, ЦБ РФ, Альфа-Банк

Курс рубля

Новый раунд санкционных беспокойств

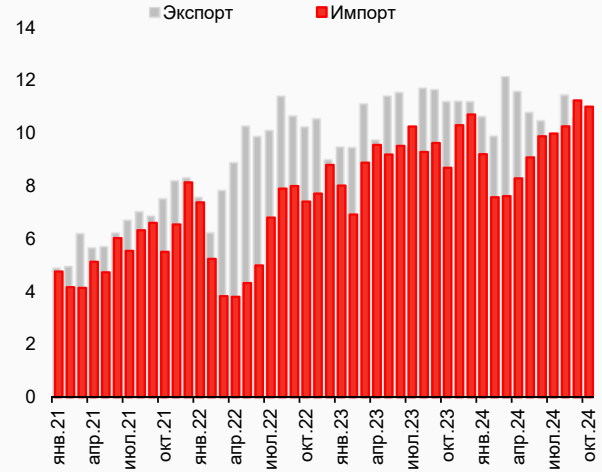
- Фактором риска для рубля выглядит возможное давление на объемы российского экспорта; с 2021 г. экспорт в физических объемах упал на 20%, а если под санкции попадет теневой флот, в зоне риска окажутся экспортные доходы РФ на сумму $90 млрд (1/5 годового экспорта).
- Продажи экспортеров в последние месяцы снижаются, что объясняет движение курса к 100 руб. за доллар.
- На долю торговли с Китаем приходится треть (34%) внешнеторгового оборота РФ, но торговый профицит с Китаем почти нулевой. Ждем движения курса до 105 руб. за доллар в 2025 году.

Доля нефтегазового экспорта (%) и динамика физ. объемов экспорта*



Экспорт и продажи крупнейших экспортеров, $ млрд

РФ: экспорт в Китай и импорт из Китая, $ млрд



** 2019=100*

Источники: статистические порталы стран-торговых партнеров, Минэнерго, ФТС, РЖД, Ассоциация морских торговых портов, ЦБ РФ, Альфа-Банк

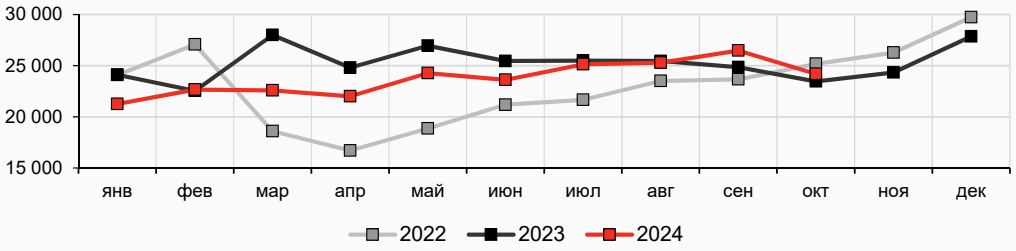
03

Процентные ставки и валютный рынок

Валютный рынок
Россия

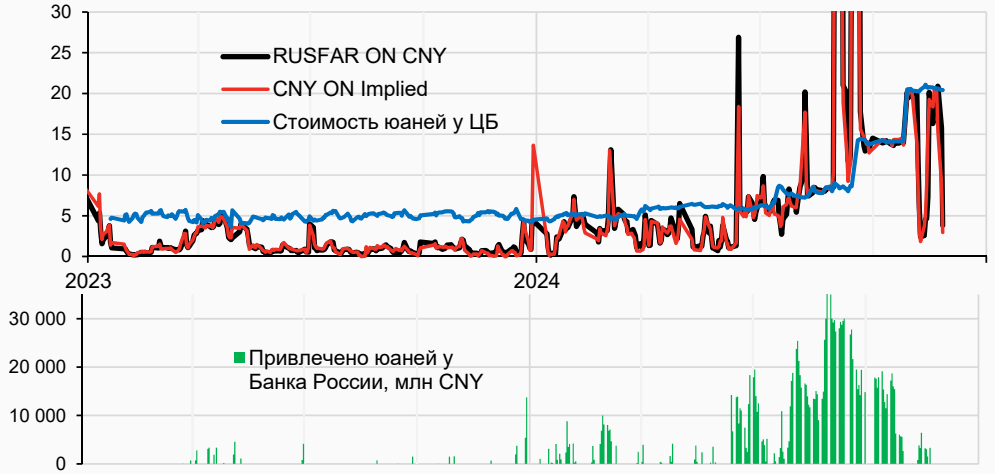
- Ситуация с валютной ликвидностью к концу октября стабилизировалась, хотя волатильность ставок овернайт по юаням остается высокой: в течение недели ставка может меняться в диапазоне от приблизительно 3% до 20%. Тем не менее, более длинные валютные доходности снизились: если в начале квартала короткий участок фьючерсной кривой был в бэквордации, то к концу ноября наклон кривой вновь стал положительным, начиная с декабрьского фьючерса.
- Нефтяной рынок с конца лета стабилен, а сокращение импорта в октябре привело к стабилизации курса у отметки 13,5 руб. за юань. В ноябре – декабре импорт сезонно растет: в совокупности с ужесточением санкций и добавлением новых банков в SDN-лист в конце ноября это усложнило для экспортеров репатриацию валютной выручки. В результате волатильность рубля усилилась, а Банк России был вынужден приостановить операции по покупке юаней в рамках бюджетного правила.
- По нашим оценкам, до конца декабря баланс рисков для рубля нейтральный, но в конце месяца сместится в сторону укрепления: предложение валюты вырастет поскольку экспортерам предстоят дивидендные выплаты. Также в начале года мы ожидаем снижения импорта, что в совокупности с ростом дифференциала ставок может привести к укреплению рубля. Таким образом, в начале года может сформироваться удачный момент для хеджирования валютного риска, особенно если в какой-то момент временное ухудшение ситуации с ликвидностью вернет на рынок бэквордацию.

Импорт товаров, $ млн



Динамика CNYRUB и фьючерсных кривых

Доходности в юанях овернайт



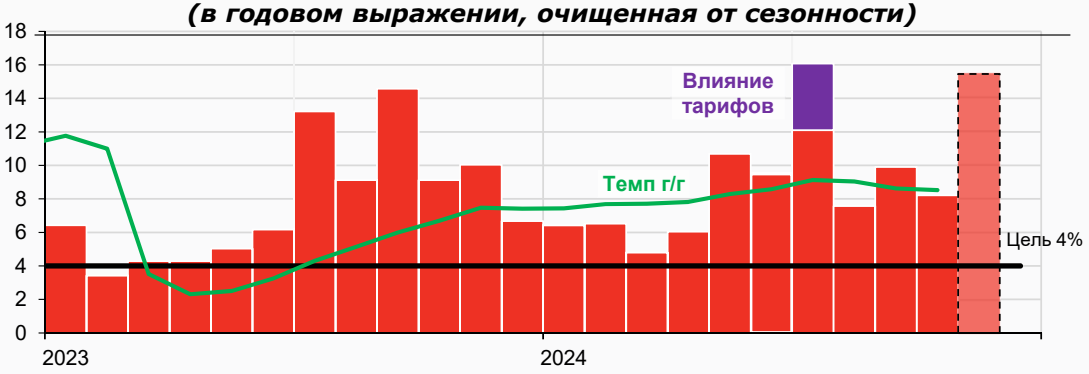
Источники: Мосбиржа, Банк России, расчеты Альфа-Банка. 06.12.2024

Решение ЦБ по ставке и альтернативы

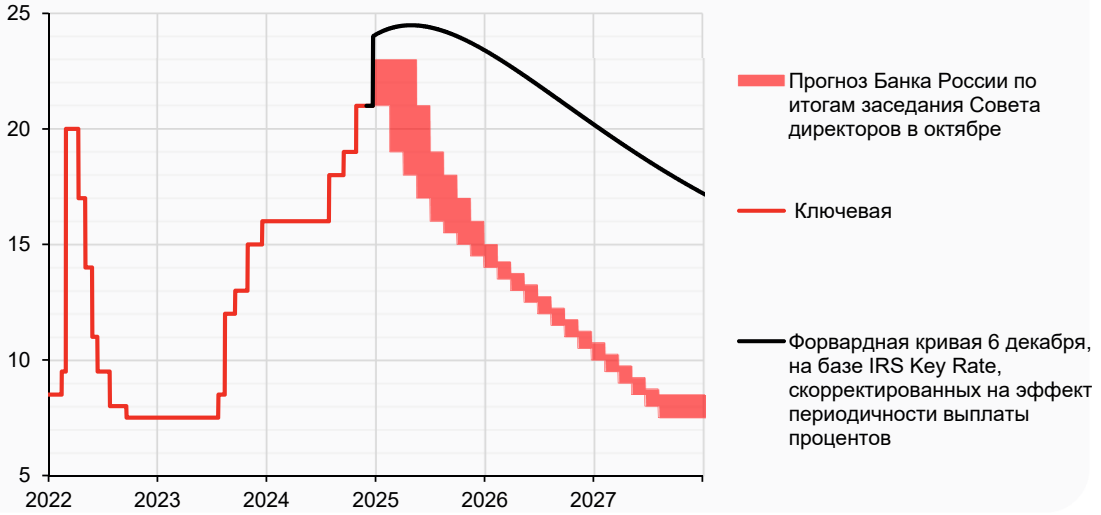
- Данные по недельной инфляции в ноябре несколько удивляют – по предварительным данным инфляция за ноябрь превысит 15% (в годовом выражении, очищенная от сезонности). Такой уровень станет для Банка России основанием говорить об ускорении инфляции и потребует ужесточения денежно-кредитных условий в декабре, чтобы вернуться на целевую траекторию в следующем году.
- Действующий базовый сценарий Банка России допускает возможное повышение ставки в декабре вплоть до 23%, при этом на конец года прогнозируется инфляция на уровне 8,0-8,5%. Последние данные по инфляции и динамика курса рубля говорят о том, что с высокой вероятностью прогноз по инфляции будет превышен, а по итогам года она может превысить уровень 9%. Следовательно, в декабре Банк России может не только поднять ставку до 23%, но и сопроводить это решение жестким направленным сигналом на дальнейшее повышение ставки.
- Рынок процентных свопов свидетельствует о том, что участники рынка не сомневаются в повышении ставки в декабре до 23-24% и при этом с высокой вероятностью ожидают дополнительного ужесточения в феврале (вплоть до 25%).
- Курсовая динамика – фактор неопределенности, который повышает риски еще более жестких решений со стороны Банка России на ближайших заседаниях, поэтому хеджирование процентных рисков может быть целесообразно. Однако следует помнить о том, что высокий уровень ставок повышает риски резкого замедления экономической активности, поэтому в начале следующего года нужно быть готовым закрыть хеджирующие позиции, если появятся признаки реализации сценария «жесткой посадки».

Источники: Росстат, Банк России, расчеты Альфа-Банка. 06.12.2024

Общая месячная инфляция
(в годовом выражении, очищенная от сезонности)



Ключевая ставка и ожидания

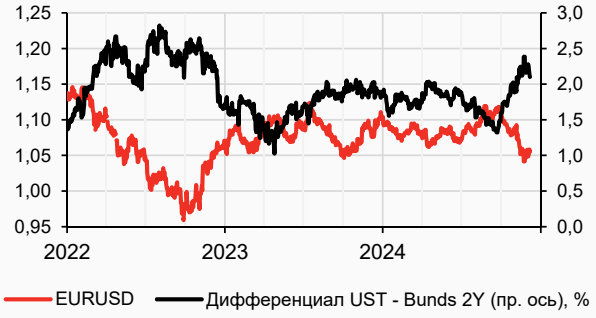


Валютный рынок

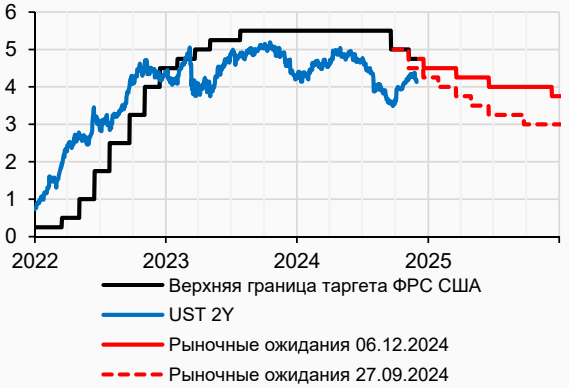
Глобальный рынок

- Ситуация на валютном рынке в мире с конца сентября определяется одним фактором: значительным пересмотром участниками рынка своих ожиданий относительно дальнейшей траектории ставки ФРС США.
- Высокая реальная долларовая ставка не привела к значительному снижению экономической активности в США, рынок труда чувствует себя уверенно, и пока нет признаков устойчивого снижения инфляции к целевому уровню. Более того, ожидания рынка относительно возможных жестких мер новой администрации в области тарифного регулирования усиливают проинфляционные риски и вынуждают ФРС ужесточать риторику. В результате мы наблюдаем постепенное смещение ожидаемой траектории ставки ФРС вверх: если в конце сентября рынки ориентировались на довольно быстрое снижение ставки и уровень 3% к концу 2025 года, то сейчас консенсус предполагает, что в лучшем случае будет еще два снижения относительно текущего уровня, а ставка к концу 2025 года останется вблизи 4%.
- Такой пересмотр ожиданий по ставке отражается на доходностях гособлигаций США: доходность двухлетних бумаг выросла с 3,5% в начале 3К24 до выше 4% на текущий момент. При этом ожидания по ставке ЕЦБ и остальных мировых регуляторов менялись более сдержанно. Почти весь рост доходностей UST 2Y отразился в дифференциале ставок и привел к сильному укреплению доллара до локально максимальных значений.
- Потенциал дальнейшего укрепления доллара, однако, ограничен. Его курс может вырасти относительно текущих уровней либо в случае заявлений ФРС о необходимости сохранить высокие ставки, либо при сильном ухудшении ситуации в мировой экономике и появления явно кризисных явлений. Во втором случае глобальная рискофобия дополнительно повысит спрос на доллар как на защитный актив.

EURUSD и дифференциал UST-Bunds

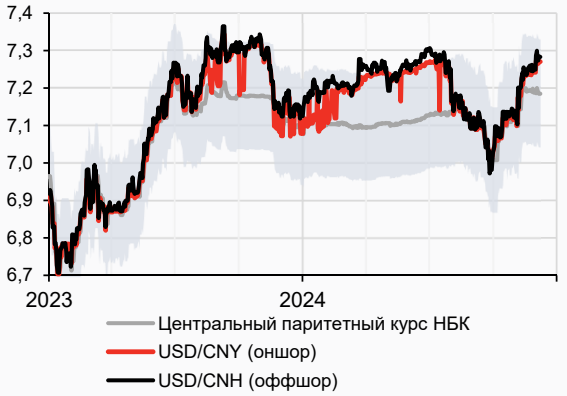


Ожидания рынка по ставке ФРС США



Индекс валют EM-стран и DXY

USDCNY и валютная политика НБК



Источники: Cbonds, CME, НБК, расчеты Альфа-Банка. 06.12.2024

04

Долговой рынок

Долговой рынок

2024 г. – год отрицательной переоценки ценных бумаг

В 2024 г. инвесторы входили при ключевой ставке на уровне 16,0% и с ожиданием смягчения ДКП на фоне снижения инфляции, что отражено в макроэкономическом прогнозе ЦБ РФ, опубликованном на первом в 2024 г. опорном заседании ЦБ РФ по ключевой ставке, 16 февраля 2024 г. Увы, этому прогнозу не суждено было сбыться.

Таблица 1: Макропрогноз ЦБ РФ

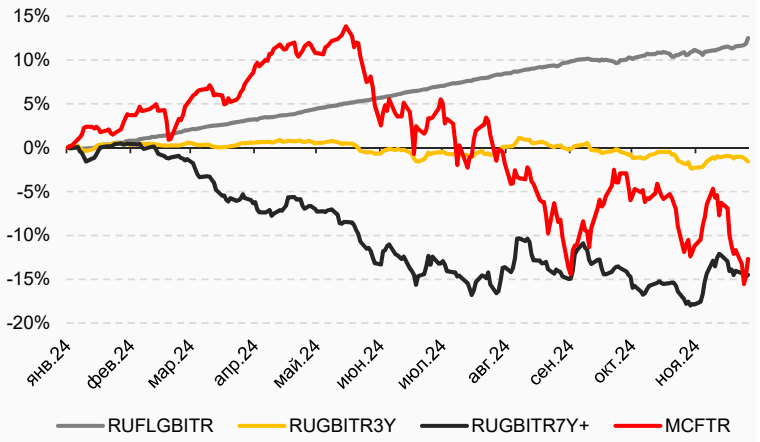
	Ключевая ставка в среднем			Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года			Инфляция в среднем за год, % г/г		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
На **16 февраля** 2024 г.	13,5-15,5%	8,0-10,0%	6,0-7,0%	4,0-4,5%	4,00%	4,00%	6,0-6,5%	4,00%	4,00%
На **25 октября** 2024 г.	17,50%	17,0-20,0%	12,0-13,0%	8,0-8,5%	4,5-5,0%	4,00%	8,2-8,4%	6,1-6,8%	4,0-4,2%

Источник: ЦБ РФ

- **Все классы облигаций подешевели по итогам 2024 г.** Последовательное повышение ключевой ставки оказывало давление на котировки облигаций с фиксированным купоном на протяжении всего 2024 г., при этом купонная доходность компенсировала снижение цены лишь в случае ОФЗ с плавающим купоном (см. График 1). Индекс МосБиржи полной доходности гособлигаций с фиксированным купоном срочностью более 7 лет (RUGBITR7Y+) по итогам 11 месяцев 2024 г. показал снижение на 14,5%, что сопоставимо с индексом полной доходности акций МосБиржи (MCFTR), который снизился на 12,7%. Практически без изменений завершил 11 месяцев 2024 г. индекс МосБиржи полной доходности гособлигаций с фиксированным купоном срочностью до трех лет (RUGBITR3Y). Индекс МосБиржи гособлигаций с плавающим купоном RUFLGBITR вырос на 12,5%, т. е. купонная доходность частично компенсировала снижение цен облигаций с плавающим купоном, которое произошло из-за роста стоимости рублевого фондирования для банков в связи с ужесточением нормативов ликвидности со стороны ЦБ РФ. Все приведенные выше показатели доходности индексов не учитывают стоимость капитала для институциональных инвесторов. С учетом стоимости капитала отрицательный результат возрастает.

- **Не ожидаем улучшения конъюнктуры на горизонте 1-2 месяца**. Сохранение высоких инфляционных рисков и жесткий тон ЦБ указывают на высокую вероятность повышения ключевой ставки на заседании 20 декабря. На этом фоне на долговом рынке сохраняются негативные настроения, вероятность дальнейшего роста доходности облигаций с фиксированным купоном мы считаем высокой.

График 1: Динамика доходности активов в 2024 г. (индексы полной доходности)



Источник: Мосбиржа

Долговой рынок

Доходность на исторических максимумах, но разворот пока не ожидается

- **Доходность штурмует новые высоты, но момент для входа в рынок еще не настал.** Доходность пятилетних гособлигаций в начале декабря превысила 19,0%, доходность 10-летних облигаций близка к 17% (см. Графики 1 и 2). С учетом длительного периода сохранения доходности на повышенных уровнях и отсутствия на данный момент уверенности в том, что этот рост доходности не продолжится, увеличение позиций в длинных ОФЗ с фиксированным купоном на данный момент видится рискованной идеей, несмотря на то, что дифференциал между уровнем доходности ОФЗ и инфляцией в годовом выражении превышает 10%. Мы считаем, что опережающим индикатором для потенциального разворота на рынке ОФЗ станет существенное снижение темпов роста корпоративного кредитования, а также замедление инфляции (как минимум, два месяца подряд)
- **Инфляция – ключевой риск по-прежнему.** Дальнейшая динамика инфляции остается ключевым фактором неопределенности для финансовых рынков. Несмотря на постоянное ужесточение ДКП во 2П24 охлаждения потребительского спроса не происходит, как и снижения темпов роста корпоративного кредитования. Рынок ожидает дальнейшего повышения ключевой ставки в декабре 2024 г. и не ожидает смягчения риторики регулятора, что препятствует восстановлению финансовых рынков.
- **Ожидаем сохранения напряженной ситуации на рынке облигаций в 1К25.** Мы считаем, что после заседания ЦБ по ставке 20 декабря неопределенность в отношении дальнейшей динамики ключевой ставки сохранится. На данный момент мы не видим предпосылок для разворота ДКП, соответственно, нет оснований ожидать улучшения конъюнктуры на долговом рынке. Мы ожидаем, что динамика долговых рынков будет в значительной мере зависеть от обновленного макропрогноза, который будет представлен на первом в будущем году опорном заседании ЦБ РФ по ключевой ставке 14 февраля 2025 г. Если в прогнозе будут улучшения по сравнению с прогнозом, представленным 25 октября, это может придать рынкам импульс к росту.

График 1: Динамика инфляции и доходности 5-летних ОФЗ, %

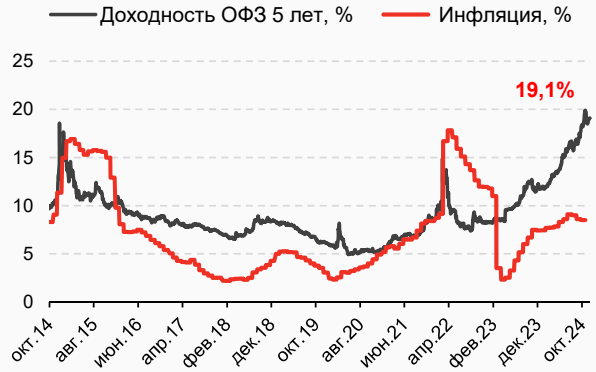
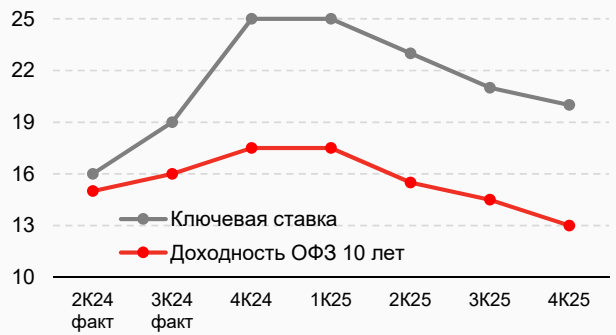


График 2: Динамика ключевой ставки и доходности 10-летних ОФЗ, %

График 3: Прогноз динамики ключевой ставки и доходности 10-летних ОФЗ, %



Источники: ЦБ РФ, Мосбиржа, CBonds, Альфа-Банк

Долговой рынок

Сильный внутренний спрос остается главным инфляционным риском

- **Потребительская активность замедляется, но медленно.** Всплеск инфляции в июле (+1,1% м/м) был в значительной степени обусловлен повышением тарифов на ЖКХ. При этом темп роста потребительских кредитов (без ипотеки) в августе-октябре снизился, как и темп роста оборота розничной торговли. Индекс потребительских настроений также продолжил снижаться. Тем не менее, несмотря на замедление, потребительская активность остается повышенной на фоне по-прежнему высоких темпов роста зарплат (см. График 3).
- **В фокусе – корпоративные кредиты.** В то время как прирост потребительских кредитов (без ипотеки и автокредитов) в октябре ушел в отрицательную зону, темп роста корпоративных кредитов сохраняется на высоком уровне – в октябре прирост корпоративного кредитного портфеля составил значительные 2,3% м/м . ЦБ считает замедление корпоративного кредитования одной из приоритетных целей в борьбе с инфляцией. Глава ЦБ Эльвира Набиуллина в начале декабря сообщила, что по оперативным данным отмечено замедление корпоративного кредитования. Мы ожидаем, что статистика по корпоративному кредитованию и данные о потребительских настроениях определит дальнейшую динамику ДКП.

График 1: Динамика инфляции м/м и темп роста потребительских кредитов
(без ипотеки и автокредитов, % м/м)

График 2: Динамика индекса потребительских настроений и темп роста потребительских кредитов
(без ипотеки и автокредитов, м/м)

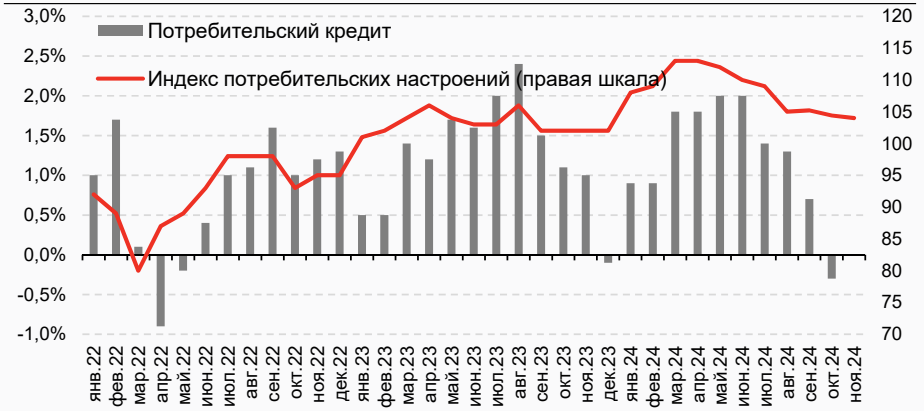
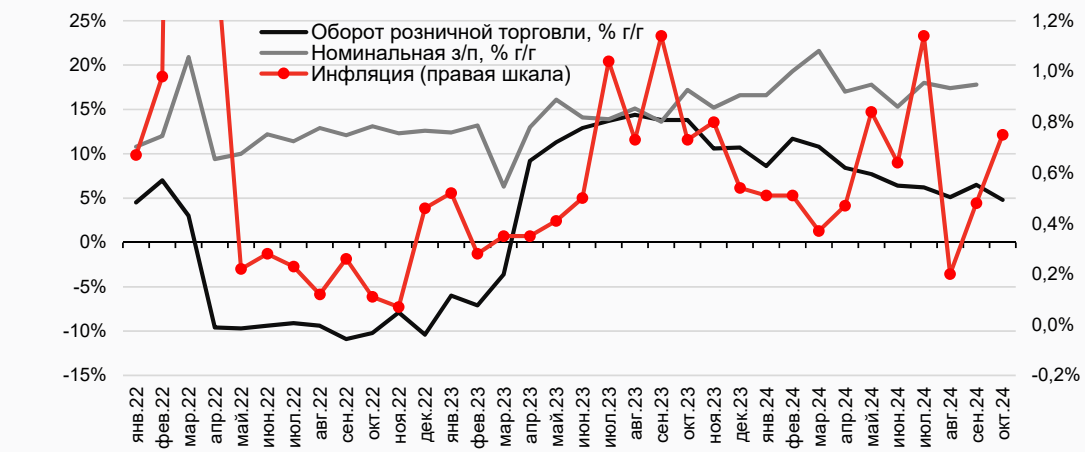


График 3: Темп роста оборота розничной торговли (г/г), номинальной зарплаты (г/г) и динамика инфляции (м/м)



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

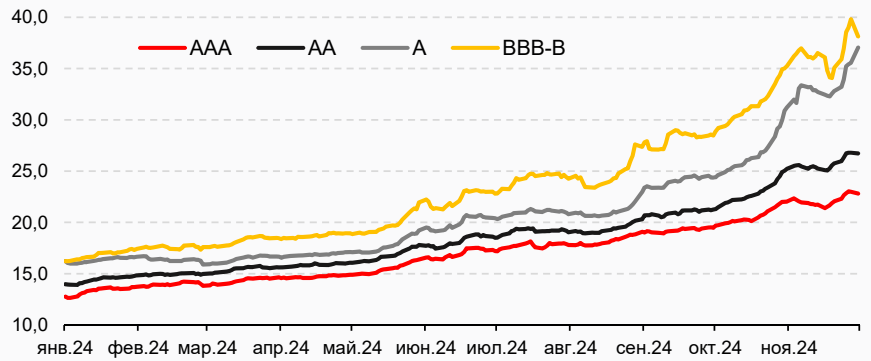
Долговой рынок

Корпоративные облигации – в фокусе кредитные риски

- **Кредитные спреды расширились.** Рост доходности корпоративных облигаций в 2024 г. был обусловлен не только повышением ключевой ставки, но и переоценкой инвесторами кредитных рисков. На фоне переоценки более высокими темпами повысилась доходность облигаций более чувствительных к увеличению стоимости кредитов эмитентов (с рейтингами уровня «А» и ниже). При этом доходность бумаг эмитентов высокого кредитного качества (с рейтингами уровня «АА» и выше) следовала за ключевой ставкой.
- **2025 г. станет годом проверки эмитентов на прочность.** Длительный период сохранения ключевой ставки на двузначном уровне увеличивает риски ухудшения платежной дисциплины для эмитентов с невысоким запасом прочности по уровню покрытия процентных платежей операционной прибылью. Дополнительное давление оказывает текущая политика по охлаждению внутреннего спроса. На этом фоне кредитные риски эмитентов, занятых производством и/или реализацией потребительских товаров не первой необходимости, мы считаем более высокими, чем у эмитентов других отраслей.
- **Ценность кредитной экспертизы возрастет.** Мы считаем высокой вероятность того, что в следующем году на публичном долговом рынке могут произойти негативные кредитные события, что может стать дополнительным аргументом для ужесточения банками (основные инвесторы) подхода к кредитным рискам, вследствие чего доступ компаний к ликвидности дополнительно осложнится.

Негативные кредитные события (дефолты, реструктуризации) обычно приводят к росту доходности облигаций эмитентов соответствующей отрасли на фоне ужесточения риск-подхода к отрасли в целом. Применение взвешенного подхода к оценке рисков открывает возможности для увеличения позиций в бумагах с привлекательным соотношением риска и доходности в период снижения котировок из-за негативной конъюнктуры рынка. По нашим расчетам, объем погашений корпоративных облигаций в 2025 г. составляет порядка 4,3 трлн руб. (с учетом опционов-put и без учета опционов-call). Возможности по рефинансированию у эмитентов различных рейтинговых категорий разнятся, что повышает важность кредитного анализа при принятии решения об инвестировании.

График 1: Динамика доходности индексов корпоративных облигаций



Источник: Мосбиржа

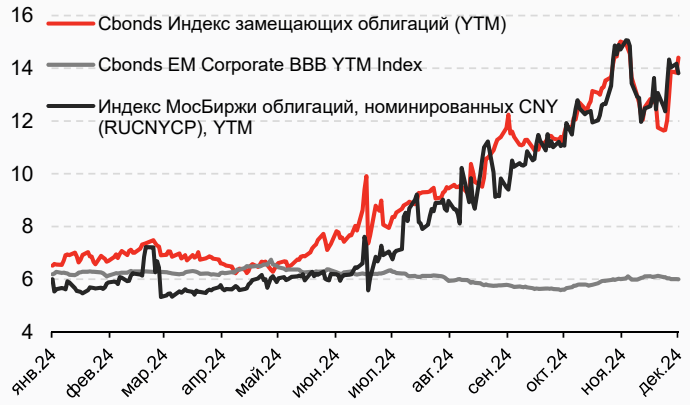
- **Эмитенты с рейтингом «АА» – оптимальный выбор.** С учетом роста доходности корпоративных облигаций, бумаги корпоративных эмитентов рейтинговой категории «АА» выглядят привлекательно, торгуясь с доходностью выше 25% на срок до двух лет. Эмитенты этой рейтинговой категории имеют в среднем высокий запас прочности к росту стоимости кредитов и приемлемые риски рефинансирования. Мы также считаем привлекательными недавно размещенные выпуски ААА-эмитентов с фиксированным купоном, в частности выпуски ИКС 5 ФИНАНС – 003Р-01, Магнит – БО-004Р-05, РусГидро – БО-002Р-03. Все выпуски имеют фиксированный купон 23%, выплачиваемый ежемесячно, и короткий срок обращения (менее двух лет), что делает их интересной альтернативой депозитам.

Долговой рынок

Валютные облигации – безопасная гавань

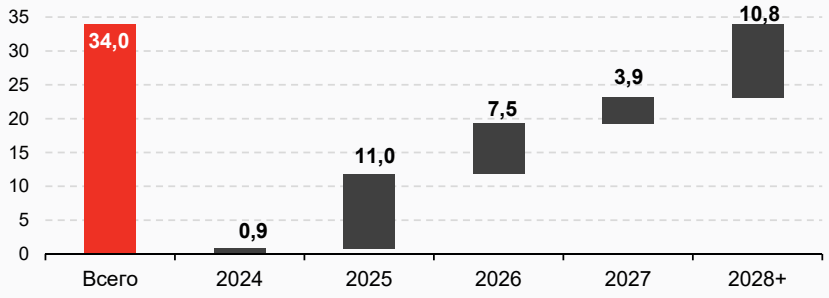
- **Валютные облигации подешевели на фоне регуляторных ограничений.** Замещающие облигации российских эмитентов (в USD, EUR, CHF) до конца мая текущего года торговались с доходностью, близкой к уровню доходности корпоративных еврооблигаций развивающихся стран сопоставимой рейтинговой категории (см. График 1). Однако в конце мая доходность российских бумаг начала стремительно расти, превысив уровень 15% в ноябре. Примечательно, что падение котировок замещающих облигаций шло «широким фронтом», т. е. безотносительно кредитного качества эмитента. Облигации в юанях подверглись масштабной распродаже наряду с замещающими облигациями. Начало активного снижения котировок валютных облигаций совпало с введением санкций на МосБиржу в июне и усилилось в августе, когда спрос на юани стал столь высок, что стоимость привлечения юаневой ликвидности через валютный своп (ставка RUSFAR CNY) превысила разумный уровень. Мы допускаем, что в условиях дефицита валютного фондирования для снижения длинной ОВП банки могли прибегнуть к сокращению валютных активов. Наиболее простым способом сократить валютные активы выглядит продажа валютных облигаций.
- **Интрига с замещением суверенных еврооблигаций РФ устранена**. Долгожданное замещение суверенных Еврооблигаций РФ состоялось 5 декабря 2024 г. Общий объем замещенных облигаций составил $28,3 млрд, процент замещения составил 69%. Наиболее высокий процент замещения был отмечен в среднесрочных выпусках с погашением в 2028-2030 гг. (замещено 80-90%), в то время как в наиболее длинном выпуске РОССИЯ 47 замещено менее 40%. «Навеса» предложения, которого опасались некоторые участники рынка, после замещения не случилось. Потенциальные покупатели, которые откладывали момент входа в рынок до прояснения ситуации с навесом, могут активизироваться, что, по нашему мнению, поддержит котировки валютных бумаг.
- **Ожидаем роста котировок валютных облигаций**. Общий объем погашения валютных корпоративных облигаций до конца текущего года и в 2025 г. составляет $11,9 млрд, или 35% от общего объема валютных облигаций в обращении. Рынок валютных бумаг не восполнит потери после погашения, а в отсутствие других инструментов инвестирования в валюте инвесторы, не имеющие, как банки, регуляторных ограничений, будут сохранять интерес к валютным облигациям, что в условиях сокращения предложения таких бумаг будет способствовать росту цен.

График 1: Динамика доходности валютных облигаций, %



Источники: Мосбиржа, CBonds

График 2: График погашения корпоративных валютных облигаций, $ млрд



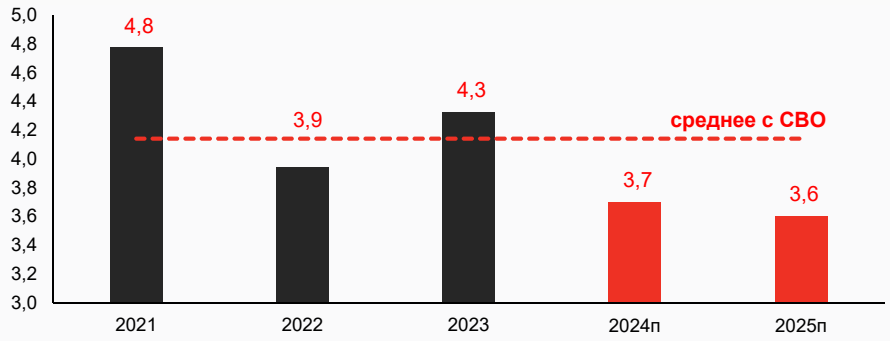
Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк

05 Рынок акций

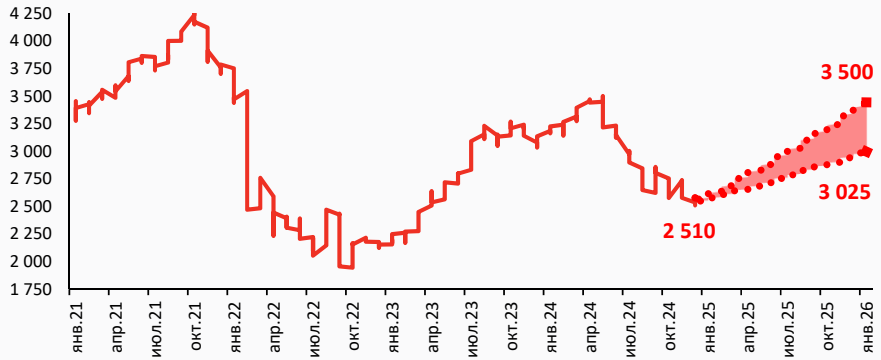
Целевой уровень Индекса Мосбиржи на 2025 г.

Средний потенциал роста составляет 30% (до 3 250 пунктов)

Исторически средние значения P/E IMOEX предполагают потенциал роста 30%

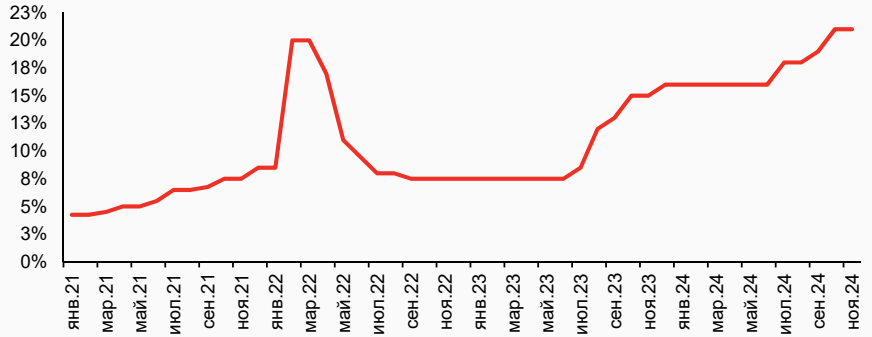


Целевой уровень IMOEX с учетом потенциала роста капитализации акций в 2025 году



Источники: публичная информация, оценки Альфа-Банка

Ключевая ставка России на историческом максимуме



Источник: ЦБ РФ

Мы оценили потенциал роста Индекса Мосбиржи с учётом рыночных ожиданий (оптимистичный сценарий) и средних значений мультипликатора P/E после начала СВО (пессимистичный сценарий). Этот анализ позволяет предположить, что в 2025 г. он может вырасти на **21—39% (от 3 025 до 3 500 пунктов).**

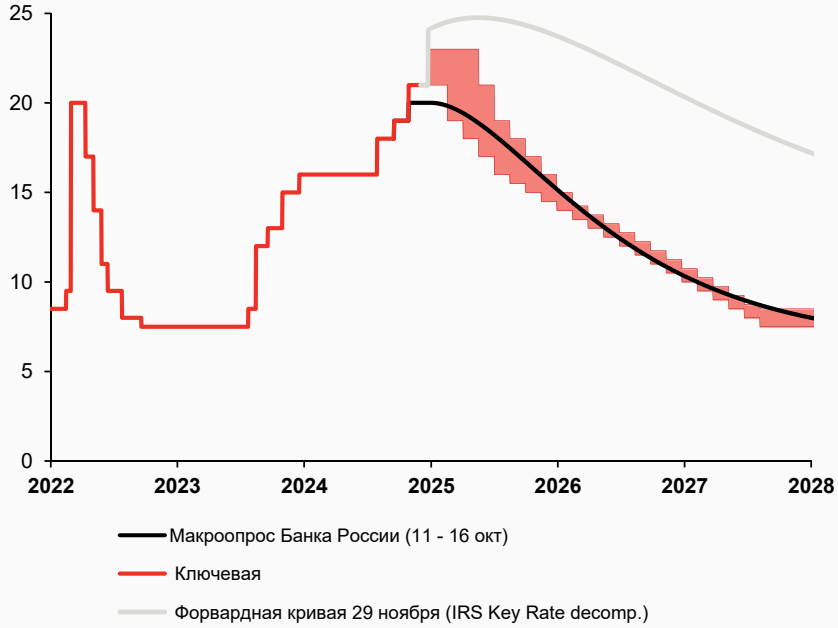
Пессимистичный сценарий: экстраполяция с учетом среднего P/E за 2022-2024 гг. – чтобы получить целевой уровень Индекса Мосбиржи, мы рассчитали средневзвешенное значение мультипликатора P/E за период с 22 февраля 2022 г. по 20 мая 2024 г. (начало коррекции на рынке), которое составило **3,7x**. С учётом форвардных мультипликаторов, моделируемых на базе 2025 г. (**3,6x**), и прогнозной инфляции (**6%**), потенциал роста индекса может составить не менее **21%**.

Оптимистичный сценарий: оценка на базе консенсусных целевых цен – в основу расчёта положены целевые цены отдельных бумаг с учетом их веса в структуре Индекса Мосбиржи. В рамках этого сценария потенциал роста индекса по итогам 2025 г. может составить вплоть до **39%**.

Риски для наших прогнозов

- **Инфляция.** Инфляция пятый год подряд превышает ориентир ЦБ РФ (4%), а быстрый рост зарплат и ослабление валютного курса снижают эффект от жесткой ДКП. Период высокой инфляции в России может затянуться - мы ожидаем инфляцию к концу 2025 г. на уровне 6% г/г, что выше целевого уровня.
- **Ключевая ставка.** Высокие процентные ставки – всерьез и надолго. Несмотря на предполагаемый рост ключевой ставки до 25% к концу года, ЦМА не ожидает ее снижения ниже 20% в 2025 г., а в пессимистичном сценарии не исключает, что она может остаться на высоком уровне до конца 2025 года. Это чревато «жесткой посадкой» для экономики РФ.
- **ВВП может резко замедлиться в следующем году.** По итогам года ожидается рост ВВП на 4,0%, однако в 2025 г. ЦМА ожидает снижения его темпов до 1,5%. Прогноз ЦБ менее оптимистичен: регулятор ожидает роста на 0,5—1,5%.
- **Санкции.** Ужесточение вторичных санкций предполагает сложности с внешнеторговыми расчетами и сохранение экспортных ограничений. Китайские банки, по данным СМИ, начинают отказываться от взаимодействия с кредитными организациями из РФ, попавшими под новые санкции США в ноябре.
- **Геополитика.** Геополитическая ситуация остается довольно напряженной и непростой для России, и мы пока не видим признаков того, что она может вскоре измениться к лучшему.
- **Трамп 2.0.** Дональд Трамп уже дал понять, что намерен применить таможенные тарифы для выравнивания торгового баланса. В конце ноября он заявил, что 25%-ми пошлинами могут быть обложены поставки из Канады и Мексики, а в отношении импорта из Китая и ЕС новый президент собирается ввести дополнительный 10%-й тариф. Ожидается, что приход к власти Трампа приведет к укреплению доллара и обострению торговой войны с Китаем. В этом случае давление на экономику КНР усилится, а спрос и цены на сырье – снизятся. В США, напротив, можно ожидать роста производства и отмены экспортных ограничений. Это негативный сценарий для российских сырьевых экспортеров.

Ключевая ставка и прогноз рынка



Источники: Cbonds, Банк России, расчеты Альфа-Банка

Драйверы для российского рынка акций в 2025 г.

2024 год был очень непростым для российского рынка акций. На рынок давили такие факторы как инфляция, высокие процентные ставки, западные санкции и геополитическая напряженность. В результате IMOEX показал худшую динамику в мире среди основных индексов: с начала года к моменту подготовки нашего обзора он упал на 18,1%. Текущее значение мультипликатора P/E для IMOEX составляет 3,7x.

В начале 2025 года упомянутые негативные факторы сохранят актуальность. В конце 2024 г. по-прежнему ощущается сильное инфляционное давление, а 20 декабря ЦБ РФ, как ожидается, может поднять ключевую ставку даже до 25%. Новые санкции против российского финансового сектора, вступающие в силу 20 декабря, дополнительно усугубят проблему оплаты поставок для российских экспортеров.

Как следствие, 1К25, вероятно, будет по-прежнему весьма непростым для российского рынка. Впрочем, в дальнейшем, на наш взгляд, есть основания ожидать улучшения ситуации.

На рынке есть надежда, что геополитическая напряженность может пойти на спад и появятся основания ожидать некоторого смягчения санкционного режима.

Ключевым драйвером для рынка акций останутся дивиденды. По нашим оценкам, на горизонте 12 мес. дивидендная доходность российского рынка акций составляет около 10,7%.

Текущие уровни российского рынка довольно низки: мультипликатор P/E 2025П, по нашим расчетам, составляет 3,6%. Наш целевой диапазон IMOEX на 12 мес. составляет 3 025 - 3 500 пунктов, что предполагает совокупную доходность 21—39% (базовый сценарий – 30% до 3 250 пунктов).

Самым большим потенциалом роста, на наш взгляд, обладает растущий рынок IT и финансовая отрасль, которая выигрывает от высоких ставок. Наши фавориты среди отдельных бумаг перечислены в таблице справа.

Наши фавориты

Компания	Тикер	Целевая цена руб.	Потенциал роста
Нефть и газ			
Роснефть	ROSN	645	32%
Газпром нефть	SIBN	696	26%
Горно-металлургический сектор			
Норникель	GMKN	147	36%
Полюс	PLZL	17 885	24%
ФосАгро	PHOR	7 141	26%
Финансовый сектор			
Т-Технологии	T	4 300	81%
Ренессанс Страхование	RENI	155	60%
Сбербанк России, акция об.	SBER	365	56%
Технологический сектор			
Группа Позитив	POSI	3 300	75%
HeadHunter	HHRU	5 000	18%
Циан	CIAN	680	36%
МТС	MTSS	300	75%
Потреб.сектор			
X5	FIVE	3 700	32%
Магнит	MGNT	6 550	46%
Электроэнергетика			
ИНТЕР РАО	IRAO	5,2	40%
Медицина			
MD Medical Group	MDMG	1 170	38%

Источники: Альфа-Банк, Cbonds

Прогноз дивидендов

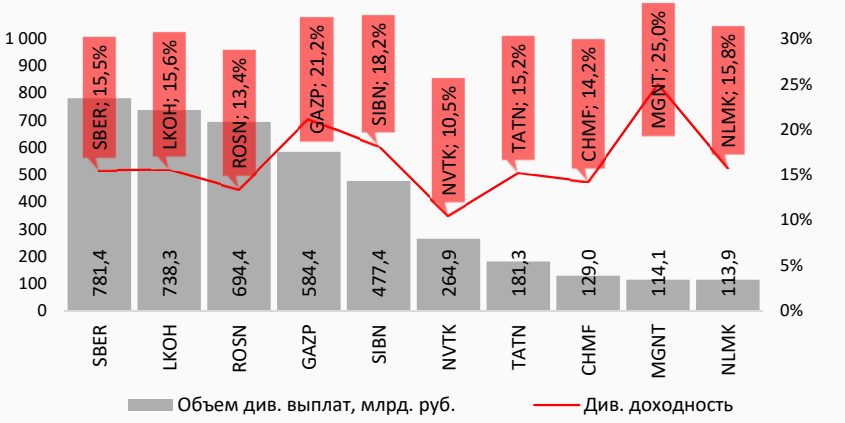
Дивиденды по-прежнему имеют большое значение для инвестиционной привлекательности российского рынка.

По нашим оценкам, в ближайшие 12 мес. российским компаниям предстоит выплатить дивиденды на общую сумму 4,4 трлн руб.

С учетом текущих котировок ожидаемый нами объем выплат предполагает дивидендную доходность 10,7%.

Среди наиболее привлекательных дивидендных бумаг по-прежнему наиболее ярко выделяются сырьевые экспортеры. Также заслуживают внимания MGNT, HEAD, MTSS и BSPB, обеспечивающие высокую дивидендную доходность.

Топ-10 крупнейших плательщиков дивидендов



Источники: данные компаний, расчеты Альфа-Банка

Тикер	Ценная бумага	Цена	Дивиденд на акцию, ₽	Див. доходность, %
MGNT	Магнит	4478,00	1120,00	25,0%
HEAD	Хэдхантер	4247,00	907,00	21,4%
GAZP	Газпром	116,63	24,69 *	21,2%
MTSS	МТС	171,05	35,50	20,8%
TRNFP	Транснефть прив.	942,50	186,97	19,8%
SIBN	Газпром нефть	553,90	100,70	18,2%
BSPB	Банк Санкт-Петербург	318,22	56,28	17,7%
UGLD	Южуралзолото ГК	0,63	0,11	17,6%
SNGSP	Сургутнефтегаз	56,03	9,52	17,0%
NLMK	НЛМК	120,62	19,00	15,8%
LKOH	Лукойл	6841,00	1065,54	15,6%
SBER	Сбербанк России	233,48	36,20	15,5%
TATNP	Татнефть прив.	547,30	83,22	15,2%
TATN	Татнефть	547,50	83,22	15,2%
CHMF	Северсталь	1081,60	154,00	14,2%
FLOT	Совкомфлот	86,25	12,20	14,1%
MOEX	Московская Биржа	181,18	25,22	13,9%
LSRG	Группа ЛСР	731,00	100,00	13,7%
RTKMP	Ростелеком прив.	48,40	6,56	13,6%
ROSN	Роснефть	488,20	65,52	13,4%
PHOR	ФосАгро	5689,00	729,00	12,8%
AFLT	Аэрофлот	50,15	6,30	12,6%
RTKM	Ростелеком	52,69	6,56	12,5%
MSNG	Мосэнерго	2,11	0,23	11,0%
MDMG	MD Medical Group, ГДР	846,10	92,00	10,9%
NVTK	НОВАТЭК	830,40	87,24	10,5%
MAGN	ММК	32,30	3,10	9,6%
IRAO	ИНТЕР РАО	3,72	0,33	8,9%
SMLT	Группа компаний Самолет	946,00	82,00	8,7%
RENI	Ренессанс Страхование	96,64	7,20	7,5%
ALRS	АЛРОСА	48,07	3,20	6,7%
HNFG	Хэндерсон Фэшн Групп	574,60	36,40	6,3%
GMKN	ГМК Норильский никель	108,16	6,44	6,0%
T	Т-Технологии	2371,00	133,97	5,7%
SVCB	Совкомбанк	12,78	0,71	5,6%
BELU	Новабев Групп	586,00	32,00	5,5%
POSI	Группа Позитив	1887,20	79,00	4,2%
PIKK	ПИК	394,00	14,38	3,6%
SNGS	Сургутнефтегаз	23,28	0,80	3,4%

*Источники: Cbonds, расчеты Альфа-Банка; * - в случае выполнения ковенант по долговой нагрузке*

Оценка компаний под покрытием

Компания	Тикер	Рекомендация	Текущая цена*	Целевая цена	Потенциал, %	EV/EBITDA (P/BV для банков)		P/E	
						2024п	2025п	2024п	2025п
Нефть и газ									
Газпром, акция об.	GAZP	E/W	116,6	205,0	76%	4,7x	4,3x	3,7x	2,7x
Газпром нефть, акция об.	SIBN	O/W	553,9	696	26%	2,7x	2,8x	3,8x	4,3x
Лукойл, акция об.	LKOH	E/W	6 841,0	9 206,0	35%	2,2x	1,7x	3,1x	2,5x
НОВАТЭК, акция об.	NVTK	E/W	830,4	1 275,0	54%	3,7x	3,0x	4,6x	4,3x
Роснефть, акция об.	ROSN	O/W	488,2	645,0	32%	2,8x	2,8x	3,8x	3,7x
Сургутнефтегаз, акция об.	SNGS	O/W	23,3	49,0	111%	-8,4x	-8,3x	1,1x	1,1x
Сургутнефтегаз, акция прив.	SNGSP	U/W	56,0	52,5	-6%	-9,0x	-8,8x	0,6x	0,6x
Татнефть, акция об.	TATN	O/W	547,5	908,0	66%	2,5x	2,4x	3,8x	3,9x
Татнефть, акция прив.	TATNP	O/W	547,3	894,0	63%	0,1x	0,0x	0,3x	0,3x
Горно-металлургический сектор									
АЛРОСА, акция об.	ALRS	E/W	48,1	59,0	23%	5,6x	1,8x	11,4x	4,5x
Северсталь, акция об.	CHMF	E/W	1 081,6	1 366,0	26%	3,0x	3,0x	5,1x	5,2x
НЛМК, акция об.	NLMK	E/W	120,6	164,0	36%	2,3x	2,5x	4,5x	4,8x
ММК, акция об.	MAGN	E/W	32,3	48,0	49%	1,7x	1,5x	3,8x	3,6x
ГМК Норильский никель, акция об.	GMKN	O/W	108,2	147,00	36%	5,0x	3,5x	7,4x	4,9x
Полюс, акция об.	PLZL	O/W	14 319,0	17 885,0	25%	4,5x	5,0x	6,0x	6,5x
ТМК, акция об.	TRMK	E/W	95,7	137,0	43%	2,5x	2,2x	2,3x	2,2x
Южуралзолото ГК, акция об.	UGLD	E/W	0,63	0,81	29%	4,5x	3,8x	5,5x	4,9x
Удобрения									
ФосАгро, акция об.	PHOR	E/W	5 689,0	7 141,0	26%	4,8x	5,3x	6,5x	7,0x
Целлюлозно-бумажная и лесная промышленность									
Сегежа Групп, акция об.	SGZH	U/R	1,3	U/R					
Финансовый сектор									
Сбербанк России, акция об.	SBER	O/W	233,5	365,0	56%	0,8x	0,7x	3,2x	3,2x
Т-Технологии, акция об.	T	O/W	2 371,0	4 300,0	81%	1,2x	1,0x	5,3x	3,5x
Банк Санкт-Петербург, акция об.	BSPB	O/W	318,2	500,0	57%	0,7x	0,6x	2,8x	2,4x
Московская Биржа, акция об.	MOEX	E/W	181,2	200,0	10%	1,6x	1,5x	5,5x	6,4x
Совкомбанк, акция об.	SVCB	O/W	12,8	20,5	60%	0,9x	0,7x	4,2x	3,1x
ЛК Европлан, акция об.	LEAS	U/R	604,3	U/R	n.a.	1,4x	1,2x	4,8x	3,6x
Ренессанс Страхование, акция об.	RENI	O/W	96,6	155,0	60%	1,1x	0,9x	6,8x	2,7x
Потребительский сектор и сельское хозяйство									
Магнит, акция об.	MGNT	O/W	4 478,0	6 550,0	46%	3,1x	3,0x	5,7x	5,9x
X5 Retail Group, ГДР	FIVE	O/W	-	3 700,0		2,9x	3,3x	6,2x	6,2x
МКПАО Лента, акция об.	LENT	U/R	1 033,0	U/R	n.a.	2,9x	2,3x	4,9x	3,8x
Новабев Групп, акция об.	BELU	E/W	586,0	590,0	1%	4,9x	4,4x	8,6x	8,8x
Хэндерсон Групп, акция об.	HNFG	O/W	574,6	770,0	34%	4,4x	3,9x	7,1x	6,4x
Рос Агро	AGRO	U/R	1 083,8						
Технологический сектор									
ЯНДЕКС, акция об.	YDEX	O/W	3 378,5	5 060,0	50%	7,4x	5,0x	80,2x	10,3x
МКПАО ВК, акция об.	VKCO	O/W	261,8	610,0	133%	44,9x	18,8x	нег.	нег.
HeadHunter, акция об.	HEAD	O/W	4 247,0	5 000,0	18%	7,8x	6,2x	7,9x	8,5x
МТС, акция об.	MTSS	O/W	171,1	300,0	75%	3,7x	3,1x	12,1x	8,5x
ЦИАН	CIAN	O/W	500,2	680,0	36%	8,8x	6,1x	18,4x	10,3x
Группа Позитив, акция об.	POSI	O/W	1 887,2	3 300,0	75%	9,7x	5,4x	11,4x	6,2x
Группа Астра, акция об.	ASTR	O/W	430,9	647,0	50%	12,1x	6,9x	12,6x	7,5x
Софтлайн, акция об.	SOFL	O/W	108,0	192,0	78%	6,8x	5,8x	11,8x	7,4x
ВИ.ру, акция об.	VSEH	O/W	78,6	183,0	133%	4,5x	2,9x	14,6x	7,7x
Недвижимость									
Группа компаний Самолет, акция об.	SMLT	U/R	946,0	U/R					
ПИК , акция об.	PIKK	E/W	394,0	850,0	116%	3,2x	3,3x	2,7x	3,2x
Группа ЛСР (ПАО), акция об.	LSRG	E/W	731,0	800,0	9%	2,1x	2,3x	4,3x	4,9x
Эталон Груп, ГДР	ETLN	E/W	49,9	95,0	90%	3,1x	2,0x	-	-
Медицина									
MD Medical Group, ГДР	MDMG	O/W	846,1	1 170,0	38%	5,6x	4,8x	7,0x	6,1x
Электроэнергетика									
ИНТЕР РАО, акция об.	IRAO	O/W	3,7	5,2	40%	0,1x	0,1x	2,6x	2,7x
Юнипро, акция об.	UPRO	E/W	1,7	2,3	34%	0,6x	0,8x	2,8x	3,7x
ЭЛ5-Энерго, акция об.	ELFV	O/W	0,5	0,9	91%	2,9x	2,7x	3,7x	3,3x
Транспорт									
Globaltrans, ГДР	GLTR	U/R	431,0	U/R		0,6x	0,7x	2,1x	2,5x
Аэрофлот, акция об.	AFLT	O/W	50,2	70,0	40%	3,4x	3,4x	3,9x	4,2x
Совкомфлот, акция об.	FLOT	E/W	86,3	145,0	68%	1,9x	1,9x	3,8x	3,8x

** цены закрытия на 05 декабря 2024 г.*
Источник: оценки Альфа-Банка

Российские IPO в 2024 г. не оправдали ожиданий

Начало 2024 г. было весьма обнадеживающим, однако в конечном итоге этот год запомнится весьма непростой рыночной конъюнктурой и не оправдавшими надежд публичными размещениями на Мосбирже.

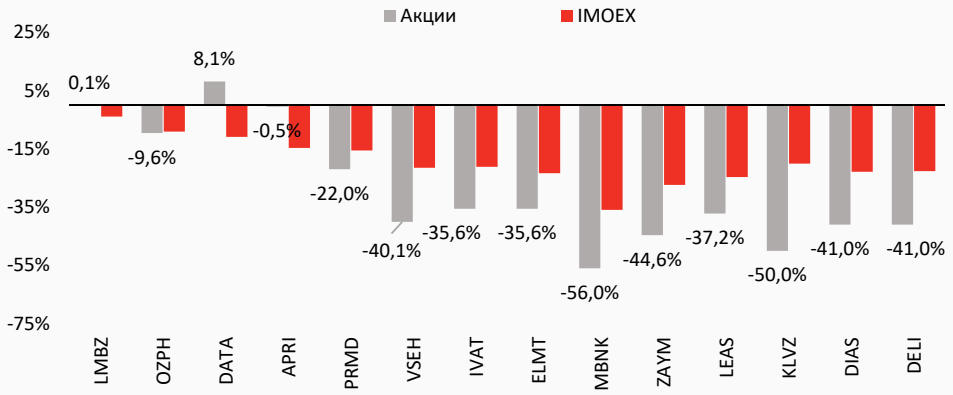
По сравнению с 2023 г., размещений в минувшем году было заметно больше. Однако большинство из проведенных с начала года IPO состоялись в первые семь месяцев, причем интерес к ним все это время снижался на фоне ограниченного спроса, дефицита ликвидности и все менее благоприятной ситуации на рынке.

Из 14 бумаг, размещавшихся в рамках IPO, всего три с тех пор показали более позитивную динамику, чем Индекс Мосбиржи.

До конца декабря ожидается еще одно публичное размещение – IPO СИБУРа; это будет четвертая такая сделка с конца июля.

На 2025 г. и последующие годы запланировано довольно много IPO, однако пока не вполне ясно, сколько из этих сделок действительно состоится и насколько успешными будут эти размещения – во многом это будет зависеть от ситуации на рынке.

Динамика отдельных бумаг после IPO в сравнении с IMOEX



Источники: Cbonds, Investing.com

Календарь IPO в России

Компания	Отрасль	Сроки размещения
СИБУР	Нефтехимия	Декабрь
Sokolov	Ювелирная промышленность	2025 г.
Джетленд	Краудлендинг	2025 г.
РТК-ЦОД	Телекоммуникации	2025 г.
Skyeng	Онлайн-образование	2025 г.
Selectel	Телекоммуникации	2025 г.
Cosmos Hotel Group	Гостиничная сеть	2025 г.
Рольф	Торговля	2025 г.
«Дочки» «Софтлайн»	Информационные технологии	2025 г.
VK Tech	Информационные технологии	2П25 г.
ГК Солар	Информационные технологии	Сроки не определены
Биннофарм	Фармацевтика	Сроки не определены
Медси	Медицинские услуги	Сроки не определены
Степь	Сельское хозяйство	Сроки не определены
КИФА	Торговля	Сроки не определены
IDF Eurasia	Финансы	Сроки не определены
Papillon	Информационные технологии	Сроки не определены
Аквариус	Информационные технологии	Сроки не определены
IBS	Информационные технологии	Сроки не определены
ИКС Холдинг	Информационные технологии	Сроки не определены
Sunlight	Ювелирная промышленность	Сроки не определены
РЕСО-Лизинг	Финансы	Сроки не определены
Вымпелком	Телекоммуникации	2026 г.

Источник: СМИ

07

Глобальные рынки

Факторы, формирующие повестку для финансовых рынков в 2025 г.

Положительные факторы

2025 обещает стать годом глобального монетарного смягчения – инфляция во многих крупнейших экономиках приближается к целевым уровням центробанков

МВФ ожидает, что к концу 2025 г. мировая инфляция может отступить до 3,5% (против 9,4% в 2022 г.), опустившись чуть ниже среднего за 2000-2020 гг. (3,6%)

Во время предыдущих циклов снижение процентных ставок позитивно влияло на активы развивающихся рынков, стимулируя экономический рост, приток капитала и ослабление локальных валют (выгодное с точки зрения экспорта)

Сценарий «мягкой посадки» для мировой экономики. Риски рецессии в мировой экономике снижаются

В Китае в последнее время улучшились макроэкономические показатели и были приняты меры для повышения уровня ликвидности в системе

Народный банк Китая, как ожидается, продолжить смягчать свою политику, ослаблять резервные требования и вливать дополнительную ликвидность в экономику

Урегулирование глобальных конфликтов – один из основных пунктов политической программы Трампа

Деэскалация геополитических рисков помогла бы стабилизировать мировую торговлю и стала бы стимулом для роста глобальной экономики.

Отрицательные факторы

Трамп 2.0 – это фактор риска для мировой торговли и глобальной экономики. Новый президент США уже пообещал ввести 25%-й таможенный тариф против Каанады и Мексики, а также обложить 10%-й пошлиной импорт из Китая и Европы

Укрепление доллара США может ослабить другие мировые валюты, подстегнуть инфляцию и заставить центробанки отсрочить снижение ключевых ставок

Эскалация «торговой войны» между Китаем и Западом становится ключевым фактором риска для мировой экономики

Восстановление экономики КНР по-прежнему неравномерно: последние индексы PMI свидетельствуют о том, что в производственном секторе динамика лучше, в сфере услуг – хуже

Геополитические риски все еще актуальны для мировой торговли – они чреваты дестабилизацией морских перевозок и, как следствие, обострением инфляционных рисков

Новое ускорение инфляции и пауза в процессе снижения ключевых ставок, или даже нового ужесточения монетарной политики – это все еще достаточно вероятный сценарий. Этот риск еще не утратил своей актуальности для мировой экономики

Перспективы глобальных рынков на 2025 г.

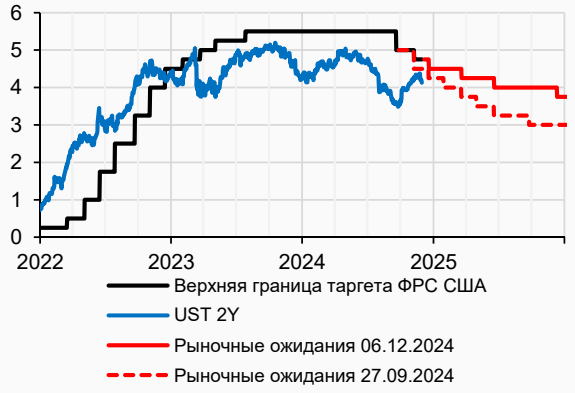
Год глобального смягчения

- Ожидается, что 2025 будет годом глобального смягчения денежно-кредитной политики. Процентные ставки уже сейчас снижаются, по мере того как темпы инфляции в большинстве крупнейших экономик приближаются к целевым уровням центробанков.
- Базовым сценарием для мировой экономики является «мягкая посадка», поскольку глобальный уровень рецессионных рисков снижается.
- Снижение процентных ставок будет позитивно влиять на рост экономики в США и еврозоне, но едва ли подстегнет рост потребления до такой степени, чтобы спровоцировать новое ускорение инфляции.
- Власти Китая, судя по всему, намерены добиваться стабилизации темпов роста, особенно с учетом рисков повышения таможенных тарифов в США.
- Пекин уже анонсировал крупномасштабные меры по стимулированию экономического роста, однако в наибольшей степени стимулирующие инициативы нацелены на финансовые рынки.
- Народный банк Китая, как ожидается, продолжит смягчать свои нормативы, а также вливать дополнительную ликвидность в систему.
- Впрочем, пока слишком рано говорить о том, насколько значимым будет эффект для товарно-сырьевых рынков.
- В целом, ситуация на сырьевых рынках развивается по довольно предсказуемому сценарию. Победа Дональда Трампа на выборах в США повлекла за собой укрепление доллара и ослабление юаня.
- Спрос на сырье со стороны Китая остается сдержанным, а риски повышения таможенных тарифов в США, вероятно, поспособствуют его снижению. Наш прогноз цен на сырье – на странице 33.

Прогноз роста ВВП, г/г

	2023Ф	2024П	2025П	2026П
США	2,9	2,7	2,0	2,0
Еврозона	0,5	0,8	1,2	1,3
Германия	-0,1	-0,1	0,9	1,1
Франция	1,1	1,1	1,0	1,3
Италия	0,8	0,5	0,9	1,1
Великобритания	0,4	0,9	1,5	1,6
АТР				
Китай	5,2	4,8	4,1	3,8
Япония	1,7	-0,3	1,3	1,0
Индия	8,2	6,8	6,7	6,8
Россия*	**3,6**	**4,0**	**1,5**	**1,0**
Мировой ВВП	3,5	3,3	3,0	3,1

Ожидания рынка по ставке ФРС США



Источники: Cbonds, CME, НБК, МВФ, расчеты Альфа-Банка

Китай: макроэкономика. Позитивный импульс

Китай объявил масштабные меры стимулирования, однако крупнейшие инициативы в основном направлены на финансовые рынки. Говорить о существенном эффекте для сырьевых рынков пока рано.

ПРЯМАЯ ПОДДЕРЖКА ФОНДОВОГО РЫНКА И ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

- Предоставление ликвидности государственным фондам для покупок на локальном рынке акций и облигаций.
- Предоставление компаниям дешёвого кредитования под залог собственного капитала для обратного выкупа собственных акций.

ПОДДЕРЖКА БАЛАНСОВ БАНКОВ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ВЛАСТЕЙ

- Снижение нормы резервирования для банков (RRR) и процентных ставок для высвобождения дополнительной ликвидности в банковской системе на сумму около 1 трлн юаней, с возможностью дальнейшего снижения RRR в течение 2024 года.
- Рекапитализация шести крупнейших государственных банков для снижения рисков с учётом проблемных кредитов.
- Повышение для банков разрешённой доли инвестиций в акции с 4% до 10% активов для повышения гибкости банков в процессе реструктуризации корпоративных долгов.
- Выпуск специальных государственных облигаций для рефинансирования долгов региональных властей

ПОДДЕРЖКА ЗАСТРОЙЩИКОВ И РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ

- Предоставление банкам ликвидности для выкупа неиспользуемой земли у застройщиков.
- Предоставление госкомпаниям дополнительной ликвидности для выкупа нераспроданного жилья.
- Снижение первоначальных взносов по ипотеке для покупателей второго жилья с 25% до 15%

ПРЯМАЯ ПОДДЕРЖКА ПОТРЕБЛЕНИЯ

- Снижение ставок по текущим ипотечным кредитам (эффект для населения 150 млрд юаней в год).
- Увеличение субсидий на обновление бытовой техники.
- Предоставление ежемесячного пособия в размере 800 юаней на ребенка в семьях с двумя и более детьми.

Источник: Альфа-Банк

Экономика Китая по итогам 9М24

ОСНОВНЫЕ ТОРГОВЫЕ ПАРТНЕРЫ

ПАРТНЕРЫ ПО OBOR*
15,21 трлн юаней
+6,3% г/г

УЧАСТНИКИ RCEP**
9,63 трлн юаней
+4,5% г/г

АСЕАН
5,09 трлн юаней
+9,4% г/г

ЕС
4,18 трлн юаней
+0,9% г/г

США
3,59 трлн юаней
+4,2% г/г

ОБЩИЙ ОБЪЕМ ТОРГОВЛИ
32,33 трлн юаней
($4,57 трлн)
+5,3% г/г

ЭКСПОРТ
18,62 трлн юаней
+6,2% г/г

ИМПОРТ
13,71 трлн юаней
+4,1% г/г

ПРОГНОЗ НА 1П25. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ

Торговля с США. Возможны санкции и торговые барьеры со стороны новой администрации после 20 января 2025 г.

Торговля с ЕС. Что будет с пошлинами на электромобили? Рынок увидит дополнительные торговые ограничения или нормализацию торговых отношений между Китаем и ЕС?

Курс юаня. Будет ли USD/CNY выше 7,30? Слабый юань негативно влияет на сырьевые рынки

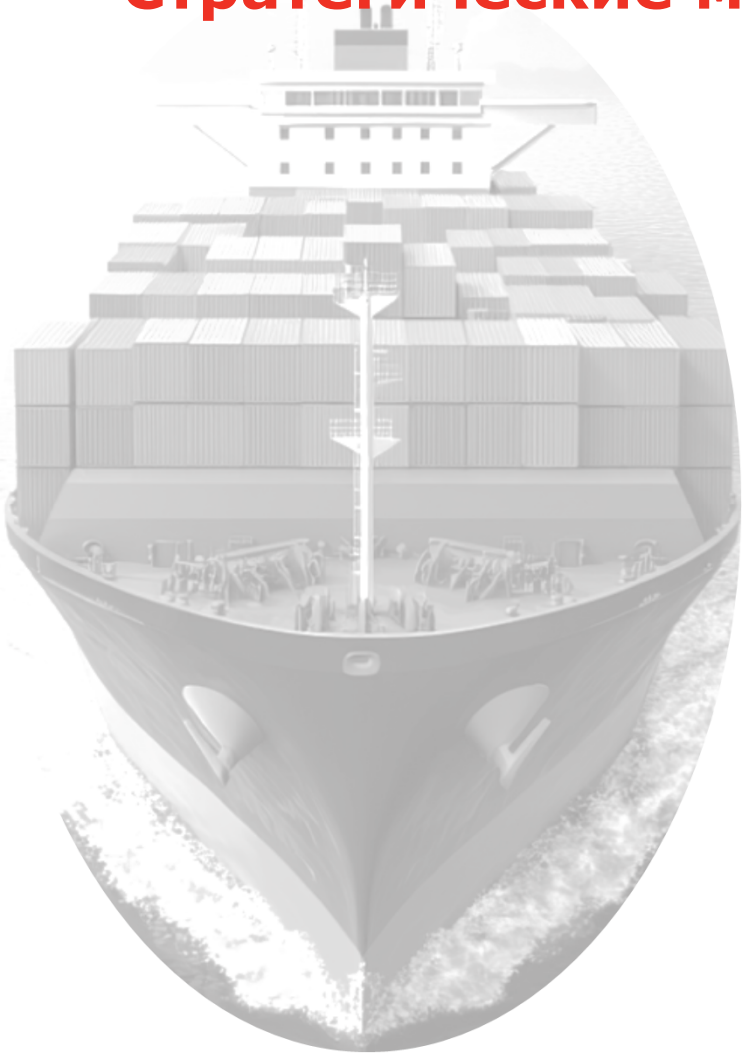
OBOR. Развитие ситуации и торговли со странами в рамках инициативы "Один пояс – один путь"

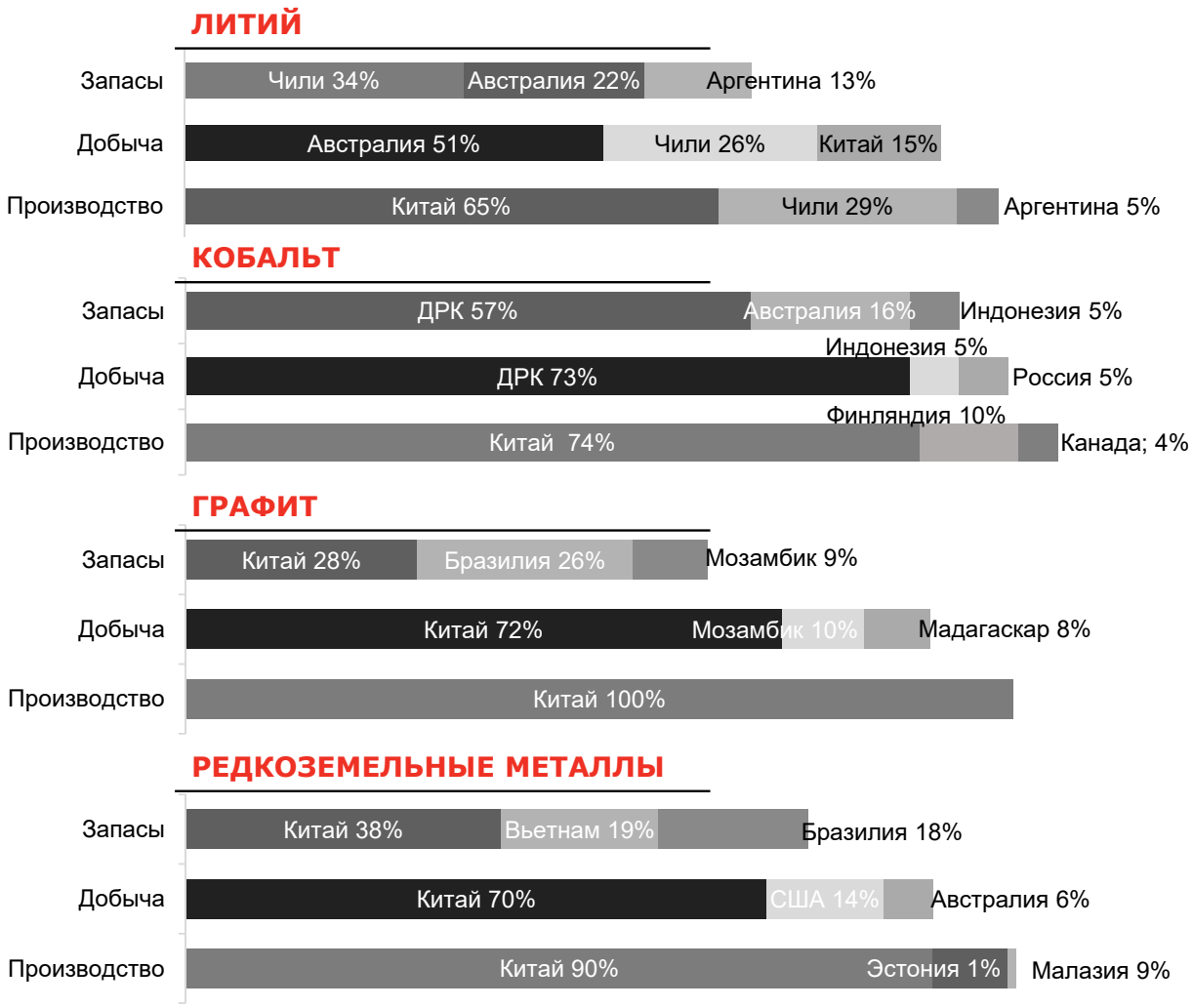
Развитие ситуации вокруг **Тайваня**. Риски эскалации.

**Инициатива «Один пояс – один путь» ; **Regional Comprehensive Economic Partnership*

Источники: customs.gov.cn, Альфа-Банк

Стратегические минералы в разбивке по странам





Источники: U.S. Geological Survey, Mineral Commodities Summaries 2023, IEA

08

Прогноз цен на сырьевые товары

Прогноз цен на сырьевые товары

Цветные металлы	Единица измерения	Спот цена*	2023Ф	2024П	2025П
Никель	$/т	16 000	21 687	17 150	20 000
Медь	$/т	9 131	8 559	9 290	10 000
Алюминий	$/т	2 552	2 288	2 450	2 550
Палладий	$/тр. унц.	963	1 341	980	1 100
Платина	$/тр. унц.	950	971	950	1 000
Золото	$/тр. унц.	2 632	1 945	2 400	2 800
Серебро	$/тр. унц.	31	23	30	34
Родий	$/тр. унц.	4 665	6 990	4 650	4 900
Кобальт	$/т	24 300	34 387	26 300	32 000
Черная металлургия	**Единица измерения**	**Спот цена***	**2023Ф**	**2024П**	**2025П**
Сляб, FOB Черное море (экспорт)	$/т	443	495	475	450
Г/К, FOB Черное море (экспорт)	$/т	510	587	527	550
Энергетический уголь, FOB Австралия	$/т	143	150	135	140
Коксующийся уголь, FOB Австралия	$/т	204	288	240	260
Железная руда, CFR Китай (62% Fe)	$/т	105	120	110	120
Удобрения	**Единица измерения**	**Спот цена***	**2023Ф**	**2024П**	**2025П**
DAP, FOB Балтика (экспорт)	$/т	587	571	585	610
MAP, FOB Балтика (экспорт)	$/т	590	535	595	600
Карбамид, FOB Балтика (экспорт)	$/т	364	401	385	407
Нефть и газ	**Единица измерения**	**Спот цена***	**2023Ф**	**2024П**	**2025П**
Brent	$/баррель	72,09	82,62	80,80	81,21
Urals	$/баррель	62,95	62,91	66,00	69,98

Источники: международные базы данных, MMI Reports, Investing.com, Минпромторг, Альфа-Банк
** На закрытии рынка 5 декабря*

09

Нефтегазовый сектор

Нефтегазовый сектор

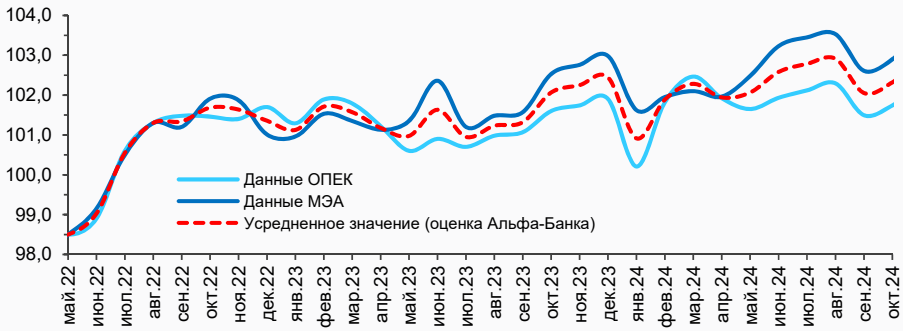
Расхождения в оценках ключевых отраслевых агентств…

Ещё в первой половине 2022 г. на фоне споров о влиянии санкций США и ЕС на российскую нефтяную отрасль мнения на рынке разделились: Международное энергетическое агентство (МЭА), представляющее интересы стран-импортеров нефти (ОЭСР), предполагало значительное снижение российского экспорта, в то время как ОПЕК в своих отчётах заняла более осторожную позицию. Примечательно, что именно это послужило фундаментальным расколом в видении нефтяного рынка – ОПЕК, дистанцировавшись от умозрительных выводов МЭА, отказалась учитывать прогнозы агентства в своих расчётах, что стало началом расхождений в статистиках двух ведущих мировых агентств. Несмотря на значительные отклонения в цифрах за 2023 г. и их последующую стабилизацию в феврале-апреле 2024 г. (см. График 1), своего апогея «разбег» в исторических данных достиг в июле, когда оценка предложения нефти, опубликованная МЭА, превысила аналогичный расчёт ОПЕК более чем на 1,3 млн барр. в сутки (порядка 1,4% мирового производства). Столь значительная разница в оценках сохранялась на протяжении всего 3К24, а расхождения в октябрьской статистике составили порядка 1,2 млн барр. в суточном эквиваленте. Аналогичная ситуация наблюдается и в отношении прогнозов: из ноябрьского отчёта МЭА следует, что спрос на нефть в 4К24 может быть ограничен 103,7 млн барр., тогда как ОПЕК прогнозирует его рост до 105,6 млн барр. в сутки (разница двух показателей составляет порядка 1,8% мирового потребления).

Поскольку традиционные для нефтяного рынка источники потеряли свою актуальность, мы вынуждены сделать упор на собственный анализ. При этом наши расчёты укладываются в диапазон рыночной оценки спроса и предложения и близки к средним значениям, обозначенным диаметрально противоположными прогнозами МЭА и ОПЕК. Это позволяет считать наш взгляд на перспективы развития нефтяного рынка «умеренным», что выгодно оттеняет его на фоне нереалистичных прогнозов роста спроса ОПЕК и умозрительных признаков перепроизводства, транслируемых МЭА.

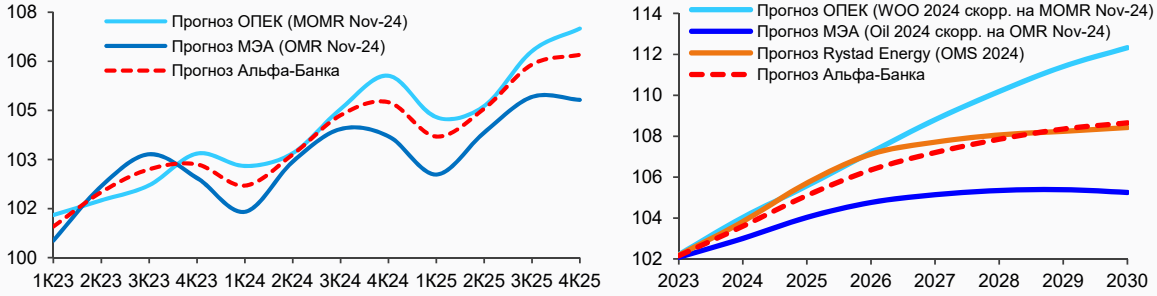
Примечательно, что наша оценка темпов роста нефтяного рынка в 2024-2030 гг. сопоставима с последним прогнозом агентства Rystad Energy, опубликованным летом в отчёте Oil Macro Solutions 2024 (см. График 2), что косвенно подтверждает целесообразность пересмотра подходов к моделированию нефтяного рынка.

График 1: Динамика предложения жидких углеводородов (млн барр. в сутки)



Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Минэнерго США

График 2: Квартальный и годовой прогноз спроса на жидкие углеводороды (млн барр. в сутки)



Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Rystad Energy

Нефтегазовый сектор

...подтверждают целесообразность независимых прогнозов

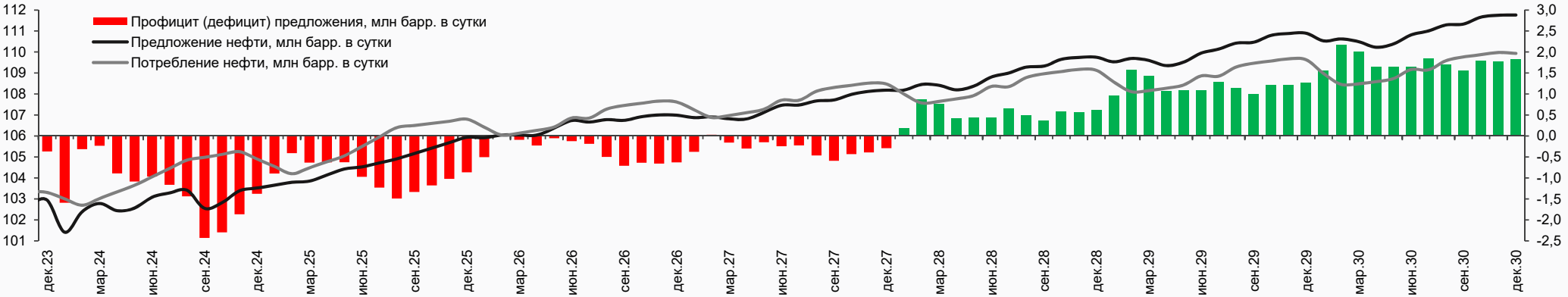
Несмотря на сохраняющуюся неопределенность в отношении перспектив дальнейшего роста предложения нефти на глобальном рынке в 2025 г., в текущих условиях мы вынуждены отойти от сценарного анализа и сконцентрироваться на нашем собственном прогнозе.

Так, последние данные Rystad Energy и Минэнерго США показывают, что прирост производства жидких углеводородов в США может быть ограничен 280-360 тыс. барр. в сутки в 2024-2025 (против 0,4-0,5 млн барр. в сутки в начале года), а решение ОПЕК+ отложить возвращение 2,2 млн баррелей добровольных ограничений уже виртуально лишило рынок 580 тыс. баррелей, запланированных к вводу в 2025 г. Поскольку прирост добычи членов ОЭСР (США, Канада, Норвегия) и других стран, не входящих в периметр сделки ОПЕК+ (Бразилия, Аргентина), по нашим оценкам ограничен 1,7 млн баррелей в сутки, в 2025 г. нефтяной рынок будет в значительной степени зависеть от свободных мощностей альянса, которые в среднем могут обеспечить до 1,2 млн баррелей дополнительного предложения.

В наших прогнозах мы исходим из предпосылок планомерного отказа ОПЕК+ от добровольных ограничений начиная с июля 2025 г., когда спрос покажет признаки ускорения в разгар автомобильного сезона (см. График 3). Это позволит альянсу удержать добычу на уровне предыдущего года (~40,8 млн барр. в сутки), что, на наш взгляд, принципиально для ряда участников сделки. Вкупе с ростом производства газового конденсата, это обеспечит рост глобального предложения в 2025 г. на 1,9 млн против 1,5 млн баррелей прироста спроса (эластичность – 0,5x). Тем не менее, опережающие темпы роста предложения вряд ли окажут значительное влияние на конъюнктуру рынка: после заметного снижения в начале года и последующей стабилизации в конце 1К23 его структурный дефицит, по нашим оценкам, вернется к росту июне, а уже в сентябре может достичь 1,5 млн барр. в сутки несмотря на наращивание добычи ОПЕК+.

Примечательно, что рынок может достичь условного паритета в 2026-2027 гг., на смену которому придёт период значительного перепроизводства по мере ввода новых мощностей и замедления темпов роста спроса. Это в целом соответствует его текущей траектории, описанной Rystad Energy в обзоре OMS 2024, которая исключает реализацию климатических сценариев 1,6-1,9°C и достижение пика спроса на нефть до 2030 г., на котором настаивает МЭА (2029 г.).

График 3: Баланс спроса и предложения жидких углеводородов (млн барр. в сутки)



Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Минэнерго США

Нефтегазовый сектор

Ценообразование в условиях долгосрочного роста и дефицита накоротке

Наш обновленный прогноз цен в среднесрочной перспективе (2027-2028 гг.) соответствует нашим прошлым ожиданиям, опубликованным в июле 2024 г., однако замедление спроса в Китае, сжатие нефтехимических и сокращение загрузки нефтеперерабатывающих мощностей, а также начало нового инвестиционного цикла заставляют нас пересмотреть перспективы роста цен «накоротке» и в конце десятилетия. При этом, несмотря на высокую волатильность, наши расчёты указывают на достаточно стабильный профиль средних цен в 2025-2026 гг.

Так, вопреки консенсус-прогнозу, предполагающему дальнейшее снижение котировок (Brent: BofA $75, GS $76, JPM $73), мы допускаем, что в этом году цены на нефть могут продемонстрировать сдержанный рост (+0,5%), закрепившись выше $80 за баррель в марте 2025 г. По нашим оценкам, справедливая стоимость нефти марки Brent в условиях структурного дефицита (1,4 млн барр. в сутки в декабре) составляет более $79.5 за баррель, что предполагает как минимум 10%-ный потенциал роста к текущим уровням. Позиция же ведущих мировых банков явно перекликается с МЭА – если в расчетах использовать прогноз добычи агентства на 2025 г., справедливая стоимость барреля Brent составит порядка $73.1 в текущих ценах.

Ценовой анализ нефтяного рынка

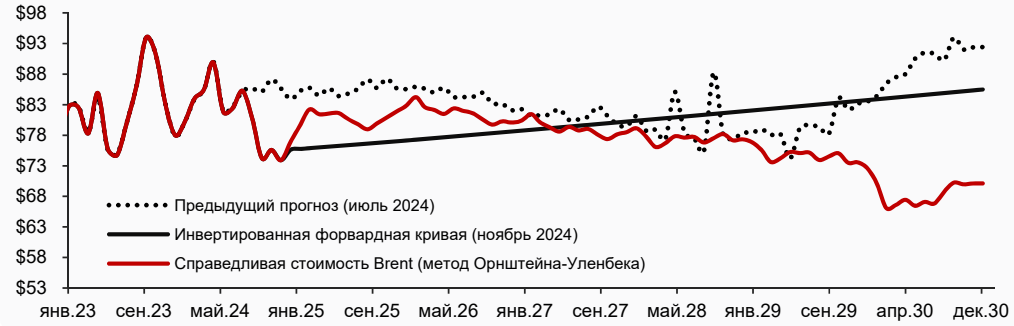
Баланс, млн барр.	Спрос	Профицит	Предложение
2023	102.1	**(0.6)**	101.5
2024	103.6	**(1.3)**	102.3
2025	105.1	**(0.9)**	104.2
2026	106.4	**(0.4)**	106.0
2027	107.2	**(0.3)**	106.9

Стоимость, $/барр.	Brent	Дисконт	Urals
2023	82.62	**(19.71)**	62.91
2024	80.80	**(14.81)**	66.00
2025	81.21	**(11.23)**	69.98
2026	81.44	**(9.20)**	72.25
2027	78.98	**(7.86)**	71.12

Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Минфин.

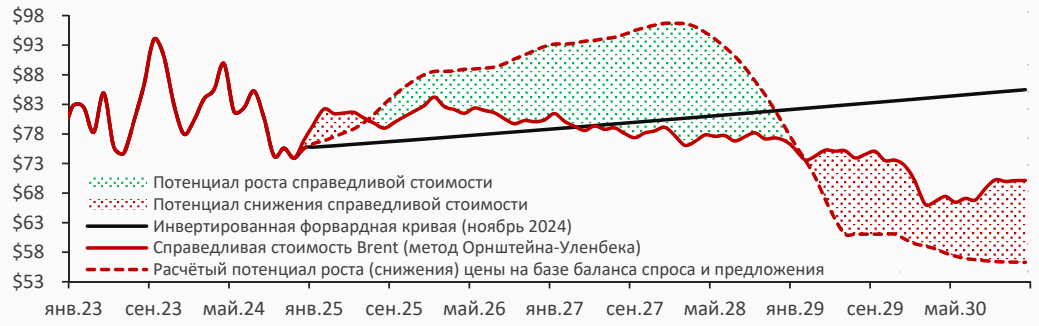
На «перепроданность» контрактов также косвенно указывает и количество открытых длинных позиций, объём которых сократился втрое за последние 6 месяцев и почти на четверть в октябре несмотря на дальнейшее снижение коммерческих запасов в США и странах ОЭСР. Последние впервые с марта 2024 г. провалились ниже прошлогодних значений, что, на наш взгляд, отражает реальную ситуацию на рынке. В своих расчётах мы руководствуемся именно этими параметрами, однако и классическая модель, основанная на балансе спроса и предложения, указывает на значительный потенциал роста котировок в 2П25 (см. График 5). На горизонте 2030 г. это отражает риск снижения котировок до себестоимости добычи на новых сланцевых месторождениях и нефтеносных песках ($57/барр.), что, впрочем, ограничено точкой безубыточности нефтесервисных услуг: падение Brent ниже $65/барр. приведет к остановке независимых буровых установок в США (Rystad) и снижению эффективности бурения, что мы учли в нашем прогнозе.

График 4: Прогноз справедливой стоимости Brent в реальном выражении, $/барр.



Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Минэнерго США

График 5: Потенциал роста / снижения справедливой стоимости Brent, $/барр.



Источники: Альфа-Банк, МЭА, ОПЕК, Rystad Energy

Наши фавориты в нефтегазовом секторе

В рамках нашей обновленной стратегии мы подтверждаем наш взгляд на компании нефтегазового сектора, отмечая значительный потенциал роста акций Роснефти и Газпром нефти, которые, как мы полагаем, по-прежнему недооценены рынком. При этом мы исключаем из списка наших фаворитов на 1П25 акции Татнефти, разочаровавшей инвесторов снижением ожидаемого уровня дивидендных выплат.

- Последние рекомендации СД в отношении промежуточных дивидендов компании за 1П24 и 9М24 существенно разочаровали рынок снижением коэффициента дивидендных выплат (со 100% МСФО до 75% РСБУ). Если рекомендованный размер промежуточных дивидендов будет утвержден на ВОСА 19 декабря, дивидендные перспективы Татнефти могут быть переоценены рынком, что повлечет за собой волну пересмотров рекомендаций по этой бумаге. В свою очередь, это может окончательно разочаровать инвесторов, ориентированных на дивидендные истории, к которым участники рынка причисляли Татнефть в начале года.

Роснефть (MOEX: ROSN)

Будучи единственной историей роста на российском нефтяном рынке с понятными перспективами ввода новых мощностей, Роснефть остаётся одной из наиболее привлекательных инвестиционных идей в секторе на горизонте 2025 г. При этом поддержка государства в вопросах фискальной политики (в т. ч. налоговый вычет) и прямое участие компании в межправительственных соглашениях создает предпосылки для опережающего роста акций.

- Компания продолжает демонстрировать выдающуюся операционную эффективность за счёт снижения удельных расходов и наращивания добычи на высокомаржинальных проектах. Это позволило компании обеспечить устойчивость рентабельности по EBITDA (30% за 9М24), которая может достичь 35% по мере восстановления цен на нефть и ввода новых проектов.
- Мы полагаем, что Восток Ойл может стать одним из немногих флагманских проектов, запуск которых состоится в 2025 г. Так, до конца 1П25 к началу коммерческой добычи готовятся месторождения Пайяхское, Ичеминское и Байкаловского, что вкупе с ростом добычи газа (более 1,5 млн б.н.э./сутки) может стать ключевым драйвером развития бизнеса в 2025-2026 гг.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	ROSN
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	488,2
Целевая цена[12М]	**645,0**
Потенциал	**32,1%**

Источники: Альфа-Банк, Мосбиржа

Газпром нефть (MOEX: SIBN)

Мы склонны рассматривать Газпром нефть как одну из наиболее привлекательных инвестиционных идей в нефтегазовом секторе на фоне её дешевизны (12MF EV/EBITDA 2,8x) и значительной перепроданности акций компании (-34% против -22% MOEXOG), что может стать фактором её переоценки рынком на горизонте 1П25.

- В 2024 г. компания может выйти на стабильную базу расчёта дивидендов на уровне 75% скорр. чистой прибыли по МСФО, что позволит инвесторам рассчитывать на рекордную доходность в размере 17-18%. Поскольку в росте дивидендных отчислений заинтересована материнская структура (Газпром), а сами выплаты обеспечены уверенной генерацией СДП (доходность ~17%) и низкой долговой нагрузкой (0,5x ЧД/EBITDA), мы не ждём снижения их базы в 2025-2026 гг.
- 70%-я доля ТРИЗ и реализация 78% добываемой нефти в обход санкционных ограничений обеспечивает компании стабильную генерацию СДП при сохранении значительного потенциала роста: более 3/4 в экспортном портфеле компании представляют собой преимущественно неподсанкционные сорта (31% ВСТО, 47% ARCO и Novy Port), в то время как стимулирование разработки ТРИЗ и новые лицензии Газпрома могут обеспечить дальнейший рост добычи.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	SIBN RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	553,9
Целевая цена[12М]	**696,0**
Потенциал	**25,6%**

Источники: Альфа-Банк, Мосбиржа

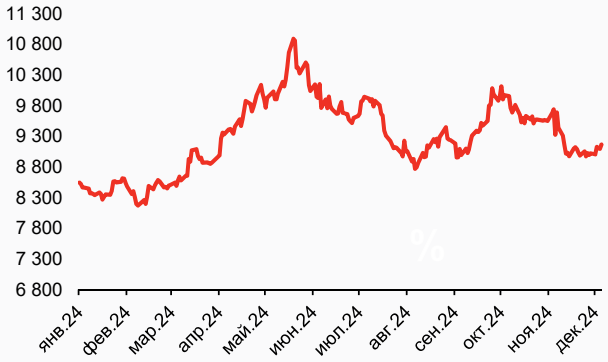
10 Металлы и горная добыча

Промышленные металлы

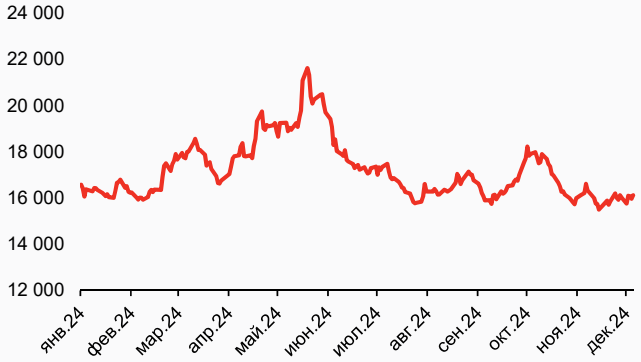
- Ситуация на сырьевых рынках развивается по вполне предсказуемому сценарию. Победа Трампа привела к укреплению доллара США и ослаблению юаня. С 5 ноября DXY вырос с 103,2 до 105,7 (почти двухлетний максимум), в то время как юань ослаб с 7,09 до 7,26. Данная динамика на валютных рынках и ожидания более ястребиной политики ФРС привело к снижению цены золота до двухмесячного минимума ($2 561 за унцию в моменте). С пика в конце октября золото скорректировалось на $225 (около 8%), менее ликвидное серебро скорректировалось на 12% до $30 за унцию. Медь упала ниже $9 200, потеряв около $400 за тонну с момента избрания Трампа. Никель продолжает балансировать вблизи локальных минимумов около $16 000 за тонну. Палладий упал на 24% до $935 за унцию с годового максимума на уровне $1 233 за унцию в конце октября. Реакция в мировых бумагах полностью отразила динамику на сырьевых рынках. Крупнейшие мировые золотодобывающие компании (NEW and ABX) потеряли около 16% с конца октября. Крупнейший производитель алюминия, китайский Hongqiao, потерял более 10% с конца октября, Jiangxi Copper (-11%). Rio Tinto and BHP в Австралии потеряли 2% и 6.5% соответственно. На российском рынке под давлением оказались акции Полюса. Мы видим ограниченный потенциал снижения цен на металлы и насыпные грузы от текущих уровней. Положительная динамика продаж недвижимости в Китае в октябре может поддержать сырьевые рынки.

- Дальнейшее значительное укрепление доллара США имеет невысокую вероятность. С 2002 года DXY лишь однажды превышал уровень 110 (106-107 дважды касались в 2023-2024). Есть сомнения, что Китай допустит значительное ослабление юаня выше 7,30 к доллару США. Что касается уровней цен на металлы, то медь ниже $10 000 за тонну делает экономически убыточными почти все новые проекты. При цене на никель ниже $16 640 за тонну около 50% мирового производства никеля убыточно. Мы полагаем, что сырьевые и валютные рынки столкнулись с избыточной реакцией на избрание Трампа и могут скорректироваться в положительную сторону по мере поступления более детальной и структурной информации о политике новой президентской администрации в США. PLZL, GMKN, PHOR остаются нашими фаворитами в секторе.

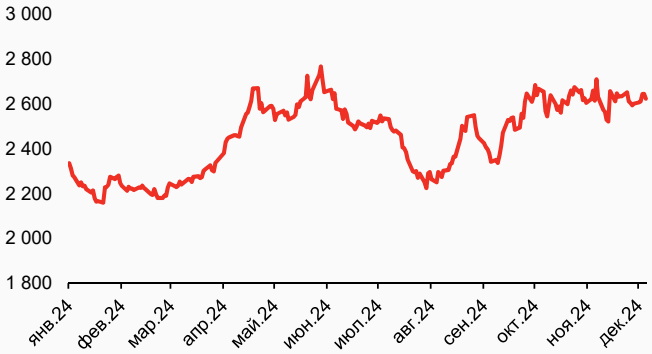
Динамика цен на медь, $/т



Динамика цен на никель, $/т



Динамика цен на алюминий, $/т

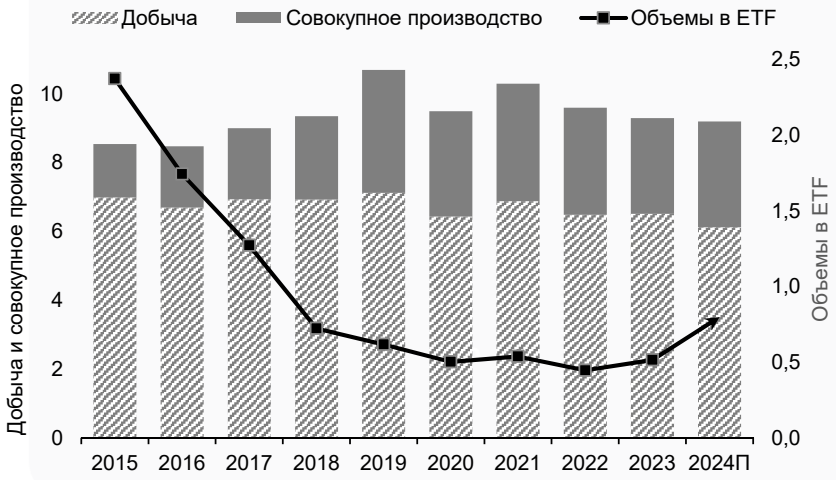


Источники: Investing.com, Альфа-Банк

Металлы платиновой группы

- На рынке МПГ с конца 2023 установился паритет цен на платину и палладий.
- МПГ продолжают играть важную роль в переходе к «зеленой экономике», как в ДВС, так и в гибридных электромобилях и водородных двигателях. Настроения в автомобильном секторе остаются определяющими с точки зрения спроса на МПГ.
- Сохраняются риски снижения предложения, особенно в части поставок с Африки. Добыча первичного палладия в ЮАР может сократиться, так как основные месторождения платиноидов уже в значительной степени истощены, а затраты растут. Также при текущем уровне цен есть объективные риски падения объемов вторичной переработки.
- Цена на палладий остается более чувствительной к спекулятивной торговле. Количество физического палладия в ETF выросло до 0,8 млн унций в ноябре.
- Рост затрат на производство при значительном падении стоимости корзины МПГ представляет значительные сложности для производителей по всему миру. Затраты на производство у Anglo American Platinum в 1П24 составляли $957 на унцию, что наглядно демонстрирует минимальную маржинальность бизнеса при ценах в диапазоне $900-1000 за унцию МПГ.

Совокупное предложение палладия на рынке, млн унц



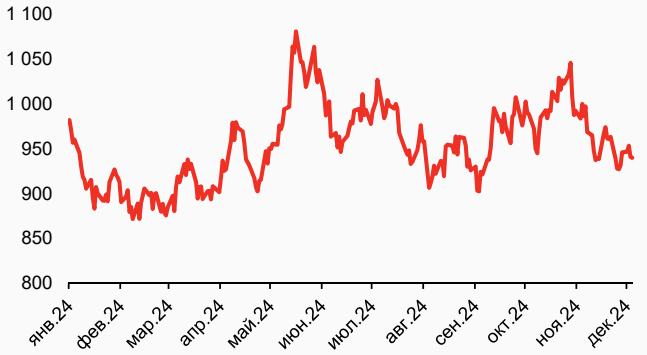
Источники: данные компаний, Bloomberg, Альфа-Банк

Основные драйверы для МПГ

↑	Ужесточение эмиссионных стандартов дизельных двигателей, особенно в Китае и Индии
↑	Ограниченный потенциал роста предложения на фоне падения объемов добычи и вторичной переработки
↓	Сокращение доли дизельных авто на фоне более быстрой пенетрации EV
↓	Рост объемов предложения (со стороны России)
↓	Замедление мировой экономики как главный фактор снижения продаж автомобилей

Динамика цен на палладий, $/тр. унц

Динамика цен на платину, $/тр. унц



Источник: Investing.com

Норникель

Ставка на начало нового цикла на сырьевых рынках

- Производитель **19%** мирового объема премиального никеля и **41%** мирового объема палладия. Корзина металлов компании диверсифицирована и добывается из многокомпонентной руды, что представляет собой конкурентное преимущество в части себестоимости затрат.
- В 3К24 Норникель завершил крупнейший ремонт последних нескольких лет на Надеждинском металлургическом заводе, что позволило компании пересмотреть вверх свой производственный прогноз по 2024 году.
- Акции Норникеля демонстрировали схожую динамику относительно мировых компаний-аналогов, но хуже российского рынка акций на отрезке с 2023 года. С июля 2023 акции торговались в некотором отрыве от динамики корзины металлов. Мы видим перспективу переоценки акций на волне положительной динамики корзины металлов и ожидаемого разворота российского фондового рынка.
- Наш метод оценки включает дисконтирование денежных потоков компании на горизонте 2025-2029, а также оценку на основе прогнозных мультипликаторов за 2026 год на уровне 5x для EV/EBITDA и 7x по P/E, что находится ниже исторических уровней компании.
- Компания ожидаемо воздержалась от рекомендации промежуточных дивидендов за 2024 год, находясь в активной фазе инвестиционного цикла и учитывая текущую конъюнктуру рынка металлов. По нашим ожиданиям, финальные дивиденды по итогам 2024 могут быть рекомендованы в размере около $1 млрд при условии положительной переоценки оборотного капитала во втором полугодии и оптимизации капитальных затрат. Дивидендная доходность по 2024 году может составить 6%.

Сравнительные мультипликаторы: Норникель и мировые аналоги

Диверсифицированные компании	Цена,$	Кап-я, $ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Россия											
Норникель	1,1	16 378	2,5x	2,3x	1,8x	5,2x	5,0x	3,5x	9,6x	7,4x	4,9x
Зарубежные											
BHP Billiton	26,1	132 502	3,0x	2,6x	2,7x	5,9x	4,9x	5,1x	11,0x	9,8x	11,4x
Rio Tinto	63,3	107 877	1,6x	2,1x	2,1x	3,6x	4,8x	4,6x	7,1x	9,7x	9,7x
Glencore Xtrata Plc.	4,8	58 669	0,5x	0,4x	0,3x	5,7x	6,1x	4,5x	10,5x	15,0x	11,0x
Vale	9,6	43 620	1,9x	1,4x	1,4x	4,3x	3,4x	3,4x	6,8x	4,9x	5,4x
Anglo American	31,8	42 482	1,6x	1,9x	1,9x	5,3x	5,8x	5,6x	14,5x	19,1x	17,6x
Freeport McMorran	42,8	61 486	2,6x	2,5x	2,4x	6,9x	6,4x	5,4x	27,7x	28,1x	20,8x
Southern Peru Copper	101,1	79 926	6,2x	7,1x	6,8x	11,9x	12,4x	11,6x	22,1x	22,6x	21,2x
Teck Resources	45,4	23 176	2,2x	2,3x	2,9x	5,2x	6,0x	6,8x	10,4x	33,5x	25,9x
Anglo Platinum	32,4	8 584	2,0x	1,3x	1,3x	8,9x	5,1x	5,1x	16,2x	11,7x	11,0x
Antofagasta	22,2	21 856	3,1x	3,4x	3,4x	6,4x	6,6x	6,0x	26,3x	29,4x	22,8x
Alcoa	46,2	11 928	1,0x	1,1x	1,0x	18,8x	9,0x	5,9x	-	44,1x	14,5x
FMG	12,5	38 568	2,8x	2,1x	2,6x	4,7x	3,6x	5,3x	8,1x	6,3x	11,1x
Jiangxi copper	31,2	8 521	1,4x	1,2x	1,2x	7,4x	6,0x	5,9x	16,2x	10,5x	11,5x
Средневзвешенное	32,3	6 461	0,8x	0,9x	0,8x	5,6x	4,0x	3,4x	29,1x	10,7x	6,9x

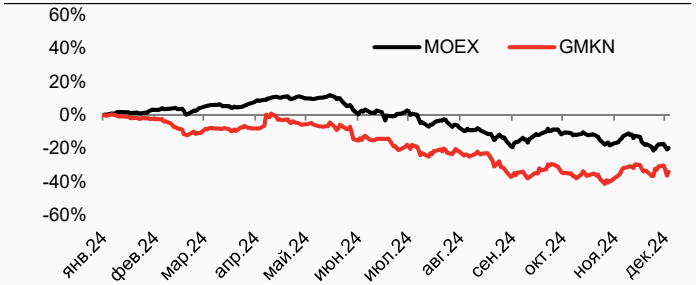
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Рекомендация / целевая цена

Тикер	GMKN RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	108
Целевая цена, руб.	**147**
Потенциал	**36%**

Источники: Investing.com, Альфа-Банк

Динамика котировок GMKN за 1 год



Источники: Investing.com, Альфа-Банк

Прогноз финансовых показателей

₽ млн	2023Ф	2024П	2025П
Выручка	1 231 711	1 081 087	1 351 478
EBITDA	589 595	493 621	689 230
EBITDA маржа	48%	46%	51%
Чистый долг	679 275	805 625	731 979
Чистый долг/EBITDA	1,2x	1,6x	1,1x

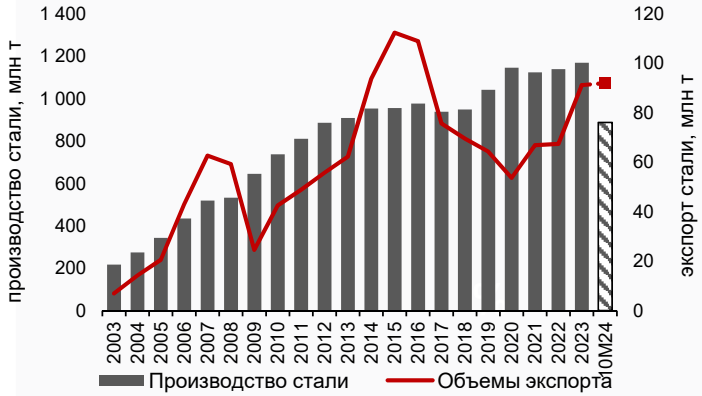
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Черная металлургия

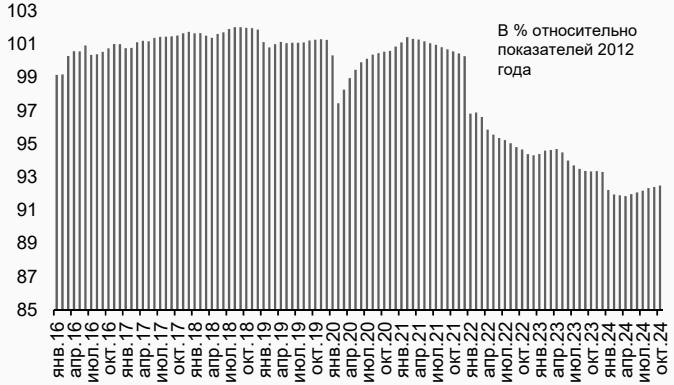
Экспортный рынок стали: налицо дисбаланс спроса и предложения и падение маржинальности продаж

- **Китай остается крупнейшим производителем и экспортером стальной продукции.** В 2024 г. экспорт стали из Китая растет на фоне рекордного падения финансовых результатов компаний, что в перспективе ожидаемо должно привести к сокращению производства и дальнейшей консолидации отрасли. По данным из открытых источников, более 73% китайских сталелитейных компаний с биржевым листингом по итогам 1П24 понесли убытки на общую сумму 9,4 млрд юаней. Недавно анонсированные в Китае меры по стимулированию экономики в большей степени нацелены на оптимизацию запасов в секторе недвижимости, чем на увеличение застройки, которая могла бы подстегнуть спрос на сталь. В то же время инфраструктурные инвестиции переориентируются на менее металлоемкие проекты. Эксперты прогнозируют, что в 2024 году экспорт стали из Китая достигнет восьмилетнего максимума, а в дальнейшем замедлится из-за усиления глобальных торговых ограничений
- **В Европе драйверов роста спроса на стальную продукцию на краткосрочном горизонте не наблюдается.** Незначительную поддержку спросу на сталь может оказать снижение ключевой ставки ЕЦБ, но в моменте засилье дешевого импорта ограничивает возможности для наращивания предложения со стороны местных производителей. При этом наблюдающаяся коррекция цен на сырье предполагает некоторую поддержку маржи производителей, уменьшая вероятность дальнейшего снижения загрузки мощностей.

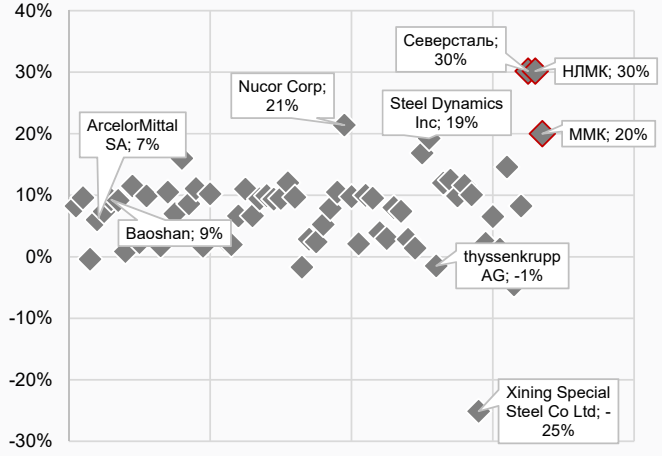
Производство и экспорт стальной продукции из Китая



Настроения в секторе недвижимости в Китае



Маржа по EBITDA мировых производителей



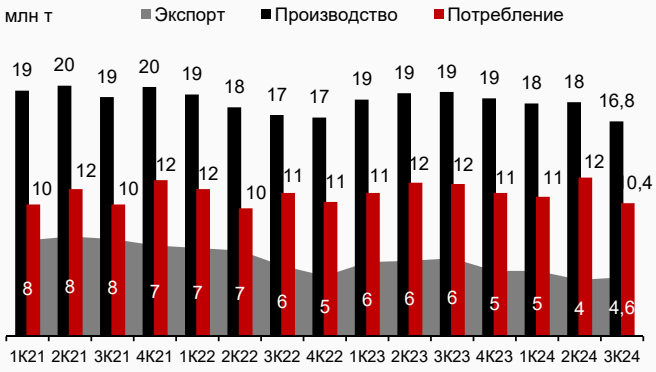
Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Черная металлургия

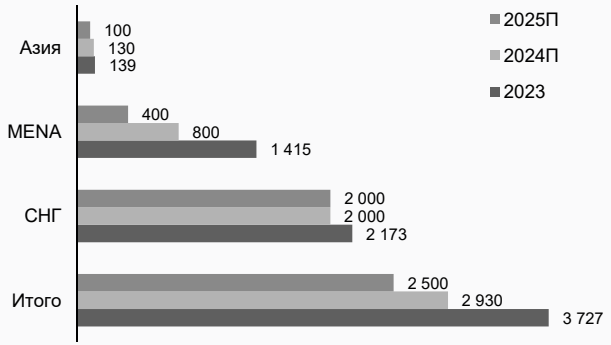
Российский рынок стали: замедление внутреннего потребления при ограниченной экспортной альтернативе

- По итогам 10М24 производство стали в России упало на 8% ниже г/г до 58,3 млн т. Данные по внутреннему потреблению на конец октября демонстрируют снижение объемов потребления на 2% г/г. Экспорт стальной продукции, судя по информации за 9М24, опустился до уровня 14 млн т, что на 25% ниже, чем за 9М23, и на 16% ниже, чем в 2022.
- На внутреннем рынке у металлотрейдеров скопились значительные объемы металла. При этом внутренние цены демонстрируют премию к мировым ценам на экспортном паритете. Что касается внутреннего конечного спроса, то компании, ранее широко использовавшие кредитные ресурсы, оказались в уязвимом положении из-за высоких процентных ставок.
- Последние доступные данные указывают на продолжение торможения в строительном сегменте. Падение спроса со стороны строительной отрасли в 2025 году, по некоторым оценкам, может составить 3 до 7% на фоне дальнейшего снижения темпов экономического роста при сохранении высокой ключевой ставки и в отсутствие новых льготных ипотечных программ, а также с учетом сокращения финансирования нежилого и инфраструктурного строительства.
- Динамика по сектору машиностроения по итогам 2024 года предполагает рост потребления металлопроката на 5% г/г за счет высокой загрузки производителей грузовой и коммерческой техники, роста автопроизводства и увеличения выпуска вагонов. На динамику спроса в энергетике в основном влияют изменения в сроках реализации проектов.
- В отсутствие новых рынков сбыта стальной продукции за рубежом и с учетом стагнации внутреннего спроса на фоне ужесточения монетарной политики, динамика цен на сталь на внутреннем рынке на наш взгляд, будет складываться под влиянием краткосрочных стратегий пополнения запасов металлотрейдерами, геополитической риторики и торговых ограничений.

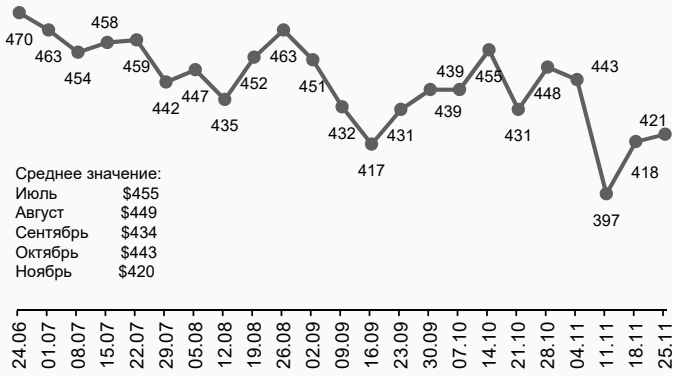
Производство стали и экспорт из РФ



Экспорт плоского проката по регионам



Сляб, $/т, FOB Черное море



Источники: ММІ, Альфа-Банк

Черная металлургия

Сравнительные мультипликаторы

Мировые производители	Цена,$	Кап-я, $ млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Россия											
Северсталь	10,7	8 836	1,33x	1,1x	1,0x	3,7x	3,4x	3,2x	5,0x	5,4x	5,1x
НЛМК	1,2	7 158	1,05x	0,7x	0,8x	3,6x	2,6x	2,9x	4,7x	4,5x	4,8x
ММК	0,3	3 574	0,67x	0,5x	0,4x	2,6x	2,2x	1,9x	4,3x	3,8x	3,6x
Средневзвешенное по России			**1,1x**	**0,8x**	**0,8x**	**3,4x**	**2,9x**	**2,8x**	**4,7x**	**4,8x**	**4,7x**
Турция											
Erdemir	0,7	5 214	1,5x	1,2x	1,0x	12,5x	8,5x	5,5x	-	13,6x	10,7x
Kardemir Karabuk	0,8	881	0,2x	0,5x	0,4x	1,3x	3,8x	2,7x	3,0x	-	6,6x
Средневзвешенное по Турции			**1,5x**	**1,1x**	**0,9x**	**12,1x**	**7,8x**	**5,1x**	**0,1x**	**11,6x**	10,1x
Латинская Америка											
Gerdau	3,5	7 093	0,5x	0,7x	0,7x	2,6x	4,0x	3,8x	3,7x	7,5x	6,8x
Usiminas	1,0	1 271	0,2x	0,3x	0,3x	3,7x	4,6x	3,0x	10,6x	28,4x	8,7x
Ternium S.A.	32,2	6 323	0,3x	0,2x	0,3x	2,2x	1,9x	1,8x	9,9x	11,4x	4,6x
CSN	1,9	2 493	1,1x	1,1x	1,1x	4,1x	4,6x	4,6x	92,5x	106,0x	15,9x
Средневзвешенное по Лат. Америке			**0,5x**	**0,6x**	**0,6x**	**2,8x**	**3,4x**	**3,1x**	**25,2x**	**24,7x**	**7,5x**
Азия											
POSCO	186,7	15 427	0,5x	0,5x	0,4x	5,2x	4,8x	4,4x	14,1x	11,7x	9,7x
Bluescope	13,9	6 103	0,4x	0,5x	0,6x	3,6x	4,3x	6,8x	7,9x	10,1x	21,3x
Nippon Steel	20,2	21 741	0,7x	0,6x	0,6x	4,9x	5,4x	5,5x	4,9x	7,1x	11,1x
JFE	11,4	7 306	0,6x	0,5x	0,5x	6,5x	5,3x	5,9x	7,9x	5,9x	7,4x
China Steel	0,7	10 278	1,7x	1,6x	1,5x	16,6x	15,2x	11,9x			44,2x
Baoshan Steel	1,0	20 928	0,4x	0,5x	0,5x	4,6x	6,0x	5,4x	12,5x	15,3x	12,8x
Angang Steel	0,2	3 235	0,0x	0,3x	0,3x	2,0x	1,7x	11,5x			
Steel Authority of India	1,5	6 020	0,3x	0,7x	0,8x	3,7x	8,6x	8,0x	16,1x	22,4x	22,6x
JSW Steel	11,8	28 855	1,6x	1,8x	1,8x	13,6x	10,8x	11,6x	43,4x	23,4x	29,4x
Hyundai Steel	14,8	1 970	0,5x	0,5x	0,4x	5,0x	5,4x	4,3x	6,7x	37,6x	8,1x
Maanshan Steel	0,2	2 597	0,2x	0,4x	0,4x	7,3x	17,8x	8,7x	-	-	-
Средневзвешенное по Азии			**0,8x**	**0,9x**	**0,9x**	**7,7x**	**7,7x**	**7,7x**	**14,8x**	**13,2x**	**18,5x**
ЕС/США											
Nucor	145,6	34 182	1,1x	1,2x	1,2x	5,0x	8,6x	8,4x	8,3x	16,9x	16,2x
Thyssen Krupp	4,2	2 634	0,0x	-0,1x	0,0x	0,2x	-	-	-	-	5,8x
Arcelor Mittal	25,4	21 636	0,4x	0,4x	0,4x	3,4x	4,0x	3,7x	6,5x	8,8x	6,5x
Voestalpine AG	19,9	3 556	0,4x	0,3x	0,3x	2,9x	3,1x	3,5x	5,2x	12,0x	9,9x
Acerinox	10,5	2 616	0,4x	0,6x	0,5x	3,7x	6,6x	5,3x	6,0x	11,4x	8,5x
SSAB Svenskt Stal	4,6	4 525	0,0x	0,3x	0,4x	0,1x	2,7x	3,4x	1,6x	7,5x	8,4x
Commercial Metals Company	61,7	7 036	0,7x	0,9x	1,0x	4,3x	7,5x	7,8x	6,3x	14,0x	15,5x
Steel Dynamics	138,7	21 116	0,9x	1,3x	1,3x	4,8x	9,1x	9,1x	6,7x	13,3x	14,3x
US Steel	38,9	8 748	0,4x	0,7x	0,6x	3,9x	7,9x	6,1x	6,1x	15,2x	12,3x
Средневзвешенное по ЕС/США			**0,7x**	**0,9x**	**0,9x**	**4,1x**	**6,9x**	**6,7x**	**6,7x**	**13,1x**	**12,5x**

Источники: Bloomberg, Альфа-Банк

Золото

Фундаментальные причины роста цен на золото не изменились

- В этом году золото стало движущей силой экономики, обогнав фондовый рынок США в моменте на 10 п. п. Несмотря на недавнюю коррекцию после выборов в США, золото продолжает неуклонно расти, устанавливая новые исторические рекорды: с начала года оно подорожало практически на 30%.
- Фундаментальные факторы, обеспечивающие рост этого драгметалла, остаются неизменными. Хотя многие рыночные эксперты считают, что экономические планы Дональда Трампа будут напрямую способствовать ускорению инфляции, что означает замедление цикла снижения ставок ФРС в долгосрочном периоде. Сейчас рынок до сих пор видит высокую вероятность снижения ставки Федрезерва на 25 б. п. в декабре, а это должно поддержать золото. Тем не менее, напомним, что золото, с одной стороны, исторически растет при снижении ставки ФРС, а с другой стороны, используется как инструмент хеджирования инфляционных рисков, что демонстрирует некоторую всепогодность золотого металла.
- Более того, центральные банки продолжают наращивать свои вложения в золото. За октябрь мировые ЦБ купили 60 тонн золота, что стало максимальным показателем с начала 2024 года. Однако мы считаем, что не смотря на то, что до конца текущего года центробанки останутся активными нетто-покупателями золота, итоговый результат за 2024 г. будет несколько ниже, чем в предыдущие два года. Мировые центробанки на данный момент владеют 12,1% всех мировых запасов золота, что является самым высоким показателем с 1990-х годов.
- Между тем геополитическими риски только нарастают из-за продолжающегося конфликта в Восточной Европе; на Ближнем Востоке, где вступило в силу соглашение о прекращении огня между Израилем и движением «Хезболла», сохраняется напряженность, поскольку есть риск нового обострения. Все эти факторы подталкивают инвесторов к покупке защитных активов, в том числе золота.
- Таким образом, мы повышаем наш прогноз цен на золото с $2 500 до $2 800 за унцию в 2025 году, а также с $2 600 до $3 000 за унцию в 2026 году.

Динамика цен на золото в 2024 г., $/унция

Динамика цены золота и доллара США в 2024 г.

Покупки золота центробанками в 2023-2024 гг., т

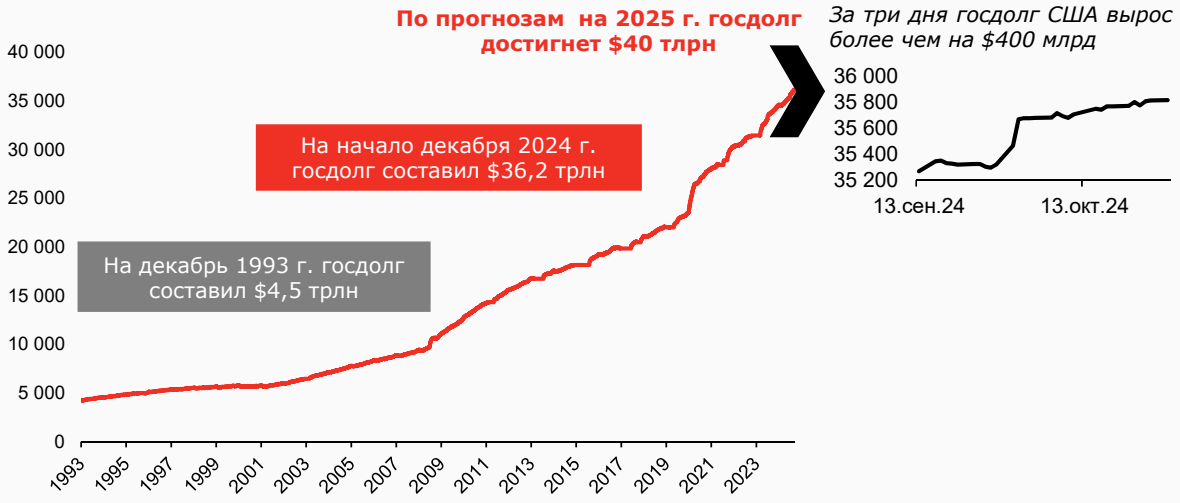
Источники: WGC,международные базы данных, Альфа-Банк

Золото

- Напомним, исторически 10-летние реальные процентные ставки были важнейшим фактором, определяющим цены на золото. Однако на текущий момент корреляция между этими двумя активами ослабла. Это отражает некоторую всепогодность желтого драгметалла. Кроме того, следует учитывать такой фактор как растущий госдолг США. По прогнозам МВФ, в ближайшие пять лет соотношение госдолга США и ВВП увеличится почти на три процентных пункта. Важно отметить, что МВФ не прогнозирует кризиса или рецессии, поскольку рост долговой нагрузки будет сопровождаться экономическим ростом и созданием новых рабочих мест.
- Мировой спрос на золото в 3К24 достиг рекордных значений**.** Спрос на золото в мире по итогам 3К24 с учетом внебиржевых сделок вырос до 1 313 тонн (+5% г/г), что стало рекордным квартальным показателем. Основным драйвером роста спроса на золото в 3К24 был приток золота в ETF (+95 тонн). Столь резкий разворот указывает на то, что институциональные инвесторы все чаще перераспределяют свои вложения в пользу золота, тем самым еще больше способствуя росту цен на этот драгметалл.

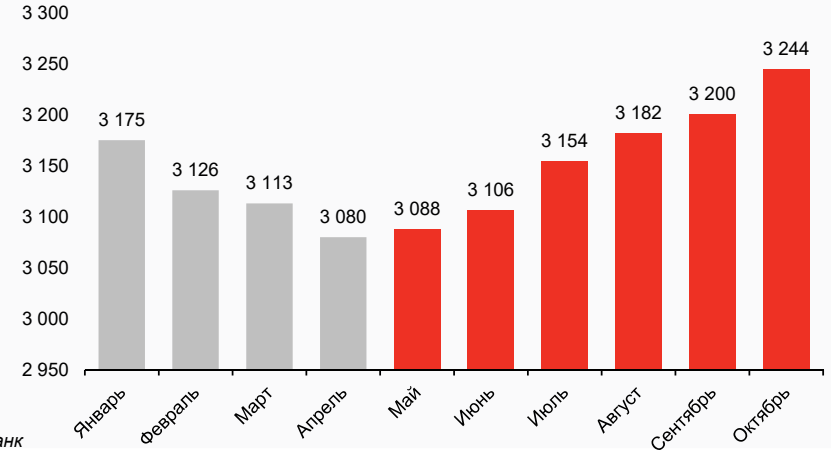
Динамика цены золота и реальных процентных ставок

Галопирующие темпы рост государственного долга США, $ трлн



За три дня госдолг США вырос более чем на $400 млрд

Запасы золота в ETF растут в 2024 г., т



Источники: WGC,международные базы данных, Альфа-Банк

Полюс

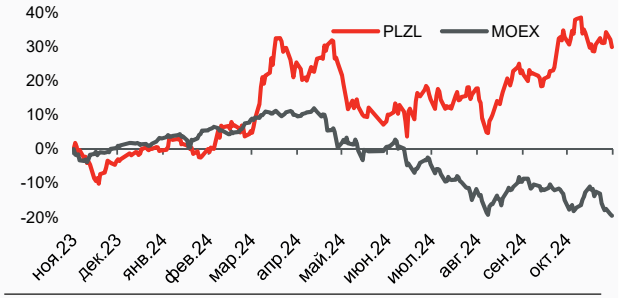
- Наш фаворит среди компаний золотодобывающего сектора, ввиду низкой себестоимости и прозрачной производственной и финансовой структуры. Компания – одна из немногих двигается в противовес падению российского рынка.
- Сухой Лог является ключевым и одним из крупнейших неосвоенных месторождений золота в мире. На текущий момент запуск месторождения на полную мощность ожидается в 2029 году. Так, по прогнозам компании, с учетом Сухого Лога к 2030 г. Полюс будет производить 6 000 тыс. унций, что практически в два раза больше текущий производственных значений.
- СД компании впервые с 2021 года рекомендовала выплатить дивиденды по результатам 9М2024 в размере 1 301,75 руб. на акцию (див. доходность на момент публикации новости- 8,8%), что несомненно является положительным фактором.
- Мы подтверждаем рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА по акциям Полюса с целевой ценой на 12 месяцев на уровне 17 885 руб. (предыдущая целевая цена – 16 030 руб.). Оценка компании выведена как равновесное среднее трех параметров: по модели DCF, по мультипликаторам P/E 2026П и EV/EBITDA 2026П, причем вес каждого из параметров составляет 1/3.
- Золото остается нашей наиболее предпочтительной рекомендацией в горно-металлургическом секторе.
- В настоящий момент Полюс торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 2026П на уровне 5,5x, что обеспечивает существенный дисконт к мировым аналогам и историческим значениям этого мультипликатора. Мы полагаем, что компания может вернуться к выплатам регулярных дивидендов по результатам 2025 года. Возможная дивидендная доходность, по нашей оценке, составляет около 10%. Ключевым драйвером остается потенциал роста цен на золото.

Рекомендация / целевая цена

Тикер	PLZL RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	14 338
Целевая цена, руб.	**17 885**
Потенциал	**24%**

Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк

Динамика котировок PLZL, %



Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк

Сравнительные мультипликаторы: российские производители золота и мировые аналоги

Золотодобывающие компании	Тикер	Цена, $	Текущая капитализация, $млн	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E		
				2023Ф	2024П	2025П	2023Ф	2024П	2025П	2023Ф	2024П	2025П
Российские золотодобытчики												
Polyus Gold International	PLZL RX	144,2	18 287	3,5x	4,2x	4,1x	5,5x	4,5x	5,0x	7,0x	6,0x	6,5x
UGC International	UGLD RX	0,01	1 314	2,2x	2,2x	2,0x	5,0x	4,5x	3,8x	6,0x	5,5x	4,9x
Средневзвешенное значение				3,4x	3,3x	3,4x	4,8x	4,2x	4,3x	6,6x	6,2x	6,4x
Крупнейшие мировые золотодобытчики												
Newmont	NEM US	41,1	48 312	4,5x	2,8x	2,5x	8,8x	6,1x	5,0x	16,7x	13,0x	10,4x
Barrick Gold Corp	ABX CN	16,9	30 499	2,6x	2,2x	1,8x	6,1x	4,5x	3,3x	15,3x	13,5x	8,8x
Gold Fields Ltd.	GFI SJ	13,9	13 220	2,7x	2,9x	1,9x	5,7x	5,2x	3,2x	13,7x	11,9x	6,3x
Средневзвешенное значение				3,1x	2,7x	2,2x	6,6x	5,4x	3,8x	15,1x	12,3x	9,2x
Мировые золотодобытчики среднего уровня												
AngloGold Ashanti Ltd	ANG SJ	25,1	12 123	2,5x	1,9x	1,6x	7,8x	4,1x	3,4x	11,3x	8,0x	7,8x
Kinross Gold Corp	K CN	9,0	10 557	3,2x	2,5x	2,2x	7,1x	4,9x	4,3x	13,3x	10,8x	12,9x
Royal Gold Inc	RGLD US	145,8	8 793	13,7x	12,3x	9,7x	14,9x	12,1x	11,8x	24,6x	23,1x	22,3x
Средневзвешенное значение				6,2x	4,9x	5,2x	9,5x	7,2x	7,x	17,4x	16,6x	14,8x

Источники: международные базы данных, Альфа-Банк

Прогноз основных финансовых показателей

$ млн	2023Ф	2024П	2025П
Выручка	5 436	7 080	6 958
EBITDA	3 889	5 519	5 461
EBITDA маржа	72%	78%	78%
Чистая прибыль	1 729	3 303	3 030
Чистый долг/EBITDA	1,9x	1,6x	1,5x

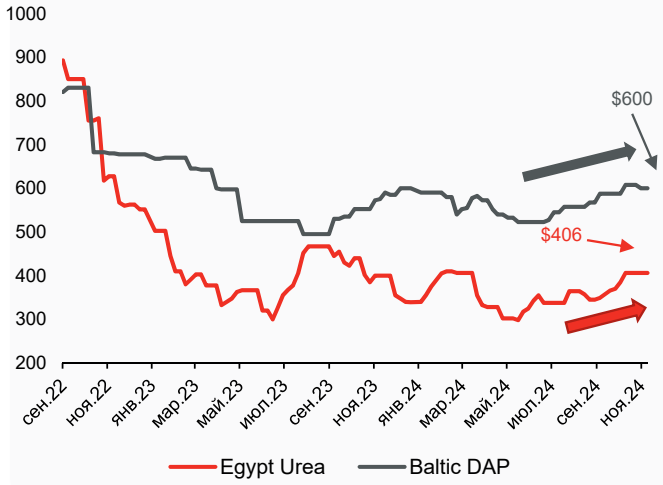
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Удобрения

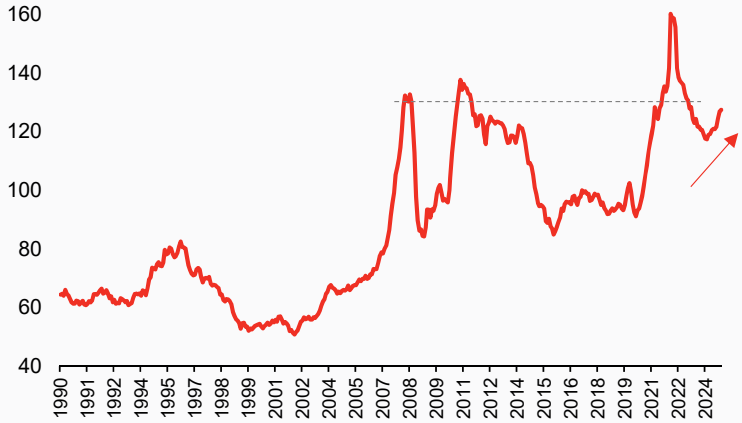
Прогнозы цен на удобрения, основные компоненты себестоимости и продукцию АПК выглядят консервативно

- Цены на азотные и фосфорные удобрения находятся далеко от максимумов 2022 года, торгуясь в относительно узком диапазоне. Отметим, что спотовые цены на природный газ вернулись к $500 за тыс. куб. м., прогноз цен на с/х продукцию достаточно умеренный. Тем не менее, не ясно, почему рынок продолжает игнорировать тенденцию роста населения, урбанизацию и увеличение среднего количества белка.
- На текущий момент товарный рынок составляет более $5 трлн, из которых около 37% приходится на продукцию агропромышленного комплекса (АПК). Динамика цен на продукцию АПК – один из ключевых факторов движения наблюдаемой инфляционной спирали, которая сейчас возвращается к историческим максимумам.
- В 2025-2029П гг. планируется увеличение мощностей по производству азотных удобрений более чем на 11 млн тонн. Значительная часть проектов в Африке, Индии и других регионах. В сегменте фосфорных удобрений единственным крупным проектом на горизонте до 2028 года остается Ma'aden III в Саудовской Аравии. Таким образом, большое количество проектов в секторе удобрений находятся в регионах с высокими рисками реализации. Существуют объективные проблемы с финансированием и поставками сырья для заявленных проектов.
- На рынке присутствуют ожидания по лидерству Индии в плане роста экономики среди стран Глобального Юга. Насколько данный фактор учтен в прогнозах цен на удобрения, пока туманно.
- Все эти факторы создают некоторую неопределенность для сектора удобрений на краткосрочном горизонте, но задают восходящий тренд на долгосрочном горизонте.

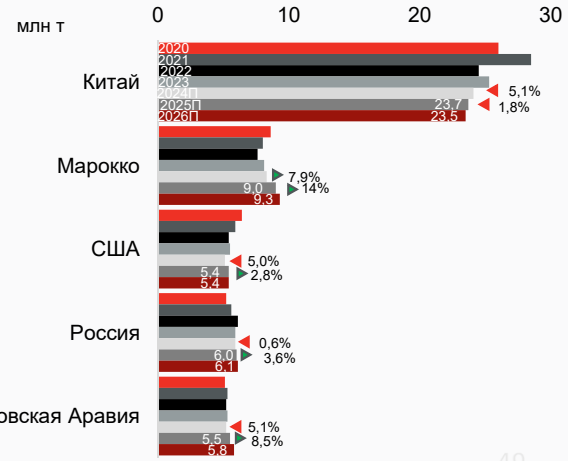
Цены на фосфорные (DAP) и азотные (Urea) удобрения, $/т



Индекс мировых продовольственных цен



Рост производства фосфорных удобрений DAP+MAP в 2020-2026П гг.



Источники: международные базы данных, Statista, CRU, Альфа-Банк

ФосАгро

- По нашей оценке, ФосАгро остается самым эффективным производителем фосфорных удобрений в мире. Восстановление цен на фосфорные удобрения в этом году выше $500 за тонну DAP Baltic поддерживали прибыль компании.
- ФосАгро продает около 75% продукции на экспорт. ФосАгро сталкивается с минимальными логистическими ограничениями, используя для экспорта малотоннажный флот, в том числе из "дружественных" стран. Основными экспортными рынками являются Бразилия и Индия.
- ФосАгро активно реализует 3 этап Стратегии развития, который включает модернизацию Балаковского производственного комплекса. Планируется создать мощности по производству 1 млн тонн сложных комплексных минеральных удобрений (NPK) и 0,5 млн тонн DAP в год (капитальные затраты при этом 18 млрд руб.) с выходом на проектную мощность в 2026 году.
- Осенью текущего года США снизили импортные пошлины для ФосАгро с 28,5% до 18,21%, что является положительным фактором для компании.
- В настоящий момент ФосАгро торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 2026П на уровне 5,5x, что обеспечивает существенный дисконт к мировым аналогам и историческим значениям этого мультипликатора.

Сравнительные мультипликаторы: российский производитель удобрений и мировые аналоги

Компании-производители удобрений	Тикер	Цена, $	Текущ. капитализация, $ млн	EV/Sales			EV/EBITDA			PE		
				2023Ф	2024П	2025П	2023Ф	2024П	2025П	2023Ф	2024П	2025П
Российские производители удобрений												
PhosAgro	PHOR RX	58,9	7 772	2,0x	1,8x	1,9x	5,0x	4,8x	5,3x	8,0x	6,5x	7,0x
Крупнейшие мировые производители калийных и фосфатных удобрений												
Mosaic	MOS US	25,1	8 475	0,8x	5,2x	5,4x	5,8x	5,4x	5,3x	9,8x	10,7x	11,1x
K+S	SDF GR	11,6	2 119	1,4x	4,5x	4,9x	10,1x	4,2x	3,9x	26,0x	15,5x	18,9x
Nutrien	NTR US	47,5	23 985	1,3x	5,6x	4,9x	9,0x	5,0x	5,5x	18,9x	19,6x	20,8x
Israel Chemicals	ICL IT	4,8	6 341	1,2x	4,5x	5,9x	7,5x	6,6x	5,9x	13,5x	12,9x	13,5x
Средневзвешенное значение				1,2x	4,9x	5,4x	8,2x	5,8x	5,9x	15,3x	15,9x	14,9x
Крупнейшие мировые производители азотных и NPK удобрений												
CF Industries	CF US	89,0	15 702	2,3x	2,5x	6,3x	11,7x	6,6x	6,0x	17,7x	11,8x	13,7x
Yara International	YAR NO	29,0	7 671	0,8x	6,3x	5,1x	9,5x	5,5x	5,1x	17,9x	11,7x	12,5x
Средневзвешенное значение				1,7x	4,3x	5,9x	9,8x	6,2x	5,7x	17,5x	11,8x	13,3x

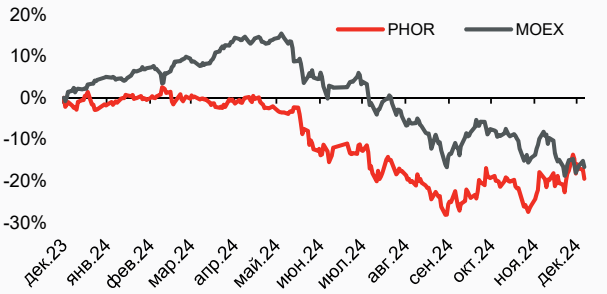
Источники: международные базы данных, Альфа-Банк

Рекомендация / целевая цена

Тикер	PHOR RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	5 689
Целевая цена, руб.	**7 141**
Потенциал	**26%**

Источники: Московская биржа, Альфа-Банк

Динамика котировок PHOR, %



Источники: Московская биржа, Альфа-Банк

Прогноз основных финансовых показателей

млн руб.	2023Ф	2024П	2025П
Выручка	440 304	482 967	550 769
EBITDA	183 038	161 989	199 561
EBITDA маржа	42%	34%	36%
Чистая прибыль	104 105	88 720	130 400
Чистый долг/EBITDA	1,2x	1,5x	1,5x

Источники: данные компании, Альфа-Банк

11

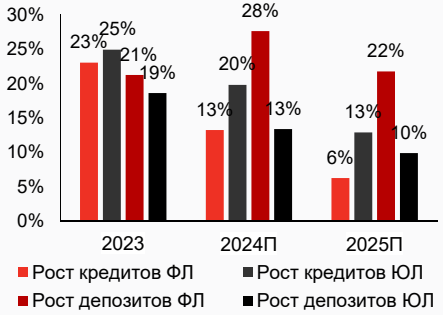
Финансовый сектор

Финансовый сектор

Непростой год, время возможностей

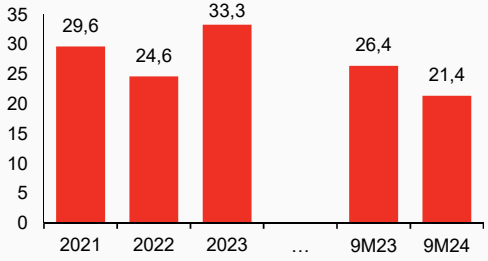
- Мы ожидаем роста кредитов ЮЛ на 13% г/г в 2025П – в условиях растущей экономики и внешних ограничений потребность в кредитных ресурсах у компаний будет сохраняться. В случае накопления рисков ЦБ может реализовать макропруденциальные меры в сегменте. Высокая процентная маржа в корпоративном сегменте сохраняется (54% кредитов с плавающей ставкой).
- Исходя из заявлений топ-менеджеров ряда банков, при сохранении высоких ставок ситуация с кредитными рисками в сегменте может стать сложнее. В данный момент риски в корпоративном сегменте ограничены, на наш взгляд – доля просроченных кредитов свыше 90 дней не превышает 4%, а генерация прибыли в целом позволяет компаниям выдерживать высокие процентные ставки, по нашим оценкам. Тем не менее, стоимость риска в корпоративном сегменте, вероятно, вырастет. Ситуация с кредитными рисками в конкретных банках будет зависеть от их кредитной политики.
- В розничном сегменте кредитный портфель вырастет на 6% г/г в 2025П, по нашим оценкам. ЦБ уже удалось замедлить темпы роста розничных портфелей банков за счет повышения риск-весов и макропруденциальных лимитов, а также (косвенно) за счет повышения ставки. Прекращение ряда льготных ипотечных программ в середине 2024 г. также внесло свой вклад в замедление темпов роста. Рекордно низкий уровень безработицы и рост зарплат будут поддерживать кредитное качество в сегменте на стабильном уровне, на наш взгляд.
- В условиях высоких ставок и регуляторных мер ЦБ рост депозитов (+22% г/г в сегменте ФЛ и +10% г/г в ЮЛ в 2025П, по нашим оценкам) превысит рост кредитования. Также вероятен рост стоимости кредитного риска в корпоративном сегменте. Эти факторы негативно отразятся на процентной марже и рентабельности сектора в 2025 г., на наш взгляд. Мы считаем, что банки, располагающие капиталом, высоким уровнем сервиса и качественными моделями принятия решений, способны нарастить долю рынка в 2025 г. и сформировать портфель с высокой доходностью, что транслируется в рост маржи при стабилизации и развороте ДКП.

Рост г/г портфеля кредитов и депозитов банков РФ



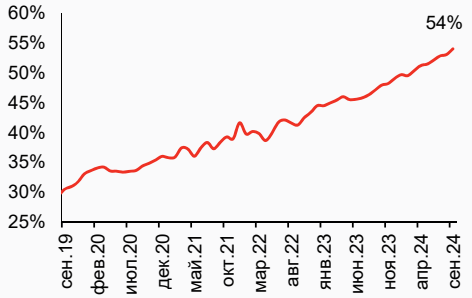
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Сальдированная прибыль предприятий РФ, трлн руб.



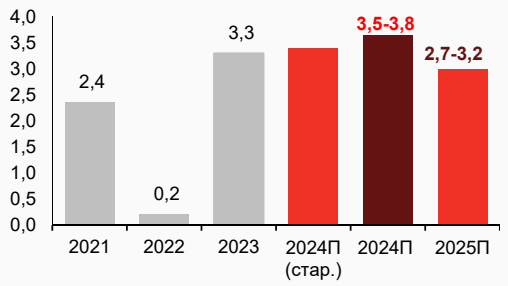
Источники: Росстат, Альфа-Банк

Доля кредитов ЮЛ с переменными ставками



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Прибыль банковского сектора, трлн руб.



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рекомендации по акциям

В фаворитах – Т-Технологии, Ренессанс страхование и Сбербанк

- **Т-Технологии сохраняет статус нашего фаворита.** Это самый быстрорастущий и высокорентабельный игрок среди публичных банков, который наименее уязвим с точки зрения процентного риска и кредитных рисков в корпоративном сегменте. По нашим оценкам, в 2025 г. прибыль банка вырастет на 54% (ROE составит 31,7%). Мы считаем текущие уровни привлекательными для формирования позиций на средне- и долгосрочную перспективу. **Еще один фаворит на 2025 г. – акции Группы Ренессанс Страхование.** В 2025 г. мы ожидаем роста прибыли группы в 2,5 раза – период высоких процентных ставок позволяет компании зафиксировать высокие доходности по инвестиционному портфелю. Текущие уровни котировок предполагают привлекательное соотношение потенциальной доходности и возможных рисков, на наш взгляд.

- **Сбербанк и БСПБ остаются главными дивидендными историями.** Мы ожидаем, что Сбербанк в 2025 г. удержит прибыль на уровне 2024 г. в условиях замедления кредитования и роста стоимости риска. Тем не менее, акции Сбербанка торгуются на низких мультипликаторах, даже с учетом текущих высоких ставок, а дивидендная доходность составляет 15,5%. На прибыль банка может позитивно повлиять выделение части заблокированных активов. **БСПБ – главный бенефициар высоких ставок**; он сохранит возможности для генерации повышенной процентной маржи и ROE, как минимум, в течение 1П25, а дивидендная доходность составит 18-20% годовых. В то же время, при существенном снижении процентных ставок устойчивый уровень ROE БСПБ будет существенно ниже текущих уровней, на наш взгляд.

- **Совкомбанк станет основным бенефициаром стабилизации и разворота ДКП –** мы подтверждаем позитивный взгляд на бумагу на средне- и долгосрочную перспективу. **Мы более осторожно оцениваем перспективы Мосбиржи –** положительный эффект от высоких процентных ставок нивелируется ростом расходов и потенциальным снижением клиентских остатков**.**

Рекомендации и рыночные мультипликаторы по акциям финансового сектора

	Текущ. цена, руб.*	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Рекомендация	СГТР портфеля '24-26П	Капитал/Активы '24-26П	ROE '24-26П	P/BV '24П	P/BV '25П	P/E '24П	P/E '25П	Div. yield '24П	Div. yield '25П
Т-Технологии	**2 371**	**4 300**	**81%**	**Выше рынка**	**73%**	**11%**	**36%**	**1,24**	**0,98**	**5,3**	**3,5**	**5,7%**	**8,7%**
РенСтрах	**97**	**155**	**60%**	**Выше рынка**	**22%**	**19%**	**32%**	**1,12**	**0,86**	**6,8**	**2,7**	**7,4%**	**18,8%**
Сбербанк	**233**	**365**	**56%**	**Выше рынка**	**13%**	**12%**	**24%**	**0,76**	**0,68**	**3,2**	**3,2**	**15,5%**	**15,6%**
БСПБ	318,2	500,0	57%	Выше рынка	11%	19%	25%	0,71	0,61	2,8	2,4	17,7%	20,5%
Совкомбанк	12,8	20,5	60%	Выше рынка	27%	9%	27%	0,89	0,73	4,2	3,1	5,6%	9,4%
ВТБ	67	n.a.	n.a.	Пересмотр	8%	7%	17%	0,40	0,35	1,8	2,6	0,0%	0,0%
МТС Банк	1 160	n.a.	n.a.	Без рекомендации	16%	17%	16%	0,43	0,39	2,8	2,7	8,8%	9,1%
Европлан	604	n.a.	n.a.	Пересмотр	17%	17%	34%	1,43	1,24	4,8	3,6	16,5%	16,5%
Мосбиржа	184	200	9%	По рынку	n.a.	n.a.	26%	1,59	1,53	5,5	6,4	13,7%	14,1%

Источники: Cbonds, Альфа-Банк; (*) – цена закрытия 05 декабря 2024 г.

Фаворит#1: Т-Технологии

- **Самый быстрорастущий и рентабельный игрок.** Мы ожидаем, что в 2025П прибыль банка вырастет на 54%, а ROE составит 31,7%. Пополнение капитала за счет интеграции Росбанка позволит компании продолжить наращивать долю рынка в розничном кредитовании в условиях жесткого регулирования. Избыток ликвидности, качество сервиса и диверсификация бизнеса делают бизнес менее уязвимым с точки зрения процентного риска. С учетом уже большой базы активных клиентов (31,8 млн на 31 октября 2024 г.) возрастает роль кросс-продаж и рекомендаций – эти факторы будут способствовать оптимизации расходов на привлечение и снижению стоимости риска, на наш взгляд.
- **Ограниченные риски в корпоративном сегменте** – важный фактор инвестиционной привлекательности. Доля корпоративных кредитов (включая активы Росбанка) составляет 20% кредитного портфеля группы. С начала 2024 г. корпоративный портфель Росбанка сократился на 20% (против роста сектора на 18%). Качество портфеля на высоком уровне – доля кредитов 3-й категории качества на уровне 1,4%. В портфеле преобладают кредиты с плавающими ставками и короткой дюрацией, по данным компании.
- **Исторически дешевая оценка.** Акции Т-Технологий торгуются с коэффициентом P/E 2025П на уровне 3,5х, что практически соответствует уровню Сбербанка (хотя у Т-Технологий выше ожидаемые темпы роста бизнеса и ROE) и предполагает дисконт 47% к среднему за 2022-24. На наш взгляд, текущие уровни привлекательны для покупки на средне- и долгосрочную перспективу.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	T RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	2 371
Целевая цена	**4 300**
Потенциал	**81%**

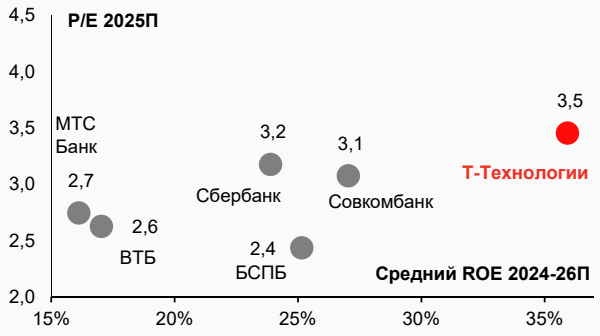
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Чистый процентный доход	230	390	557
Операционный доход	**347**	**574**	**761**
Операционные расходы	(193)	(291)	(369)
Прибыль до резервов	**154**	**283**	**391**
Резервы	(50)	(133)	(146)
Чистая прибыль	**81**	**120**	**184**
Капитал	**284**	**515**	**650**
Дивиденд на акцию, руб.	**0**	**134**	**206**
Рост прибыли	4x	48%	54%
Рост капитала	38%	81%	26%
ROE	33,5%	33,5%	31,7%

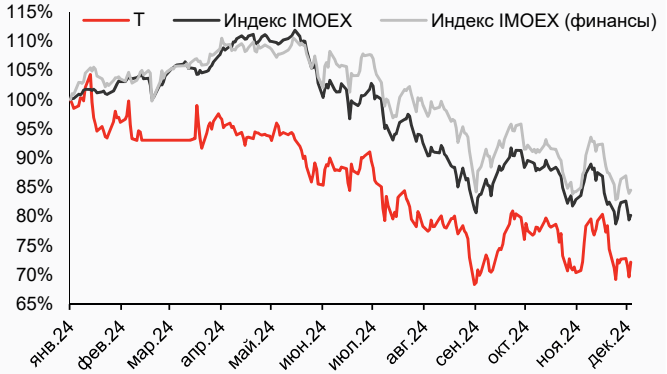
Источники: данные компании, Альфа-Банк

P/E 2025П vs ROE 2024-26П рос. банков



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика T RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Фаворит#2: Ренессанс страхование

- **Период высоких ставок – хорошее время для страховых компаний.** Это позволяет компании предложить клиентам максимально выгодные тарифы, зафиксировать высокие доходности по инвестиционному портфелю и заработать на переоценке активов при развороте ДКП. Мы ожидаем роста GWP Группы Ренессанс страхование на 22% г/г в 2024П и 16% г/г в 2025П, а инвестиционный портфель (с учетом недавних приобретений) вырастет на 30% г/г в 2024П и 16% г/г в 2025П.
- **Рост прибыли при любом сценарии ДКП.** В нашем базовом сценарии на 2025П (ставка ЦБ 20% на конец года, 23% в среднем) чистая прибыль составит 20 млрд руб. (2,5х г/г, ROE 36%). Дивидендная доходность (при выплате 50% прибыли) – 19%. В негативном сценарии (ставка ЦБ 25% до конца года, что может привести к дальнейшей негативной переоценке портфеля) прибыль составит 13 млрд руб., по нашим оценкам (+62% г/г, ROE 25%).
- **Невысокая оценка, ограниченные риски.** По нашим оценкам, акции Группы Ренессанс страхования торгуются с мультипликатором P/E 2025П на уровне 2,7х, с 23-27%-м дисконтом к компаниям с сопоставимым уровнем ROE (Т-Технологии и Европлан), и 46%-м дисконтом к средним уровням в 2023-24 гг. В случае реализации негативного сценария, P/E 2025П составляет 4,1х, что, на наш взгляд, близко к справедливой оценке в текущих условиях. Таким образом, мы видим существенный потенциал роста в базовом сценарии, при ограниченном потенциале снижения в негативном сценарии.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	RENI RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	97
Целевая цена	**155**
Потенциал	**60%**

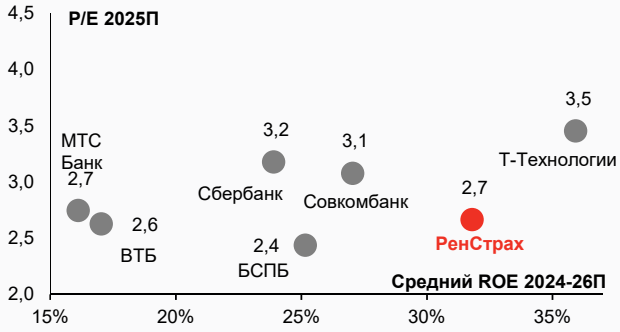
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
GWP	123	151	175
Результат страх. операций	4	12	(1)
Инвест. доход	21	11	44
Чистая прибыль	**10**	**8**	**20**
Инвест. портфель	**182**	**236**	**274**
Капитал	**43**	**48**	**63**
Дивиденд на акцию, руб.	**10,0**	**7,2**	**18,1**
Рост GWP	17%	22%	16%
Доходность инвестиций	13%	5%	17%
Рост прибыли	na	-23%	154%
ROE	25%	17%	36%

Источники: данные компании, Альфа-Банк

P/E 2025П vs ROE 2024-26П рос. банков



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика RENI RX с начала года

Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Фаворит#3: Сбербанк

- **Устойчивая генерация прибыли в непростых условиях.** В базовом сценарии мы ожидаем, что Сбербанк в 2025П удержит прибыль чуть выше уровня 2024П (1,66 трлн руб., +1% г/г, ROE 22,6%) при ожидаемом замедлении кредитования, снижении процентной маржи (-0,3 п.п. г/г) и росте стоимости риска (+0,4 п.п. г/г). Развитие технологий и клиентского сервиса, и устойчивость к процентному риску позволяет банку удерживать рыночные позиции и рентабельность бизнеса в текущих непростых условиях. В сценарии выделения части заблокированных активов прибыль банка может оказаться существенно лучше ожиданий.
- **Качественная дивидендная история.** Сбербанк располагает существенным запасом по достаточности капитала (Н20 >13,3%), даже с учетом введения антициклической надбавки (0,25% с 1 февраля и 0,5% с 1 июля 2025 г.) и макропруденциальных мер ЦБ. В связи с этим, устойчивость дивидендных выплат на уровне 50% прибыли (доходность – 15,5%) не вызывает сомнений.
- **Невысокая оценка.** По нашим оценкам, Сбербанк торгуется с коэффициентом P/E 2025П на уровне 3,2х. Премия earnings yield к доходности 10-летних ОФЗ составляет ~15,4% , что выше средних исторических уровней (11,5%), при том, что сами доходности ОФЗ близки к историческим максимумам. На наш взгляд, Сбербанк может стать одним из потенциальных бенефициаров разворота ДКП и настроений на рынке.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	SBER RX / SBERP RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	233
Целевая цена	**365**
Потенциал	**56%**

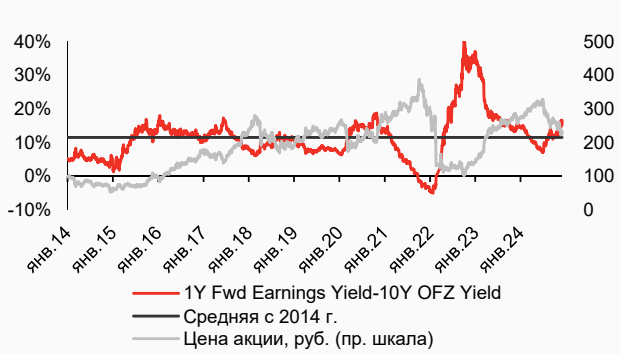
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Чистый процентный доход	2 565	3 026	3 272
Операционный доход	**3 174**	**3 707**	**4 230**
Операционные расходы	(924)	(1 126)	(1 289)
Прибыль до резервов	**2 250**	**2 580**	**2 941**
Резервы	(265)	(472)	(727)
Чистая прибыль	**1 509**	**1 644**	**1 661**
Капитал	**6 434**	**6 925**	**7 760**
Дивиденд на акцию, руб.	**33,3**	**36,2**	**36,5**
Рост прибыли	6х	9%	1%
Рост капитала	14%	8%	12%
ROE	24,9%	24,6%	22,6%

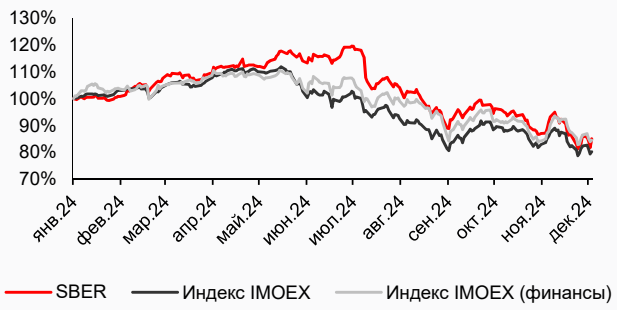
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Премия earnings yield к доходности ОФЗ



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика SBER RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Банк Санкт-Петербург

Актуализация оценки

Мы скорректировали нашу модель БСПБ с учетом фактических результатов за 9М24 и более высоких ожиданий по ставке ЦБ. Наша 12М РЦ повышена с 450 руб. до 500 руб., подтверждаем рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА.

- По нашим оценкам, при средней ставке ЦБ на уровне 23% в 2025П прибыль банка составит 58 млрд руб. (+16% г/г, ROE 27%). Банк располагает избыточным капиталом (Н1.0 на уровне 21%) и устойчивым фондированием с долей средств до востребования на уровне 45%. При умеренном ожидаемом росте кредитного портфеля (9% г/г в 2025П) у банка нет необходимости в привлечении дорогих пассивов в существенных объемах. Дивидендная доходность при выплате 50% прибыли составит 20,5% годовых.
- При текущих уровнях котировок БСПБ торгуется с коэффициентом P/E 2024П на уровне 2,4х. Это на 8% ниже средних исторических уровней, при том, что качество инвестиционного кейса банка существенно выросло за последние годы. Дисконт к Сбербанку составляет 23% при более высоком уровне ожидаемого ROE. В то же время мы отмечаем, что при развороте ДКП и существенном снижении процентных ставок устойчивый уровень ROE БСПБ будет существенно ниже текущих уровней, на наш взгляд, поскольку снизится маржа по средствам до востребования.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	BSPB RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	318
Целевая цена	**500**
Потенциал	**57%**

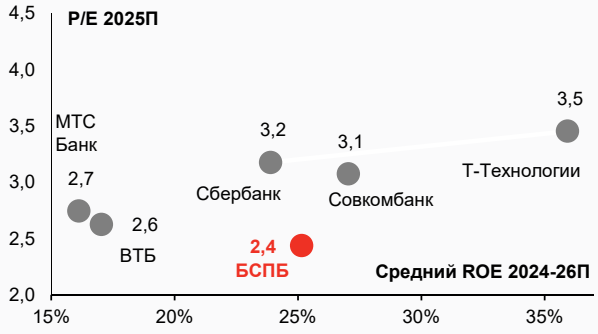
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Чистый процентный доход	51	73	96
Операционный доход	**81**	**95**	**118**
Операционные расходы	(24)	(27)	(33)
Прибыль до резервов	**57**	**69**	**86**
Резервы	4	(5)	(8)
Чистая прибыль	**47**	**50**	**58**
Капитал	**174**	**201**	**233**
Дивиденд на акцию, руб.	**42**	**56**	**65**
Рост прибыли	-2%	6%	16%
Рост капитала	20%	16%	16%
ROE	30%	27%	27%

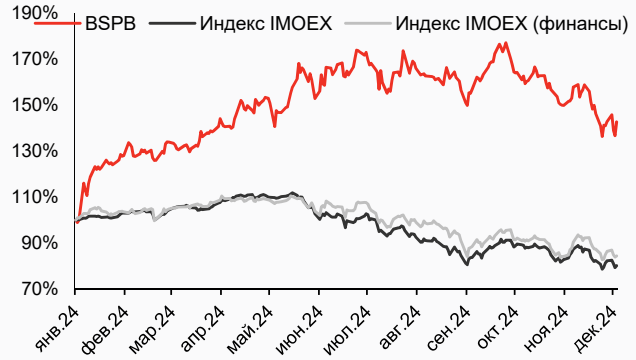
Источники: данные компании, Альфа-Банк

P/E 2025П vs ROE 2024-26П рос. банков



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика BSPB RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Совкомбанк

Актуализация оценки

Мы несколько скорректировали модель Совкомбанка с учетом фактических показателей за 9М24 и более высоких ожиданий по ставке ЦБ. Наша 12М РЦ снижена с 23 руб. до 20,5 руб., рекомендация ВЫШЕ РЫНКА сохранена.

- Ожидаем прибыль 2024П на уровне 68 млрд руб. (-29% г/г, ROE 23%). Рост процентных ставок негативно влияет на результаты по портфелю ценных бумаг, а также маржинальность розничного бизнеса. В то же время, рост прибыли в корпоративном бизнесе и положительные разовые факторы несколько это компенсируют.
- По нашим оценкам, прибыль банка в 2025П должна вырасти до 94 млрд руб. (+38% г/г, ROE 26%). Банк наращивает кредитный портфель в 2024 г. (+30% г/г в ЮЛ и +65% г/г в ФЛ по итогам 9М24) по текущим высоким процентным ставкам, что при стабилизации и развороте ДКП должно транслироваться в рост процентной маржи.
- По нашим оценкам, при текущих уровнях котировок Совкомбанк оценен с коэффициентом 3,1x P/E 2025П. Это предполагает 34%-й дисконт к среднему уровню с IPO банка, а также соответствует уровню Сбербанка при более высоких темпах роста бизнеса и ROE Совкомбанка. На наш взгляд, акции Совкомбанка могут показать опережающую динамику при стабилизации и развороте ДКП.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	SVCB RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	12,8
Целевая цена	**20,5**
Потенциал	**60%**

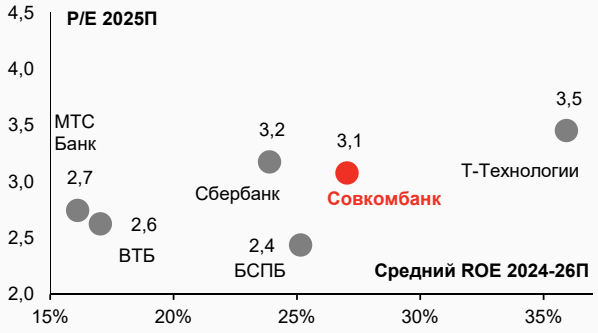
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Чистый процентный доход	139	162	229
Операционный доход	**237**	**258**	**345**
Операционные расходы	(94)	(117)	(137)
Прибыль до резервов	**142**	**141**	**208**
Резервы	(33)	(65)	(83)
Чистая прибыль	**95**	**68**	**94**
Капитал	**264**	**324**	**396**
Дивиденд на акцию, руб.	**1,14**	**0,71**	**1,20**
Рост прибыли	neg.	-29%	38%
Рост капитала	60%	23%	22%
ROE	44%	23%	26%

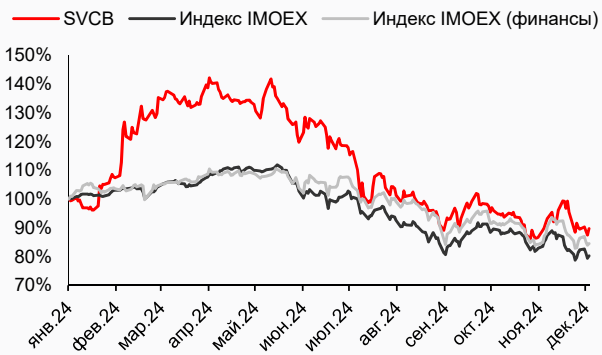
Источники: данные компании, Альфа-Банк

P/E 2025П vs ROE 2024-26П рос. банков



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика SVCB RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Мосбиржа

Актуализация оценки

Мы снижаем нашу 12М РЦ по акциям Мосбиржи с 250 руб. до 200 руб. и рекомендацию до ПО РЫНКУ на фоне роста ставки дисконтирования и снижения возможностей генерировать процентные доходы.

- В нашем базовом сценарии процентные доходы биржи могут снизиться на 7% г/г в 2025П за счет снижения объема клиентских остатков (по данным биржи, они уже снизились на треть к текущему моменту по сравнению со средними уровнями 2024 г.). Мы связываем это с более активным управлением ликвидностью некоторыми участниками рынка на фоне роста процентных ставок.
- Рост комиссионных доходов, вероятно, замедлится в 2025П (7% г/г против 16% г/г в 2024П), учитывая высокую базу 2023-24 гг. и введенные в 2024 г. внешние ограничения. В результате, по нашим оценкам, прибыль биржи снизится в 2025П на 14% г/г и составит 65 млрд руб.
- Акции биржи торгуются с коэффициентом P/E 2025П на уровне 6,4х против исторических средних уровней 10-11х. В то же время, текущий форвардный earnings yield по акциям Мосбиржи не предполагает премии к доходности 10-летних ОФЗ, по нашим оценкам. В связи с этим, мы видим ограниченный потенциал роста в акциях биржи с текущих уровней.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	MOEX RX
Рейтинг	По рынку
Цена закрытия	184
Целевая цена	**200**
Потенциал	**9%**

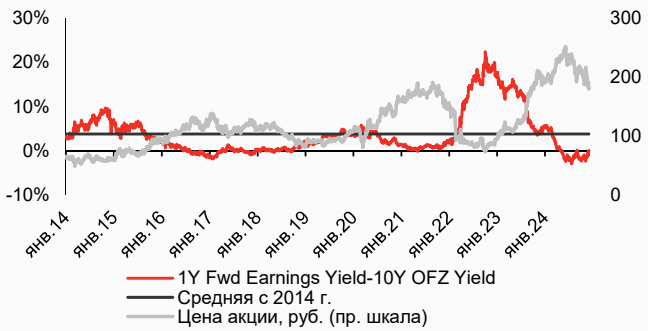
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 05 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Комиссионные доходы	52	61	65
Процентные доходы	52	82	77
Операционный доход	**105**	**143**	**141**
Операционные расходы	(29)	(48)	(54)
Чистая прибыль	**61**	**76**	**65**
Капитал	**223**	**264**	**273**
Дивиденд на акцию, руб.	**17,4**	**25,2**	**25,9**
Рост комиссионного дохода	39%	16%	7%
Рост расходов	20%	67%	14%
Рост прибыли	67%	26%	-14%
ROE	30%	31%	24%

Источники: данные компании, Альфа-Банк

Премия earnings yield к доходности ОФЗ



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика MOEX RX с начала года

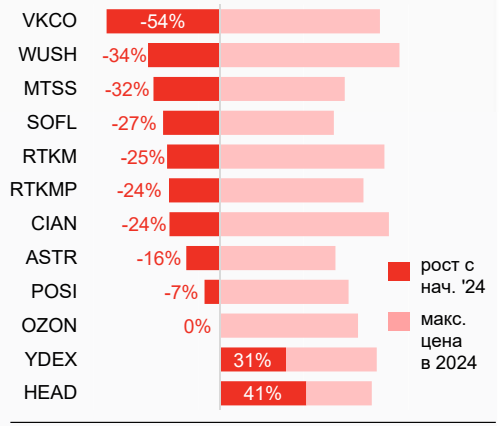
Источники: Cbonds, Альфа-Банк

12 Технологический сектор

Технологии
Выбор в пользу имен с понятными драйверами роста

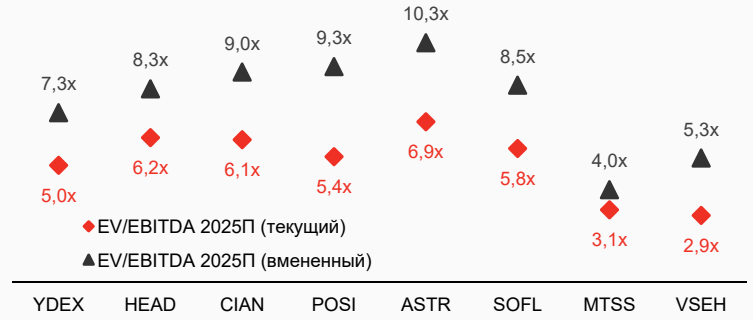
- **Селективный подход.** Текущая слабость российского рынка акций предоставляет инвесторам большой выбор с точки зрения формирования портфеля бумаг технологического сектора с существенным дисконтом. На наш взгляд, помимо общего критерия низкой долговой нагрузки наиболее целесообразным в период сохранения высоких процентных ставок будет выбор в пользу компаний, траектория роста которых устойчива к влиянию неблагоприятного макроэкономического окружения (разработчики ПО – POSI, ASTR, DATA), а также компаний с хорошими дивидендными перспективами (MTSS, HEAD) и позитивными корпоративными событиями (CIAN). Мы сохраняем позитивный взгляд на YDEX как на наиболее востребованную бумагу в секторе, но отмечаем возможное отсутствие четких драйверов роста в первые месяцы 2025 года.
- **Топ-пики: POSI, HEAD, CIAN, MTSS.** HeadHunter (потенциал роста 18%) остается в числе наших топ-пиков на 1П25 благодаря высокой устойчивости бизнес-модели в период высоких процентных ставок, сильной генерации ЧДП при отсутствии долга и дивидендным перспективам. Мы включили в число фаворитов POSI и CIAN на ожиданиях разворота в этих бумагах, который в 1П25 будет поддержан улучшением финансовых показателей после слабого 2П24 (POSI, потенциал роста 75%) и корпоративными событиями (CIAN, потенциал роста 36%). МТС остается выбором №1 в секторе с точки зрения формирования дивидендного портфеля. Несмотря на увеличение стоимости обслуживания долга мы не видим рисков для выплаты компанией дивидендов в 3К25 в размере не менее 35 руб./АО (доходность не менее 21%).
- **Позитивный сюрприз в бумагах с перспективами IPO «дочек»** возможен при переходе к нисходящему тренду КС. В связи с негативным рыночным фоном в 2П24 ряд компаний сектора отложили IPO на неопределенный срок. Изменение настроений инвесторов на рынке акций в позитивную сторону могут способствовать росту спроса на бумаги Ростелекома, МТС, Софтлайна, VK и АФК Система, которые официально заявляли о планах IPO своих дочерних компаний и имеют pipeline сделок (Ростелеком – РТК-ЦОД, ГК «Солар»; МТС – направление рекламных технологий; АФК Система - Cosmos, Медси, Биннофарм; Софтлайн – субхолдинг, включающий Bell Integrator, «Девелонику» и SL Soft; VK – VK Tech).

Динамика цен с начала 2024 г.



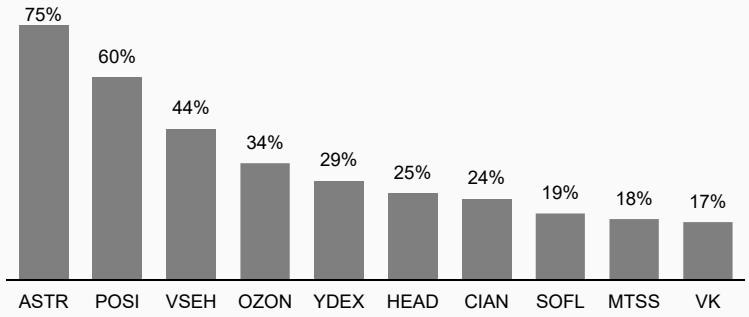
Источник: Мосбиржа

Текущий и вмененный EV/EBITDA 2025П



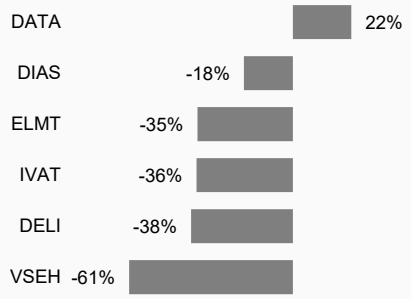
Источники: данные компаний, Мосбиржа, Альфа-Банк

Прогноз роста выручки (2025/2024), %



Источник: Альфа-Банк

Изменение цены акций компаний, ставших публичными в 2024 г. к их цене IPO



Источник: Мосбиржа

Группа Позитив

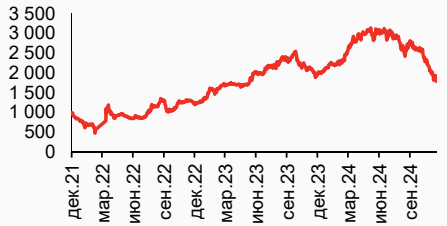
Хороший шанс на пьедестал после пит-стопа 2024 года

- **POSI торгуется ниже уровня начала года.** Акции Группы Позитив потеряли с начала текущего года 7%. В течение 1П24 POSI отыграли опасения инвесторов, связанные с допэмиссией акций, но затем растеряли весь рост на негативном внешнем фоне и снижении прогноза по отгрузкам на 2024 год. Тем не менее динамика с начала года остается лучше рынка (Индекс Мосбиржи снизился с начала года на 20%).
- **Цель 70-100 млрд руб. по отгрузкам остается в силе, сдвигаясь вправо**. Мы снизили наш прогноз по отгрузкам с учетом текущего негативного влияния высокой КС на бюджеты заказчиков на продукты ИТ и ИБ. Мы ожидаем, что компания преодолеет порог 70 млрд руб. в 2026 г. – на один год позже по сравнению с предыдущим прогнозом. В целом мы остаемся уверенными в высоких перспективах роста компании (2024-29П CAGR 48%) на фоне возрастания важности защиты от киберугроз по всему спектру заказчиков, инфляции цен на продукты и реализации потенциала на зарубежных рынках.
- **Не ждем допэмиссию акций в 2025 г.** Фактором проведения допэмиссии являются рост капитализации в течение года и рост бизнеса. Учитывая снижение котировок в 2024 г., а также пересмотр плана по отгрузкам, мы считаем, что вероятность проведения допэмиссии акций в 2025 г. стремится к нулю. Это устраняет риск возникновения дополнительного давления на котировки в связи с потенциальным размытием и способствует уверенности инвесторов.
- **Пересмотр целевой цены вниз на 20% до 3 300 руб., потенциал роста – 75%.** В результате обновления финансового прогноза и параметров дисконтирования мы видим справедливую оценку POSI на уровне 3 300 руб., что соответствует 9,3x 2025П EV/EBITDA по сравнению с текущим рыночным мультипликатором 5,4x (PE 10,9x против 6,2x по рынку). Мы полагаем, что разворот в бумаге может случиться в 2К25 после объявления компанией плана по отгрузкам на 2025-26 гг. Компания традиционно определяет размер **дивиденда** в марте-апреле на основе чистой прибыли за прошедший финансовый год. Мы прогнозируем 2024ФГ DPS на уровне 79 руб. (доходность 4% к текущей цене).

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	POSI RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	1 887,2
Целевая цена, руб.	**3 300**
Потенциал роста	**75%**

Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк
Цена закрытия на 05 декабря 2024г.

Динамика цены акций POSI, руб.



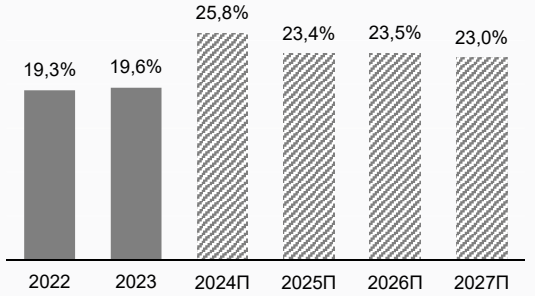
Источник: Мосбиржа

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	**34,54**	**55,12**	**85,44**	**128,16**
% г/г	55,5%	59,6%	55,0%	50,0%
EBITDA скорр.	**14,49**	**25,98**	**41,52**	**65,17**
EBITDA скорр. маржа	42,0%	47,1%	48,6%	50,9%
Чистая прибыль	**11,78**	**21,64**	**35,33**	**56,51**
Чистая прибыль маржа	34,1%	39,3%	41,4%	44,1%
Вмененный мульт. EV/EBITDA	*16,6*	*9,3*	*5,8*	*3,7*
Вмененный мульт. PE	*19,9*	*10,9*	*6,6*	*4,2*

Прогноз отгрузок (млрд руб. с НДС)

Расходы на R&D (в % от отгрузок)



Источники: данные компании, Альфа-Банк

ЦИАН: ждем разворота акций

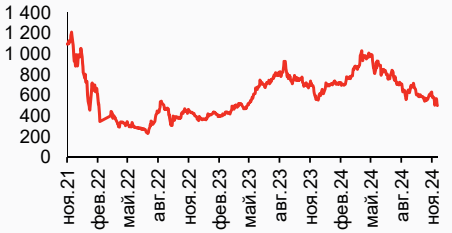
Драйверы: завершение редомициляции, дивиденды и реализация отложенного спроса на недвижимость

- **Завершение процесса редомициляции…** Регистрация проспекта акций МКАО «ЦИАН» ожидается в январе 2025 г. После получения публичного статуса (МКПАО) ожидается объявление оферты для миноритариев на обмен (1:1) акций кипрской Cian Plc на акции российской компании. Торги акциями МКПАО «ЦИАН» на Мосбирже начнутся после завершения процесса обмена. Мы ожидаем, что все процедуры будут завершены до конца 1К25.
- **…открывает возможность для выплаты первых дивидендов.** К настоящему моменту СД утвердил дивидендную политику (ориентир: 60-100% от скорр. чистой прибыли за период) и может рассмотреть вопросы о выплате дивидендов и обратном выкупе акций в 2025 г. По заявлениям менеджмента, прорабатывается возможность выплаты (не ранее 2П25) в качестве специального дивиденда части из накопленных на балансе 8+ млрд руб. По нашим оценкам, в оптимистичном сценарии инвесторы могут рассчитывать на выплату до 100% от величины накопленного «кэша», или до 122 руб./АО (доходность 24%). Минимальный дивиденд может составить 100% от 2024П чистой прибыли, или 27 руб./АО (доходность 5%).
- **Ставка на разворот на рынке недвижимости на горизонте 9-12 мес.** Ситуация последних нескольких месяцев с высокими ставками по ипотеке и депозитам формирует значительный отложенный спрос как в первичном, так и во вторичном сегментах. На рынке отмечается увеличение сроков экспозиции объектов и снижение числа заключенных сделок. При этом аудитория Циан не снижается (MAU в 3К24 вырос на 8% г/г) - покупатели следят за ситуацией, готовясь вернуться на рынок, как только условия кредитования станут более комфортными. На уровне выручки Циан это обеспечит рост доходов от лидогенерации, размещения объявлений и ипотечного маркетплейса, а для инвесторов станет моментом для позитивной переоценки бумаги.
- **Корректировка целевой цены вниз на 32% до 680 руб., потенциал роста - 36%.** В результате обновления финансового прогноза и параметров дисконтирования мы видим справедливую оценку CIAN на уровне 680 руб. Новая целевая цена соответствует 9,0х 2025П EV/EBITDA по сравнению с текущим рыночным мультипликатором 6,1х (PE 14,0х и 10,3х) и оставляет инвесторам солидный потенциал роста.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	CIAN RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	500,2
Целевая цена, руб.	**680**
Потенциал роста	**36%**

Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк
Цена закрытия на 05 декабря 2024г.

Динамика цены акций CIAN, руб.



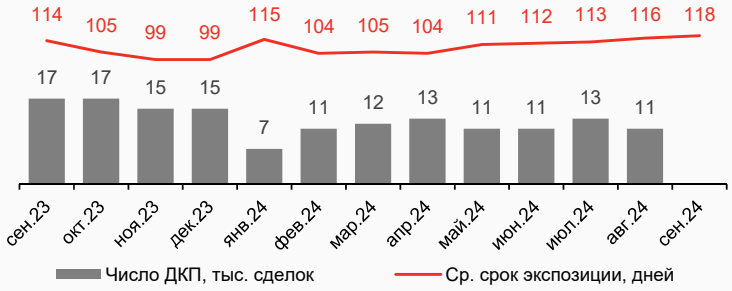
Источник: Мосбиржа

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	**12,89**	**15,97**	**22,18**	**29,01**
% г/г	11,4%	23,9%	38,9%	30,8%
EBITDA скорр.	**3,01**	**4,33**	**7,79**	**11,62**
EBITDA скорр. маржа	23,3%	27,1%	35,1%	40,1%
Чистая прибыль	**1,90**	**3,39**	**6,18**	**9,27**
Чистая прибыль маржа	14,8%	21,2%	27,9%	32,0%
Вмененный мульт. EV/EBITDA	*12,9*	*9,0*	*5,0*	*3,4*
Вмененный мульт. PE	*24,9*	*14,0*	*7,7*	*5,1*

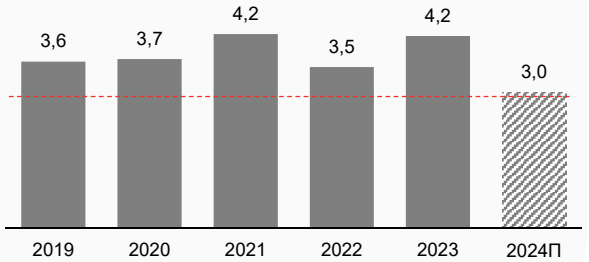
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Срок экспозиции и число ДКП на вторичном рынке (Москва)



Источники: данные компании (Международный жилищный конгресс)

Количество ДКП на первичном рынке, млн



Источники: Росреестр, Альфа-Банк

HeadHunter

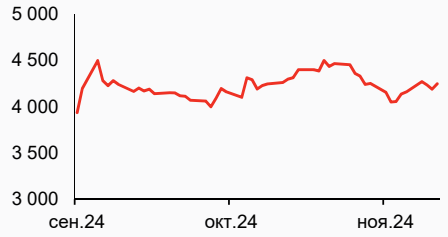
Высокие процентные ставки не влияют на траекторию роста и дивидендные возможности

- **Продолжение активного роста несмотря на торможение экономики.** Мы ожидаем продолжения уверенного роста выручки HeadHunter в 2025 году на фоне сохранения значительного дефицита кадров на рынке труда. По мнению команды аналитиков по макроэкономике, уровень безработицы в стране продолжит сокращаться и составит на конец 2025 г. 2,3%, на конец 2026 г. - 2,2%. Хотя мы ждем стабилизации притока новых клиентов и количества размещенных на hh.ru вакансий в период высоких процентных ставок, конкуренция между работодателями за подходящих кандидатов останется острой, реализуясь в сохранении высокой активности на платформе и росте спроса на дополнительные услуги (HR Tech). Текущие условия также позволяют компании безболезненно индексировать тарифы на 15-20% г/г.
- **По-прежнему наилучший профиль генерации ЧДП в секторе.** В последние шесть кварталов маржа EBITDA скорр. держалась на уровне 58-65%, что выгодно отличает HeadHunter от других бумаг сектора, где бизнес-модели предполагают более низкую рентабельность (телекомы, Интернет-платформы) либо высокую волатильность внутри года (разработчики ПО). Компания имеет лучшую в секторе конвертацию выручки в EBITDA и ЧДП благодаря отсутствию долга, низким инвестициям и льготной ставке налога. Мы также не видим риска роста оборотного капитала в связи с возможными задержками платежей от клиентов в период высоких ставок – у HeadHunter очень диверсифицированная база клиентов, а стоимость услуг платформы обычно составляет незначительную часть в общих операционных расходах работодателей.
- **Гарантированные дивиденды**. Мы оцениваем дивиденд за 2025ФГ на уровне 435 руб. (10% к текущей цене). Компания планирует выплаты не менее одного раза в год, но также обсуждает возможность выплат два раза в год.
- **Пересмотр целевой цены вниз на 8% до 5 000 руб., потенциал роста - 18%.** В результате обновления финансового прогноза и параметров дисконтирования мы видим справедливую оценку HEAD на уровне 5 000 руб., что соответствует 8,3x 2025П EV/EBITDA по сравнению с текущим рыночным мультипликатором 6,2x (PE 9,2x и 8,5x).

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	HEAD RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	4 247
Целевая цена, руб.	**5 000**
Потенциал роста	**18%**

Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк
Цена закрытия на 05 декабря 2024г.

Динамика цены акций HEAD, руб.

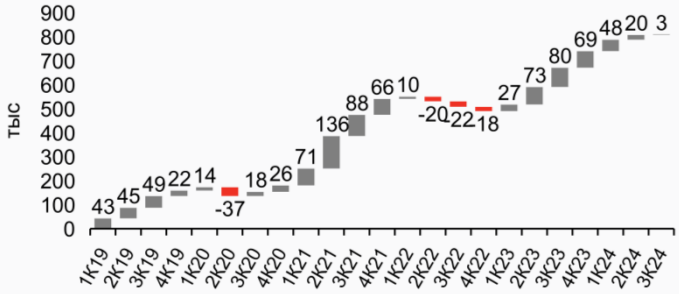


Источники: Мосбиржа

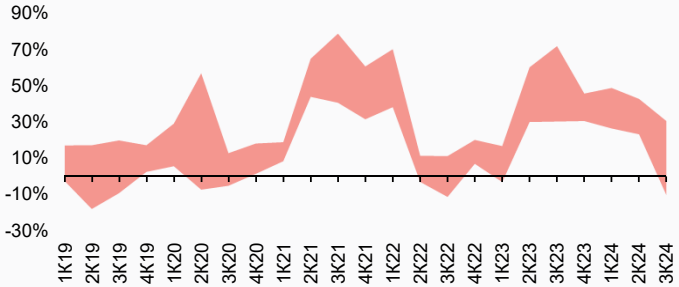
Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	**40,10**	**50,30**	**63,46**	**79,29**
% г/г	36,2%	25,4%	26,2%	24,9%
EBITDA скорр.	**23,8**	**29,9**	**37,4**	**46,8**
EBITDA скорр. маржа	59,4%	59,5%	58,9%	59,1%
Чистая прибыль скорр.	**24,4**	**27,2**	**34,0**	**42,7**
Чистая прибыль скорр. маржа	60,9%	54,2%	53,6%	53,8%
Дивиденд, руб./ADS	907	430	572	716
Вмененный мульт. EV/EBITDA	*10,4*	*8,3*	*6,7*	*5,3*
Вмененный мульт. PE	*10,3*	*9,2*	*7,4*	*5,9*

Изменение кол-ва платящих клиентов г/г.



Изменение средней выручки на клиента, % г/г



Источники: данные компании, Альфа-Банк

МТС

Дивидендная «синица в руках»

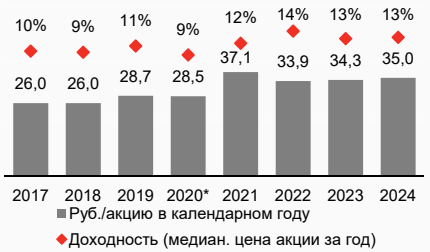
- **Акции торгуются ниже минимальных значений с начала 2022 года.** На наш взгляд, в настоящий момент бумага выглядит перепроданной даже с учетом традиционного «дна» дивидендного цикла (в декабре 2022 и 2023 годов MTSS торговалась не ниже 220 руб.). Мы связываем давление на акции с тем, что инвесторы проецируют на МТС риски, возникшие на уровне материнской АФК «Система» в связи с необходимостью реструктуризации долга и докапитализации Segezha Group.
- **Кредитный риск под контролем.** В середины 2023 г. стоимость обслуживания долга росла вслед за траекторией КС. По нашим оценкам, коэффициент покрытия процентов в 4К24-1К25 достигнет своего минимума (2,5x). При этом долговая нагрузка МТС остается комфортной (с середины 2021 г. Чистый долг/12М OIBDA составляет 1,7x-1,9x). С учетом масштабов бизнеса и кредитного качества мы не видим рисков, при которых МТС потеряла бы возможность привлекать новый долг либо его стоимость стала бы существенно выше, чем у заемщиков с аналогичными параметрами.
- **Гарантированные дивиденды.** МТС остается ключевым донором АФК «Система», а с учетом высокой долговой нагрузки холдинга и необходимости докапитализации Segezha Group возможность привлекать деньги от МТС становится еще более важной. Мы ожидаем, что по итогам 2024ФГ компания заплатит в соответствии с дивидендной политикой (не менее 35 руб./АО). Возможные опасения инвесторов по поводу того, что в условиях высоких процентных ставок МТС может испытать дефицит ликвидности закрываются тем, что компания остается гибкой с точки зрения инвестиционной программы, выплата дивиденда состоится не ранее 3К25 (т.е. будет учтен денежный поток 4К24-2К25), а с учетом структуры владения акциями фактический размер выплат будет существенно ниже начисленного.
- **Новая целевая цена (300 руб.)** рассчитана на основе 2025П EV/EBITDA основного бизнеса на уровне 3,7x и оценки МТС Банка по текущей рыночной капитализации. Мы ожидаем дивиденд за 2024ФГ на уровне 35,5 руб. (доходность 20,8%). Дополнительным фактором спроса на MTSS в 1П25 могут стать новости о планах проведения IPO дочерних компаний (в качестве потенциальных кандидатов на IPO – направление рекламных технологий, кикшеринг Юрент и Travel).

Рекомендация / Целевая цена

Тикер	MTSS RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	171,1
Целевая цена, руб.	**300**
Потенциал роста	**75%**

Источники: Мосбиржа, Альфа-Банк
Цена закрытия на 05 декабря 2024г.

Дивидендная история



** Не включает специальный дивиденд*
Источники: Cbonds, данные компании, Альфа-Банк

Прогноз основных финансовых показателей

Млрд руб.	2024П	2025П	2026П	2026П
Выручка	**698,7**	**823,3**	**928,0**	**1010,7**
% г/г	15,3%	17,8%	12,7%	8,9%
OIBDA	**248,3**	**296,4**	**349,1**	**388,1**
OIBDA маржа	35,5%	36,0%	37,6%	38,4%
Чистая прибыль	**28,0**	**40,2**	**110,1**	**144,7**
Чистая прибыль маржа	4,0%	4,9%	11,9%	14,3%
Дивиденд, руб./АО (за фин. год)	35,5	36,4	37,0	37,6
Вмененный мульт. EV/OIBDA	*4,8*	*4,0*	*3,4*	*3,0*
Вмененный мульт. PE	*21,3*	*14,8*	*5,4*	*4,1*

Источники: данные компании, Альфа-Банк

Динамика котировок с 01.01.2017г., руб.

Источники: Cbonds, Альфа-Банк

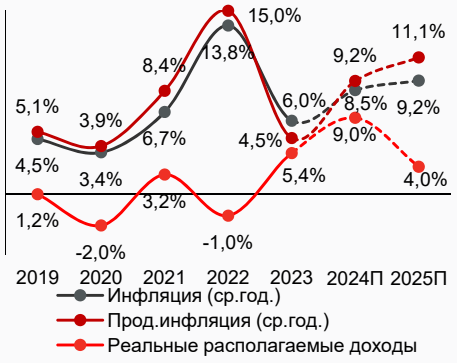
13 Потребительский сектор

Потребительский сектор

Высокие темпы роста сохраняются

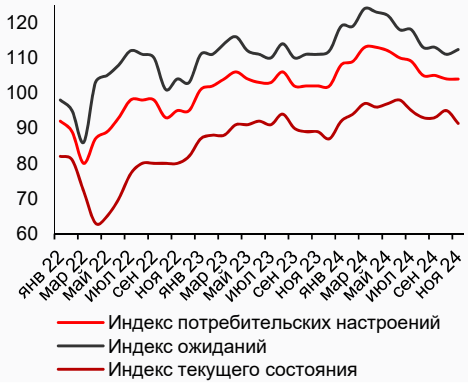
- На фоне рекордно низкой безработицы (2,3%) реальные доходы населения продолжают динамично расти (+8,6% г/г в 9М24, +9,4% г/г в 3К24), оказывая поддержку потребительской активности. Индекс потребительских настроений снизился с пиковых значений марта-мая, и остается на уровне средних значений 2023 г. По итогам всего 2024 г. мы ожидаем роста зарплат на 18% г/г, рост реальных располагаемых доходов – на 9% г/г. В 2025 г. на фоне сохранения низкой безработицы мы ожидаем сохранения высоких темпов роста – зарплаты вырастут на 12% г/г, реальные располагаемые доходы – на 4% г/г.
- Мы ожидаем, что рынок продовольственной розницы вырастет на 15% г/г в 2024 г., и продолжит расти сопоставимыми темпами (+14% г/г) в 2025 г. Рост доходов продолжит оказывать поддержку платежеспособному спросу, что позволит ритейлерам перекладывать в цены растущие издержки (среднегодовая продовольственная инфляция в 2025 году ускорится до 11,1% по сравнению с 9,2% в 2024 году). Крупнейшие игроки также продолжат усиливать позиции в отрасли за счет открытия новых магазинов и точечных сделок M&A.
- В непродовольственных сегментах мы ожидаем более существенного замедления роста в 2025 г. (+11% г/г против +17% г/г в 2024 г.) на фоне роста цен, снижения отложенного спроса в течение 2023-24 гг. и ожидаемого замедления в потребительском кредитовании в 2025 г. (на фоне макропруденциальных мер ЦБ и высоких ставок). Однако, влияние на динамику различных сегментов непродовольственной розницы также будут оказывать новостной поток, связанный с динамикой курса валют, импортных поставок и условий расчетов по импортным операциям.

Рост реальных располагаемых доходов и инфляция (ср.), г/г



Источник: ЦБ РФ, Росстат, Альфа-Банк

Индекс потребительских настроений

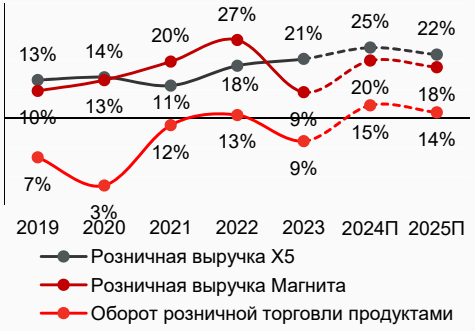


Источник: ЦБ РФ, ИНФОМ

Оборот розничной торговли, трлн руб.

Источник: Росстат, Альфа-Банк

Динамика выручки X5 и Магнита и рост по рынку в целом



Источник: Росстат, данные компаний, Альфа-Банк

Рекомендации по акциям

В фаворитах – X5 и Магнит

X5 – наш фаворит в секторе на 2025 г. Инвестиционный кейс X5 сочетает 1) сильную операционную динамику бизнеса, 2) низкую долговую нагрузку и 3) накопленный дивидендный потенциал. 9 января возобновляются торги акциями X5 – мы рекомендуем воспользоваться возможностью для покупки (наращивания позиции) в случае реализации риска навеса бумаг, приобретенных во внешнем периметре. С учетом недооценки бумаги по мультипликаторам и потенциальных дивидендов в 2025П совокупная доходность инвестиций в акции X5 может составить 66% (от цены закрытия 3 апреля 2024 г.), по нашим оценкам.

Текущая коррекция рынка делает интересными для покупки акции Магнита. На наш взгляд, негативные корпоративные новости уже заложены в цену. Ожидаем улучшения операционной динамики и маржи бизнеса в 2П24, устойчивый потребительский спрос и инфляция окажут поддержку и в 2025П. СД компании недавно рекомендовал выплатить рекордный дивиденд за 9М24 в размере 560 руб. на акцию. Глядя на историческую динамику, рынок может ожидать сопоставимый финальный дивиденд по итогам 2024 г. в июне-июле 2025 г. (совокупная годовая доходность – 25%) – этот фактор будет оказывать поддержку бумагам Магнита, на наш взгляд.

Сохраняем умеренно положительный взгляд на Henderson – переформатирование салонов и расширение ассортимента сохраняется как главный драйвер роста на ближайшие 3-4 года, а генерация денежных потоков позволяет финансировать развитие бизнеса и выплачивать дивиденды при сохранении чистого долга на околонулевом уровне. Среди рисков отмечаем вероятный рост конкуренции в сегменте и более активный выход компании в новые локации. **Осторожно смотрим на НоваБев в 2025 г.** на фоне снижения рентабельности бизнеса и дивидендных перспектив.

Рекомендации и рыночные мультипликаторы по акциям потребительского сектора

	Текущ. цена, руб.*	Целевая цена, руб.	Потенциал роста	Рекомендация	Рост выручки '24П	Рост выручки '25П	EBITDA маржа '24П**	EBITDA маржа '25П**	EV/EBITDA '24П	EV/EBITDA '25П	P/E '24П	P/E '25П	Div. yield '24П	Div. yield '25П
X5 Group	**2 798**	**3 700**	**32%**	**Выше рынка**	**25%**	**22%**	**6,3%**	**6,3%**	**2,9**	**3,3**	**6,2**	**6,2**	**34%**	**15%**
Магнит	**4 478**	**6 550**	**46%**	**Выше рынка**	**20%**	**18%**	**5,8%**	**5,9%**	**3,1**	**3,0**	**5,7**	**5,9**	**25%**	**29%**
Лента	1 033	n.a.	n.a.	Пересмотр	43%	23%	7,8%	7,7%	2,9	2,3	4,9	3,8	0%	9%
Novabev Group	586	590	1%	По рынку	18%	22%	10,5%	9,4%	4,9	4,4	8,6	8,8	6%	9%
HENDERSON	594	770	30%	Выше рынка	25%	19%	25,6%	24,9%	4,4	3,9	7,1	6,4	6%	7%
Fix Price	222	n.a.	n.a.	Без рекомендации	10%	17%	10,7%	10,8%	4,3	3,8	7,4	5,7	16%	17%

Источник: Cbonds, Альфа-Банк; (*) – цена закрытия 5 декабря 2024 г. (X5 – 3 апреля 2024 г.), (**) – до применения МСФО 16

Фаворит#1: X5

- **Динамика бизнеса превосходит ожидания.** Мы ожидаем, что в 2025 г. выручка X5 вырастет на 22% г/г (после 24,5% г/г в 2024 г.). Компания, вероятно, продолжит открывать >3 000 новых магазинов в год, а также вероятно ускорение программы редизайнов. Устойчивый потребительский спрос и высокая продуктовая инфляция поддержат рост продаж с 1 кв. м (+12% г/г в 2025П) и позволит сохранить маржу EBITDA на уровне 2024 г. (6,3%), при сохраняющемся давлении со стороны расходов на персонал и расширении сети дискаунтеров «Чижик».
- **Гарантированная дивидендная история.** Показатель «чистый долг / EBITDA» у X5 на конец 2024П составит 0,1x, по нашим оценкам. Мы ожидаем, что компания в 2025П выплатит разовый дивиденд с доходностью ~34%. По итогам 2025П и далее компания может обеспечивать инвесторам дивидендную доходность не менее 15%, поддерживая соотношение чистого долга и EBITDA на уровне 1,1x, даже с учетом растущих капитальных затрат.
- **Дешево оценена по мультипликаторам.** Исторически (до начала событий 2022 г.) X5 и Магнит торговались в среднем с форвардным коэффициентом EV/EBITDA на уровне 5,6x. В 2022-2024 г. Магнит в среднем оценивался с форвардным EV/EBITDA 3,8x, а дисконт X5 был обусловлен зарубежной регистрацией холдинга. Наша 12М РЦ по X5 на уровне 3 700 руб. предполагает потенциал роста 32% (помимо дивидендной доходности 34%), рекомендация – ВЫШЕ РЫНКА. При ее достижении X5 будет торговаться с коэффициентом EV/EBITDA 2025П на уровне 4x.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	FIVE RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	2 798
Целевая цена, руб.	**3 700**
Потенциал роста	**32%**

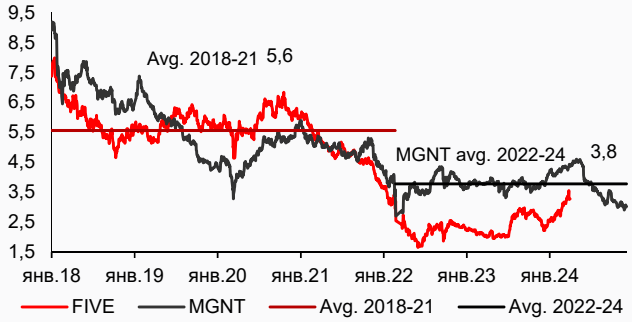
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия на 3 апреля 2024г.

Прогноз основных финансовых показателей*

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Выручка	**3 146**	**3 918**	**4 784**
EBITDA	**215**	**247**	**300**
Чистая прибыль	**90**	**110**	**110**
Capex	136	168	209
Свободный денежный поток	64	49	27
Дивиденд на акцию, руб.	0	943	410
Рост выручки г/г	20,8%	24,5%	22,1%
Рост выручки с 1 кв.м	8,5%	12,5%	11,9%
EBITDA маржа	6,8%	6,3%	6,3%
Чистый долг / EBITDA	0,3	0,1	1,1

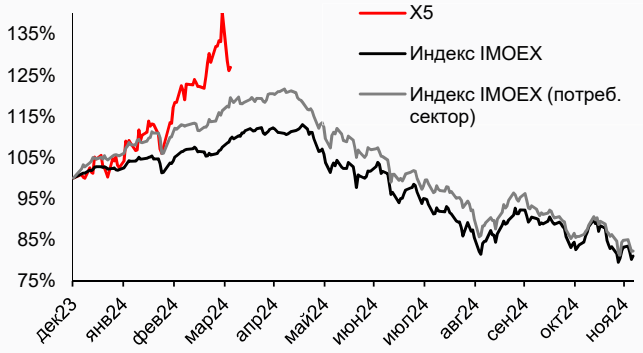
Источник: Альфа-Банк; (*) – до применения МСФО 16

Форвардный EV/EBITDA FIVE и MGNT



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика FIVE RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Фаворит#2: Магнит

- **Ожидаем сохранения высоких темпов роста.** По нашим оценкам, в 2025 г. выручка Магнита вырастет на 18% г/г после роста на 20% г/г в 2024 г. (16% г/г без учета консолидации дальневосточной сети Самбери). Компания может ускорить темпы открытий магазинов в 2025 г. Устойчивый потребительский спрос и высокая продуктовая инфляция поддержат рост продаж с 1 кв. м (+10% г/г в 2025П) и позволят удержать сопоставимую маржу EBITDA с 2024 г. (5,9%), при сохраняющемся давлении со стороны расходов на персонал.
- **Снова «дивидендный аристократ».** СД компании недавно рекомендовал выплатить рекордный дивиденд за 9М24 в размере 560 руб. на акцию. Глядя на историческую динамику, рынок может ожидать сопоставимую выплату по итогам 2024 г. в июне-июле 2025 г. (совокупная годовая доходность – 25%). С учетом комфортной долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA равен 1,3-1,5x; EBITDA/процентные расходы – 3,8-4,3x), Магнит может себе позволить такие выплаты.
- Акции Магнита торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2025П на уровне 3x, т. е. с 21%-м дисконтом к среднему за 2022-2024 гг. **На наш взгляд, негативные корпоративные события уже заложены в цену, а недавняя коррекция рынка дает возможность для формирования позиций в бумаге.**
- **Риски:** 1) снижение прозрачности компании в моменте, 2) необходимость рефинансирования 250 млрд руб. долга в 2025П, 3) высокие капитальные затраты и отрицательный FCF. При более высоких ставках это может снизить дивидендные перспективы и / или оказать давление на прибыль.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	MGNT RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия, руб.	4 478
Целевая цена, руб.	**6 550**
Потенциал роста	**46%**

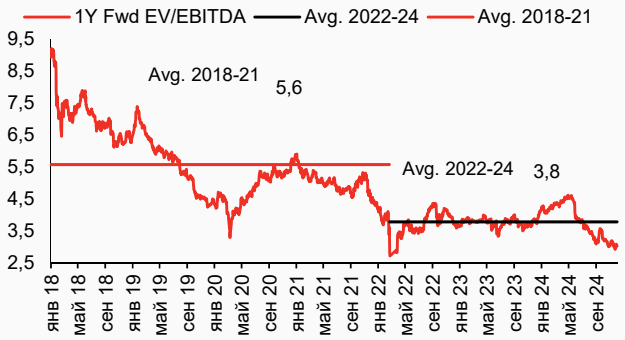
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия на 5 декабря 2024г.

Прогноз основных финансовых показателей*

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Выручка	**2 545**	**3 048**	**3 589**
EBITDA	**166**	**177**	**211**
Чистая прибыль	**66**	**57**	**54**
Capex	76	134	151
Свободный денежный поток	9	(1)	(8)
Дивиденд на акцию, руб.	824	1 120	1 316
Рост выручки г/г	8,2%	19,8%	17,8%
Рост выручки с 1 кв.м	3,2%	13,3%	10,2%
EBITDA маржа, %	6,5%	5,8%	5,9%
Чистый долг / EBITDA	1,0	1,3	1,5

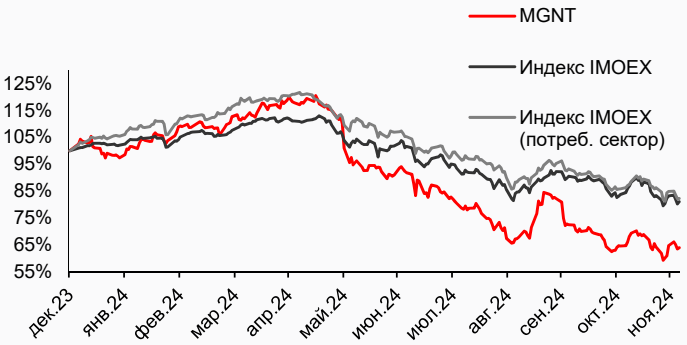
Источник: Альфа-Банк; (*) – до применения МСФО 16

Форвардный EV/EBITDA FIVE и MGNT



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика MGNT RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

НоваБев

Актуализация оценки

Мы снижаем 12М РЦ с 835 руб. до 590 руб. и рекомендацию – до ПО РЫНКУ на фоне роста WACC, опережающего роста издержек и снижения дивидендных перспектив на ближайшие годы.

- Мы считаем, что устойчивый потребительский спрос позволит компании повышать цены и наращивать продажи премиальных продуктов. По нашим оценкам, рост выручки сохранится на уровне 18-22% в 2024-25П при росте объемов продаж в декалитрах на 1% в год и открытиях по 350-400 новых магазинов ВинЛаб в 2024-25 гг.
- Однако, высокий уровень конкуренции, вероятно, не позволит компании полностью переложить в цены рост расходов и процентных ставок – мы ожидаем дальнейшего снижения маржи EBITDA, а чистая прибыль компании снизится на 18-20% г/г в 2024-25П к уровню 2023 г.
- Дивидендные возможности также становятся меньше – доходность по итогам 2024-25П составит 6-9%, по нашим оценкам.
- Акции НоваБев торгуются с коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2025П на уровне 4,4x и 8,8x – справедливые уровни в текущих условиях, на наш взгляд. Также обращаем внимание, что в связи с недавними корпоративными событиями 7/8 акций компании в свободном обращении сейчас не торгуются (ожидаем их прихода на рынок в течение декабря 2024 г.)

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	BELU RX
Рейтинг	По рынку
Цена закрытия	586
Целевая цена	**590**
Потенциал	**1%**

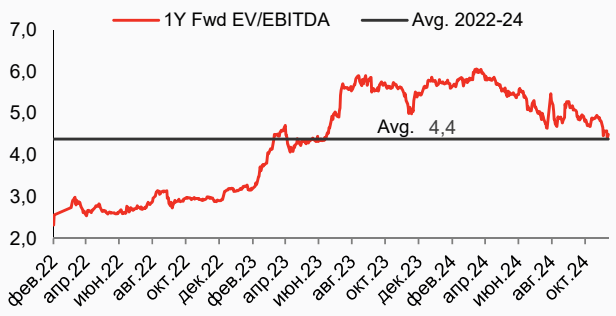
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 5 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей*

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Выручка	**116,9**	**138,1**	**168,3**
EBITDA	**14,5**	**15,9**	**17,0**
Чистая прибыль	**8,1**	**6,6**	**6,4**
Capex	3,0	3,8	3,2
Свободный денежный поток	1,3	3,7	4,5
Дивиденд на акцию, руб.	85	34	53
Рост выручки г/г	20%	18%	22%
Рост объемов продаж (в дал)	1%	1%	1%
EBITDA маржа	12,4%	11,5%	10,1%
Чистый долг / EBITDA	0,9	1,0	0,9

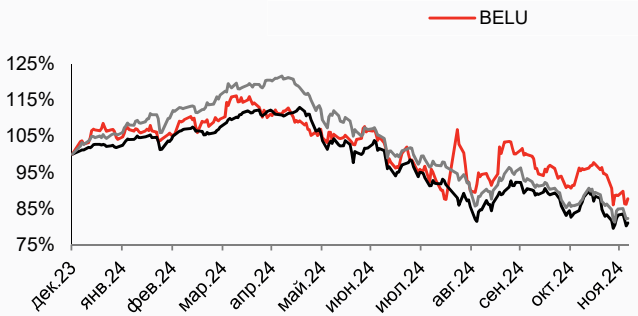
Источник: Альфа-Банк; (*) – до применения МСФО 16

Форвардный EV/EBITDA



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика BELU RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Henderson

Актуализация оценки

Мы снижаем 12М РЦ с 810 руб. до 770 руб. на фоне роста WACC, при этом динамика бизнеса выше наших первоначальных ожиданий. Сохраняем рекомендацию ВЫШЕ РЫНКА.

- По нашим оценкам, рост выручки составит 25% г/г в 2024 г. и 19% г/г в 2025 г. Устойчивый спрос в моменте позволяет перекладывать в цену растущие издержки на фоне ослабления рубля.
- Переформатирование салонов и расширение ассортимента остается ключевым драйвером роста выручки на ближайшие 3-4 года. Также компания планирует в 2025 г. более активно выходить в новые города (запланировано 9 новых открытий и 19 переоткрытий в действующих локациях).
- Генерация денежных потоков позволяет компании финансировать развитие бизнеса (открытия салонов, строительство РЦ) и выплачивать дивиденды (доходность 6-7% годовых в 2024-25П) при сохранении чистого долга на околонулевом уровне.
- Бумага торгуется с коэффициентами EV/EBITDA и P/E 2025П на уровне 3,9x и 6,4x, соответственно, с 16-30%-м дисконтом к средним уровням с момента IPO компании (ноябрь 2023 г.). Премия к продуктовым ритейлерам обусловлена более высоким уровнем ROIC бизнеса при сопоставимых ожидаемых темпах роста.
- Риски – 1) замедление роста выручки в сентябре-ноябре 2024 г., 2) вероятный рост конкуренции в сегменте и 3) динамика продаж и рентабельность магазинов в новых для компании локациях.

Рекомендация / Целевая цена	
Тикер	HNFG RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	594
Целевая цена	**770**
Потенциал	**30%**

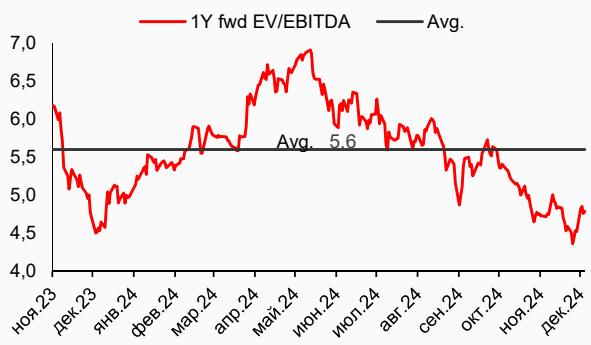
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 5 декабря 2024 г.

Прогноз основных финансовых показателей*

Млрд руб.	2023	2024П	2025П
Выручка	**16,8**	**21,0**	**24,9**
EBITDA	**4,5**	**5,4**	**6,2**
Чистая прибыль	**2,5**	**3,3**	**3,6**
Capex	1,3	2,3	2,7
Свободный денежный поток	1,9	0,9	0,7
Дивиденд на акцию, руб.	30	36	41
Рост выручки г/г	35%	25%	19%
Рост выручки с 1 кв.м	20%	5%	0%
EBITDA маржа	26,9%	25,6%	24,9%
Чистый долг / EBITDA	(0,1)	0,1	0,2

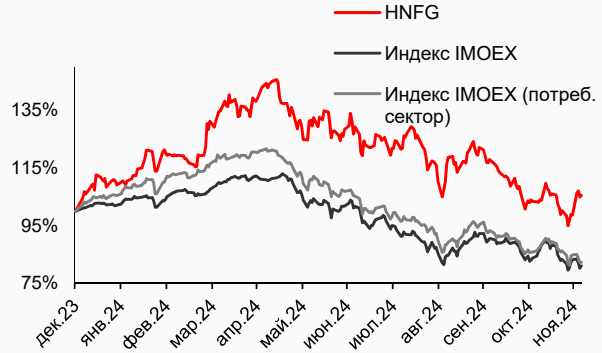
Источник: Альфа-Банк; (*) – до применения МСФО 16

Форвардный EV/EBITDA



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

Динамика HNFG RX с начала года



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

14

Недвижимость

Сектор недвижимости

Голодные игры

- ЦБ РФ в ноябре 2024 г. поднял ключевую ставку до 21%, против 16% в январе-июле. Вероятнее всего, ставка останется высокой и в 1П25.
- В июле была завершена программа льготной ипотеки «Господдержка 2020» и изменены условия по семейной ипотеке, в августе – по IT-ипотеке. Мы допускаем, что объем выдач ипотеки по итогам 2024 г. сократится примерно на 30-35% г/г.
- По нашим оценкам, в условиях жесткой ДКП выдачи ипотеки останутся под давлением и в начале 2025 г., особенно в 1П25. Мы прогнозируем, что по итогам 2025 г. объем выдач ипотеки останется приблизительно на уровне 2024 г.
- Отметим, что средний размер займа, отражающийся в статистике ЦБ РФ, может быть снижен – мы связываем это с распространением траншевой ипотеки и альтернативных инструментов продаж от застройщиков.
- Согласно заявлениям Марата Хуснуллина, новые программы льготной ипотеки или расширение существующих программ не будут рассматриваться до момента снижения темпов инфляции и ключевой ставки.
- Текущих лимитов по семейной ипотеке, при средней жесткости условий со стороны банков, по нашим оценкам, должно хватить ориентировочно до середины декабря 2024 г. Выдачи ипотеки в 2025 г. будут напрямую зависеть от лимитов, выделяемых государством.
- Исчерпание лимитов по льготным программам ипотеки приводит к сохраняющейся проблеме дофинансирования ставки по ипотеке застройщиками. Мы считаем, что в ближайшее время застройщикам будет все сложнее перекладывать связанные с ипотекой затраты на покупателей.

Динамика цен

Первичный рынок		**24/23**	**24/22**	**24/21**	**24/20**
	РФ	14%	19%	53%	106%
	МСК	19%	26%	42%	84%
	МО	10%	7%	38%	78%
	СПБ	16%	12%	46%	96%
	ЛО	4%	-2%	27%	70%
Вторичный рынок		**24/23**	**24/22**	**24/21**	**24/20**
	РФ	6%	19%	37%	72%
	МСК	8%	9%	20%	57%
	МО	1%	4%	18%	56%
	СПБ	10%	10%	32%	74%
	ЛО	2%	6%	20%	59%
Динамика зарплат		**24/23**	**24/22**	**24/21**	**24/20**
	РФ	18%	37%	57%	73%
	МСК	16%	30%	43%	57%
	МО	20%	43%	58%	75%
	СПБ	13%	29%	44%	58%
	ЛО	19%	40%	56%	69%

Источник: Сбериндекс

Поддержку рынку в 2025 году окажут:

- ↑ Программы семейной, IT-, Дальневосточной и Арктической, а также военной ипотеки
- ↑ Популяризация альтернативных инструментов продаж недвижимости (в т. ч. с помощью рассрочек. Хотя мы допускаем, что регулятор найдет способы ограничить применение данного инструмента в 2025 г.)
- ↑ Рост доходов отдельных групп населения (даже в случае его замедления г/г)
- ↑ Региональная экспансия в локациях с дефицитом нового жилья

Сектор недвижимости

Рекомендация «ДЕРЖАТЬ»

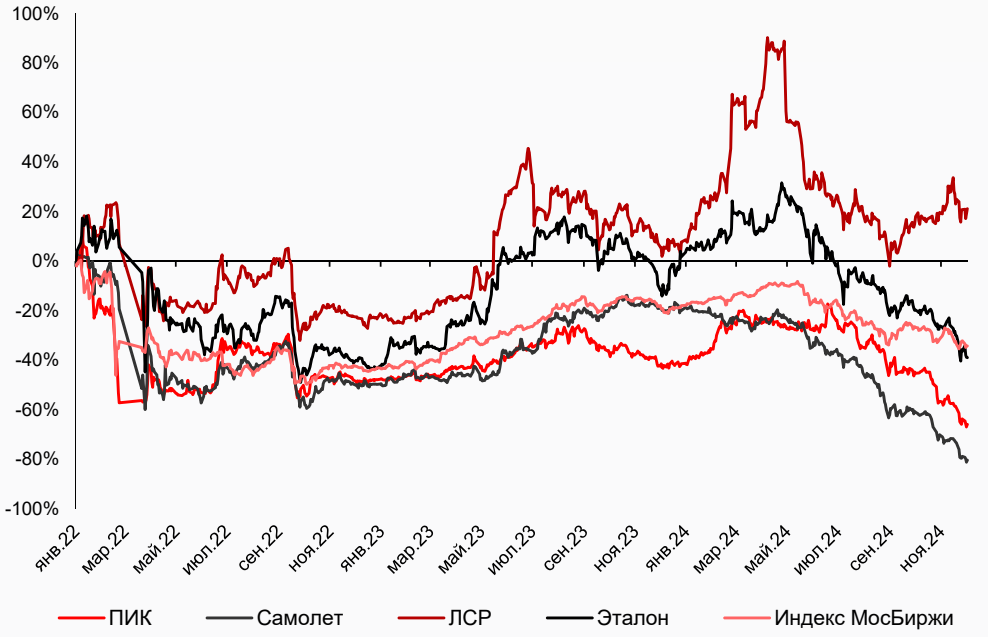
- В текущих реалиях мы выделяем **Группу ЛСР** как самую стабильную компанию с самой низкой долговой нагрузкой. При этом отсутствие комментариев менеджмента о стратегии развития бизнеса дает нам основания присвоить акциям ЛСР рейтинг «Держать».

- **ПИК СЗ**, на наш взгляд, намерен осторожно подходить к вопросу приобретения новых участков и жестко контролировать долговую нагрузку. Однако улучшения ситуации в бизнесе в ближайшее время мы не ожидаем. Временно присваиваем компании рейтинг «Держать».

- **Группа «Эталон»** привлекает наше внимание существенно более позитивной, чем у конкурентов, динамикой продаж. При этом по-прежнему актуален риск просрочек по альтернативным инструментам продаж. Такие инструменты обеспечивают компании более 70% продаж. В долгосрочной перспективе мы допускаем ретроспективное уменьшение выручки из-за неисполнения покупателями своих обязательств и расторжения сделок. Текущий рейтинг – «Держать».

- Акции **ГК «Самолет»** в 2024 г. ушли в пике из-за по-прежнему высокой долговой нагрузки. Рынок встревожен необходимостью погашения облигаций на 20 млрд руб. в феврале 2025 г. Мы считаем, что компания сможет исполнить эти обязательства – к концу 9М24 на ее балансе были денежные средства и их эквиваленты на сумму 25 млрд руб. Основные риски связаны с необходимостью погашения облигаций в июле 2025 г. и выплат по проектному финансированию. Мы ожидаем комментариев менеджмента по данному вопросу. На данный момент оценка стоимости акций компании находится на пересмотре.

Динамика акций сектора недвижимости против индекса Мосбиржи

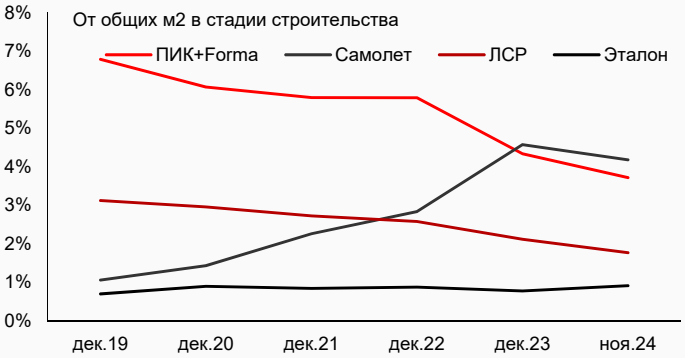


Источник: Cbonds

	Целевая цена	EV/EBITDA		P/E	
		2024П	2025П	2024П	2025П
ПИК	850	3,2	3,3	2,7	3,2
ЛСР	800	2,1	2,2	4,4	4,4
Эталон	95	3,1	2,0	-	-
Самолет	НА ПЕРЕСМОТРЕ	-	-	-	-

Сектор недвижимости

Доли рынка застройщиков в РФ, %

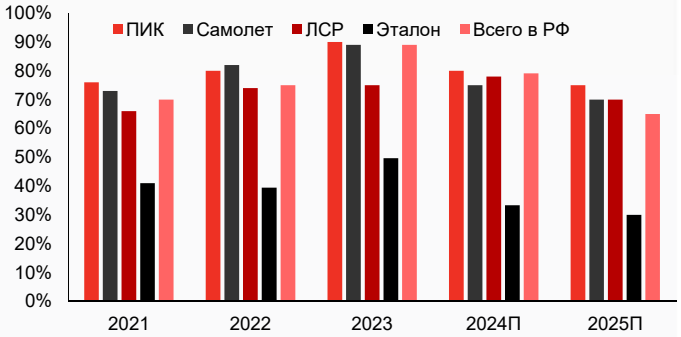


Источники: ДОМ.РФ, Альфа-Банк

Распроданность объектов (м2), %

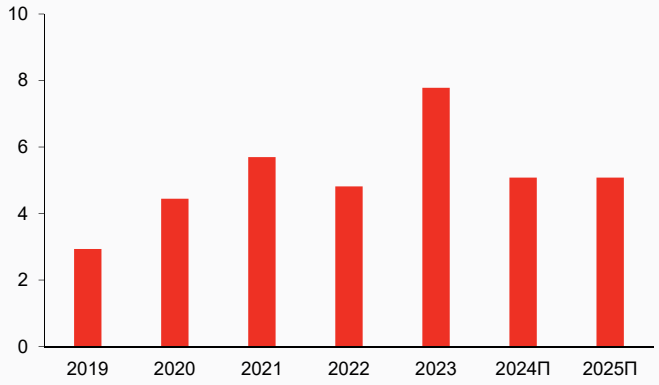
Источники: ДОМ.РФ, Альфа-Банк

Объем продаж с ипотекой (руб.), %



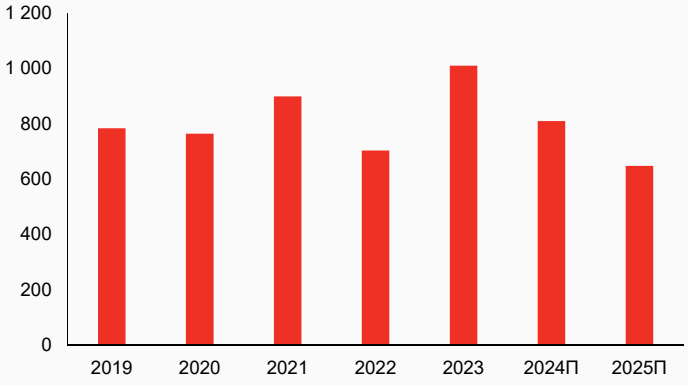
Источники: данные компаний, ДОМ.РФ, ЦБ РФ, Росреестр, Альфа-Банк

Объем выдачи ипотеки, трлн руб.



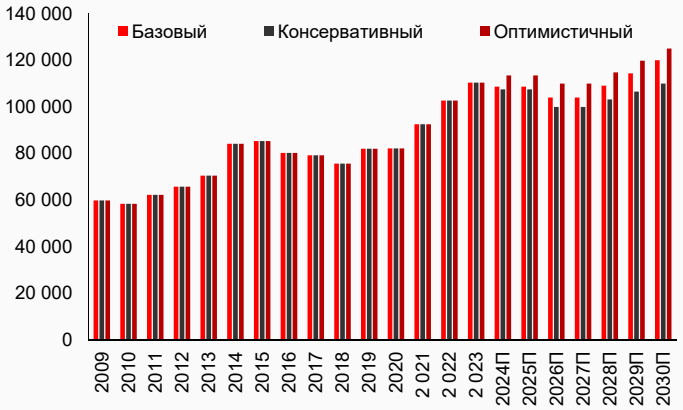
Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Количество ДДУ, тыс. ед.



Источники: Росреестр, Альфа-Банк

Ввод жилья, тыс. кв.м



Источники: Росстат, Альфа-Банк

15 Транспортный сектор

Транспорт
Нейтральный Взгляд

В транспортном секторе рост бизнеса компаний в 2025 г. в натуральном выражении вероятно будет околонулевым, в условиях ограниченных провозных мощностей и инфраструктурных ограничений. Таким образом финансовые результаты компаний (AFLT, FLOT, GLTR) будут во многом определяться ценовым трендами где, при прочих равных условиях, мы видим гораздо более ограниченный потенциал роста, чем в 2023-2024 гг. Дополнительным фактором, ограничивающим рост цен на перевозки может выступить снижение экономической активности, чего так упорно добиваются монетарные власти РФ в течение всего 2024 г. В то же время издержки продолжат расти, на фоне роста затрат на поддержание парка в рабочем состоянии, затрат на ФОТ, налогов и пр. В этих условиях в 2025 г. от транспортного сектора сложно ожидать хоть сколько-нибудь значимый рост рентабельности и, соответственно, прибыли и дивидендов, если таковые вообще будут выплачены. Мы придерживаемся нейтрального взгляда на сектор. Ни одна из акций транспортного сектора не входит в список наиболее предпочтительных бумаг на 1ПГ25, не смотря на то что, в среднем сектор торгуются с дисконтом 25% к российскому рынку по мультипликатору PE2025П.

- **Авиатранспорт: Аэрофлот (ВЫШЕ РЫНКА, целевая цена: 70руб./акц).** Мы ждем некоторого замедления роста выручки на кресло-километр с 21% в 2023 г. до 13% в 2024 и 7-8% в 2025 г. Вместе с тем, будет наблюдаться инфляции издержек. Ожидается, что рост затрат ФОТ составит в 2025 г. 20-25% г/г, также произойдет индексация аэронавигационных сборов, рост расходов в программное обеспечение и на поддержание летной годности. Все это может в значительной степени нивелировать влияние премиальных ставок доходности на свободный денежный поток. Отсутствие увеличения парка и возможный рост простоев судов, связанный с ремонтными работами, не оставляют возможности для наращивания пассажиропотока в 2025 г. Обесценение курса рубля ведет к отрицательной переоценке долларовых лизинговых обязательств и, как следствие к бумажным убыткам. Наличие убытка по РСБУ (который также учитывает прибыли и убытки от переоценки обязательств), при прочих равных условиях снижает вероятность дивидендных выплат. Акции компании торгуются с мультипликатором скорр. EV/EBITDA(24П) 3,3х и скорр. P/E (24П) 3,9х , что значительно ниже исторических средних а потому потенциал для спекулятивного роста остается. Однако, при сохранении status quo в геополитике мы не ожидаем, что инвестиции в акции Аэрофлота в ближайшие пол года смогут принести доходность выше рынка, а потому не включаем их список наиболее предпочтительных бумаг.

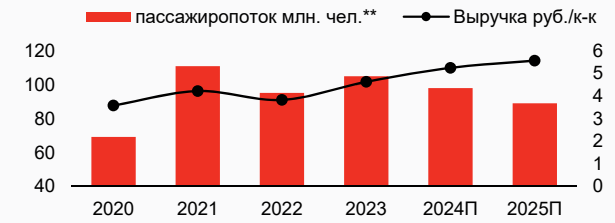
- **ЖД Транспорт: Globaltrans (ПЕРЕСМОТР).** После того, как мы поставили рекомендацию по ГДР Globaltrans на пересмотр в июле 2024 г., компания провела выкуп миноритарных акционеров в российском периметре и делистинг бумаг с Московской биржи с последующим листингом на бирже AIX в Казахстане. Также, в ноябре 2024 г. компания объявила о проведении добровольного выкупа до 15% ГДР. Даже с учетом ухудшающейся конъюнктуры на рынке ЖД перевозок, бумаги торгуются по привлекательным мультипликаторам EV/EBITDA(24П) 0,6х и P/E (24П) 2,1х. Мы считаем, что текущее положение дел, при котором компания зарегистрирована в ОАЭ, ведет бизнес в России, а торгуется в Казахстане не является устойчивым, и ожидаем изменений. Среди возможных сценариев развития событий могут быть: 1) продолжение выкупа акционеров с последующей отменой казначейских акций; 2)продажа бизнеса новым акционерам; 3)переезд компании в другую юрисдикцию и пр. Отмена казначейских акций и последующая продажа бизнеса представляется для основных акционеров хорошим вариантом монетизации инвестиций в Globaltrans в условиях отсутствия возможностей для выплаты дивидендов – а потому довольно вероятным сценарием. Однако важно помнить, что текущая юрисдикция не предполагает обязательной оферты миноритариям в в случае продажи компании новому акционеру. Также напоминаем, что начиная с 2025 г. Globaltrans столкнется с необходимостью существенных инвестиций в замещение выбывающего парка. При текущих ценах на новый парк и высокой ключевой ставке инвестиции не оправдывают себя. Альтернативой, однако будет являться сокращение парка полувагонов в собственности на 41% к 2029г. Учитывая высокие риски, Globaltrans не подходит для включения в список наиболее предпочтительных бумаг.

- **Морские перевозки: Совкомфлот (ДЕРЖАТЬ, целевая цена: 145 руб.)**. Из компаний транспортного сектора Совкомфлот выгодно отличается предсказуемой дивидендной политикой. Совкомфлот выигрывает от обесценения рубля, что находит свое отражение в дивидендах (платятся из скорректированной рублевой чистой прибыли). Ожидаем дивиденд по итогам 2024 г в размере 11,9 руб. (дивидендная доходность 14%). В то же время санкционные риски остаются довольно значительными. На сегодняшний день, около 17% флота компании было включено в SDN список. В 2025 г. мы не ожидаем роста флота FLOT, а значит прогнозы на 2025 г обусловлены динамикой спотовых цен на фрахт, санкционными факторами, а также динамикой курса. Спотовые ставки, вероятнее всего, продолжат нормализацию ближе к уровням долгосрочных средних ($21 000-22 000, Aframax 80k daily renting price). Мы не ожидаем роста финансовых показателей в 2025 г. ввиду причин, перечисленных выше. Значительными факторами риска являются расширение SDN списка судов Совкомфлота и довольно ограниченный объем раскрытия информации эмитентом.

Транспорт

Эмитент	Цена,* руб.	Рын. кап. млрд руб.	EV/EBITDA 2024П	EV/EBITDA 2025П	PE 2024П	PE 2025П	Див. дох. 2024, %	Взгляд на компанию	Триггеры для положительной переоценки	Факторы риска
Аэрофлот	51	201	3.4	3.4	3.9	4.2	0-12%	Спек. позитивный/ нейтральный	▪ Появление ясности в отношении дивидендов ▪ Окончание СВО и снятие санкций на закупку самолетов и запчастей	▪ Отсутствие дивидендных выплат, несмотря на положительный денежный поток ▪ Значительный рост затрат – операционных и капитальных ▪ Расширение SDN списка в отношении дочерних структур компании ▪ Гос. вмешательство в политику ценообразования авиабилетов, рост социальной нагрузки
Совкомфлот	85	202	1.9	1.9	3.8	3.8	14%	Нейтральный	▪ Ослабление рубля ▪ Окончание СВО, снятие ограничений на закупку новых судов, исключение судов из SDN списка	▪ Расширение SDN списка в отношении судов компании ▪ Коррекция на глобальном рынке танкерных перевозок
Globaltrans	431	77	0.6	0.7	2.1	2.5	0%	Пересмотр	▪ Дополнительный раунд выкупа ГДР ▪ Отмена казначейских и/или квази-казначейских акций ▪ Появление ясности в отношении стратегии развития парка	▪ Отсутствие инфраструктуры для выплаты дивидендов ▪ Отсутствие обязательств делать выкуп миноритарным акционерам в случае продажи компании ▪ Продолжающееся ухудшение фундаментальных показателей рынка ЖД перевозок ▪ Отсутствие ясности в отношении стратегии по замещению выбывающего парка

Авиа: Рост выручки на кресло-километр и снижение объемов рынка**

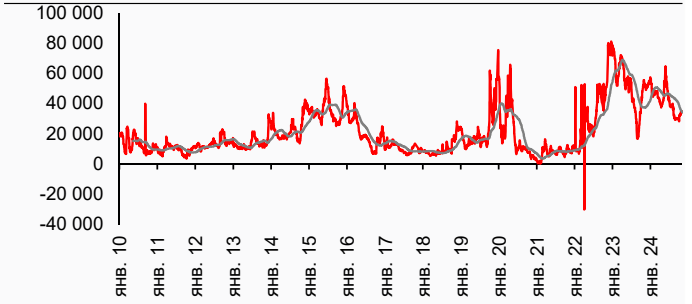


*Источники: Альфа-Банк, **прогнозы Росавиации, выручка за к-к - расчетные значения Группы Аэрофлот*

ЖД: высокая ставка аренды, ухудшение оборачиваемости и снижение объемов

Источники: РЖД, РЖД–Партнер, Альфа-Банк

Танкерные перевозки: постепенная нормализация к уровням многолетних средних



Источники: TCE Ditry Aframax 80K Middle East Cult Far East Index

16 Медицинский сектор

Медицинский сектор

Позитивный взгляд

Мы сохраняем позитивный взгляд на сектор частных медицинских услуг на фоне более жестких условий в отношении формирования бюджета и государственного финансирования здравоохранения. Высокая ставка финансирования является ограничивающим фактором для расширения мощностей в секторе платных услуг, что в конечном счете приведет к росту цен и увеличение загруженности емкостей, а также создаст благоприятные возможности на рынке слияний и поглощений для компаний с крепким балансом.

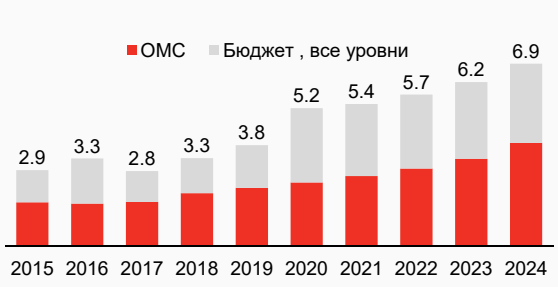
- Фактором способствующим долгосрочному росту рынка платных медицинских услуг по-прежнему остается его ненасыщенность. Общие расходы на медицину в России оцениваются в 5,6% от ВВП, что значительно ниже среднего показателя в 12,5% для стран высоким подушевым ВВП*.

- Консолидация рынка платной медицины. Выручка 10 крупнейших частных компаний в среднем растет с темпом на 8-10 процентных пунктов опережающим рост рынка платных медицинских услуг. Фрагментированность рынка остается высокой - на долю 20 крупнейших частных операторов приходится менее 16% рынка. Мы ожидаем продолжения консолидации рынка как за счет опережающего органического роста крупнейших игроков , так и за счет сделок по слиянию и поглощению.

- Среди компаний торгующихся в секторе здравоохранения МД Медикал Груп (MDMG) и МКПАО ЮМГ (GEMC) предпочитаем MDMG (подробности на слайде 84). В отношении ПАО ЮМГ (БЕЗ ПОКРЫТИЯ) есть довольно много неопределенности относительно: 1)перспектив роста и масштабирования бизнеса в супер премиальном сегменте; 2)дивидендной политики; 3)уровня раскрытия информации; 4)корпоративного управления.

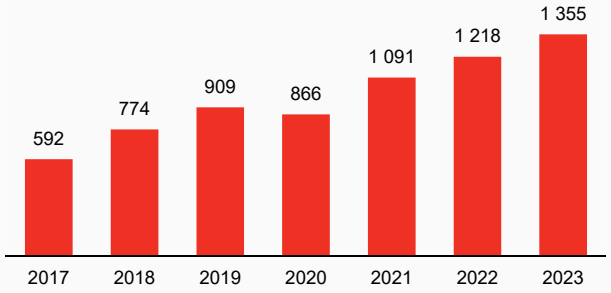
** Согласно классификации Всемирного банка в группу стран с высокими доходами входят страны с ВВП на душу населения превышающим $13,2 тыс. Россия недавно была добавлена в эту группу с показателем $ 14,25 тыс.*

Объем гос. финансирования мед. услуг (трлн руб.)



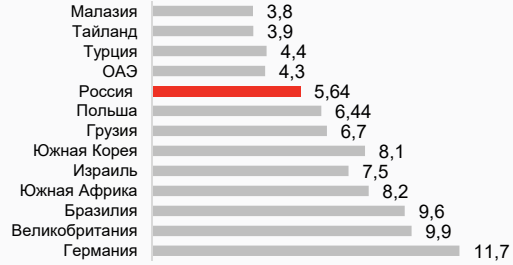
Источники: Росстат, Альфа-Банк

Объем платных мед. услуг населению (млрд руб.)



Источники: Росстат, Альфа-Банк

Общие расходы на медицину по странам (% от ВВП.)



Источники: Всемирный банк, Альфа-Банк

ГК МД Медикал

MDMG RX, ВЫШЕ РЫНКА, целевая цена 1 170 руб.

- **Сбалансированный органический рост.** Компания объявила, что в 2025–2029 гг. намерена увеличить число медицинских учреждений с текущих 65 до более 100, наращивать выручку на 15–20% ежегодно при рентабельности по EBITDA свыше 30%. Анонсированные планы по наращиванию мощностей, по нашим оценкам, могут подразумевать наращивание амбулаторных площадей к 2029 г. на 55-66%, при этом доля амбулаторного сегмента в совокупной площади учреждений MDMG увеличится с 17% в 2024 г. до 21% в 2029 г. ориентир по росту выручки в 15–20% ежегодно представляется нам вполне резонным и достижимым.

- **Дивидендные выплаты от 60% чистой прибыли с периодичностью два раза в год.** Это подразумевает ежегодные выплаты в размере 80-110 руб. на акцию в 2025-2028 гг., что соответствует дивидендной доходности в диапазоне 9-12% ежегодно**.**

- С начала года общая доходность от инвестиций в акции МД Медикал Груп (TSR – total shareholder return), рассчитываемая как доходность от изменения цены акций плюс дивиденд составила 27% против нашей оценки в -10% (включая дивиденды) по индексу Мосбиржи, таким образом котировки опередили рынок на 38 процентных пунктов. С начала нашего покрытия (29.03.2024) опережение к индексу по TSR составило 22 процентных пункта. Несмотря на опережающую динамику акции сохраняют свою привлекательность. Целевая цена на горизонте 12 месяцев составляет 1 170 руб., что подразумевает потенциал роста в 38%.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	MDMG RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	846
Целевая цена	**1 170**
Потенциал	**38%**

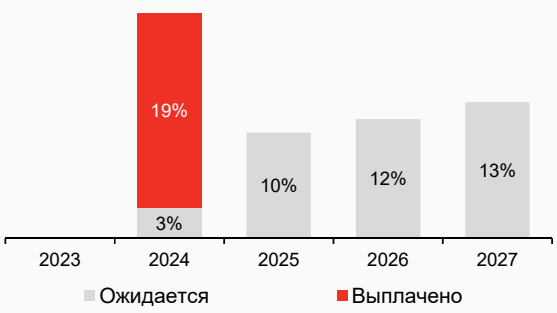
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 5 декабря 2024 г.

Ключевые финансовые показатели

	2022	2023	2024	2025
EV/EBITDA, x	7.6	6.7	5.6	4.8
Выручка	25.2	27.6	33.4	38.2
Скорр. EBITDA	7.9	9.0	10.7	12.6
Скорр. NI	4.6	7.6	9.1	10.5
Кап. Затраты	-1.1	-3.8	-2.6	-4.8
FCF	6.6	5.5	7.6	7.3
Чистый долг	-3.9	-9.8	-5.5	-7.4
ND/EBITDA, x	-0.5	-1.1	-0.5	-0.6
Выручка, Δг/г, %		10%	21%	14%
EBITDA, Δ г/г, %		14%	19%	17%
EBITDA margin, %	31%	33%	32%	33%
FCF yield, %		8%	12%	11%
DY, %		-	22%	10%

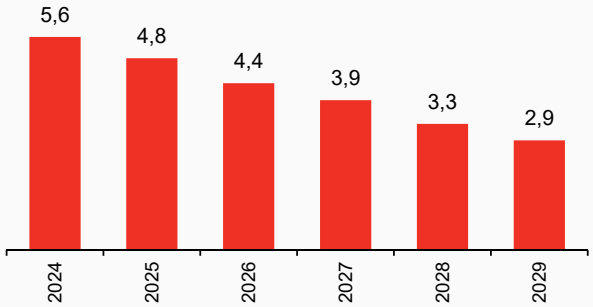
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Дивидендная доходность, %



Источники: данные компании, Cbonds, Альфа-Банк

Эволюция мультипликатора EV/EBITDA



Источники: Cbonds, Альфа-Банк

17

Электроэнергетика (генерация)

Электроэнергетика: нейтральный взгляд

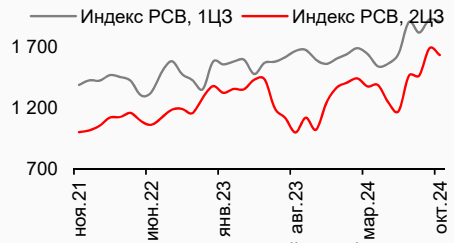
Несмотря на значительный рост цен на электроэнергию в 2024 году и ожидаемый дефицит мощностей, который обычно способствует дальнейшему повышению тарифов, мы сохраняем нейтральный взгляд на сектор электрогенерации. Выделяем Интер РАО как одного из наиболее привлекательных из ликвидных эмитентов в сегменте электрогенерации (подробнее на слайде 87).

- **Перспективы 2025-2026гг. – новая фаза капитального строительства**. В последние два года ухудшение ситуации с поставками и обслуживанием оборудования сопровождалось довольно устойчивым ростом спроса на электроэнергию ввиду крепкого роста ВВП и увеличение энергоемкости экономики. Летом 2024 г. оптовые цены на электроэнергию достигли исторических максимумов из-за существенный нагрузки на мощности и множества аварий. В стратегии развития электротехнических систем России на 2024-2029 г. энергодефицит генерирующих мощностей оценивается в 1348 МВТ в ОЭС Востока,1225 МВТ в ОЭС Сибири и 857МВТ в ОЭС Юга. Можно с уверенностью говорить, что отрасль входит в новую фазу капитального строительства, которая продлится в перспективе как минимум 3–4 лет.
- **В 2024 г . сектор смотрится хуже рынка на фоне ухудшения дивидендных перспектив.** Из-за скромного роста акции электроэнергетических компаний в России, впрочем как и во всем мире, всегда рассматривались инвесторами как Value Stocks (а не как Growth Stocks), а дивиденды имели большое значение для принятия инвестиционных решений. Ухудшение дивидендных перспектив и значительный рост ключевой ставки подорвали инвестиционную привлекательность сектора. За последние 12 месяцев акции компаний энергетического сектора либо смотрелись хуже рынка, либо не продемонстрировали существенного отклонения от индекса Мосбиржи.
- **Новые правила возврата на вложенные инвестиции пока неопределенны, могут быть анонсированы в 2025 г.** Высокая инфляция затрат на модернизацию и строительство новых мощностей (в особенности для теплогенерации) и рост ключевой ставки требуют пересмотра механизмов возврата на инвестиции, однако новые правила ещё не выработаны, что создает неопределённость относительно будущих денежных потоков. Крупнейшие игроки отрасли (IRAO) могут рассчитывать на выгодные условия при строительстве новых объектов. Анонс новых механизмов возврата на инвестированный капитал ожидается в 2025г. И может послужить положительным триггером для переоценки сектора.
- **Фокус на компании с растущими финансовыми показателями и понятной отдачей для инвесторов.** 2024–2025 гг. должны стать наиболее скромными для компаний тепловой генерации с точки зрения рентабельности EBITDA, так как именно на эти годы приходится практически полное выбытие мощностей по ДПМ, в то время как запуск модернизированных мощностей будет все еще находиться на относительно ранней стадии. В этих условиям мы фокусируемся на эмитентах с понятной дивидендной политикой, способных заместить частично или полностью выбывшие ДПМ новыми платежами за мощность в кратчайшей перспективе (IRAO). Также мы обращаем внимание на компании, срок окончания ДПМ платежей, которых - еще весьма отдаленная перспектива (Эл5 Энерго). Эл5-Энерго, мы полагаем , после долгого отсутствия дивидендных выплат из-за высокой задолженности , возникшей в ходе строительства ДПМ ВИЭ, благодаря платежам за мощность в ветрогенерации и сокращению капитальных затрат уже к концу 2024г сократит свою долговую нагрузку до 1.3x ЧД/EBITDA к концу 2025 г, что позволит компании вернутся к дивидендам .

Выработка ЭЭ за 9М24 (+3,3%) выросла сильнее, чем в предыдущие годы

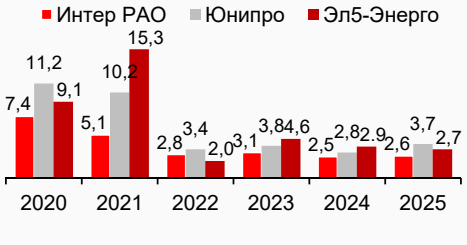
Источники: данные компаний, Альфа-Банк

Цены на ЭЭ бьют рекорды, руб./МВТч



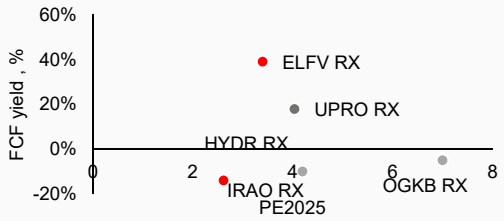
Источники: данные компаний, Альфа-Банк

Деградация мультипликаторов компаний сектора электрогенерации (РЕ)



Источники: данные компаний, Альфа-Банк

Фокус на компаниях с растущими фин. показателям и/или див. Доходностью



Источники: данные компаний, Альфа-Банк

Интер РАО

IRAO RX: ВЫШЕ РЫНКА, целевая цена – 5,2 руб.

Активное разворачивание программ модернизации в 2024-2028 гг. позволит комфортно покрыть выпадение денежных потоков от завершения ДПМ, в результате после 10%-го снижения EBITDA в 2024 г мы ожидаем умеренный рост в 2024-2027г. Интер РАО – прямой бенефициар от конъюнктуры высоких процентных ставок. Несмотря на кратный рост капитальных затрат в 2024-2026 гг. по сравнению с исторической средней за последние 2 года и, как следствие ожидаемый отрицательный свободный денежный поток, чистая денежная позиция, останется довольно существенной на фоне растущих финансовых доходов от обладания денежными средствами. Обращаем внимание на отсутствие краткосрочных факторов, способствующих быстрой переоценке акций.

Бенефициар высокой ключевой ставки. Интер РАО является прямым бенефициаром высокой ключевой ставки. Помимо значительной чистой денежной позиции (339 млрд руб. на конец полугодия) цены на мощность будь то ДПМ или КОММОД положительно коррелируют со ставками доходности ОФЗ. Значительный рост финансового дохода от обладания чистой денежной позицией (81 млрд руб. в 2024 и 73 млрд руб. 2025 г.) позволит покрыть существенную часть отрицательного свободного денежного потока в 2024-2026гг. в результате чего, несмотря на значительные капитальные затраты, ее объем не должен опуститься существенно ниже 300 млрд руб. в среднесрочной перспективе.

Дивиденды: стабильная доходность на уровне 9–10% в 2024-2026 гг. Мы ожидаем чистую прибыль на уровне 157 млрд руб. в 2024 г. и 143-150 млрд руб. в 2025-2027 гг. с последующим ростом в 2028 г после запуска Новоленской ТЭС. Традиционные выплаты на дивиденды доли в 25% чистой прибыли подразумевают дивиденд на акцию в размере 0,35–0,38 руб. и доходность в диапазоне 9-10% за 2024-2026 гг.

Рекомендация / целевая цена	
Тикер	IRAO RX
Рейтинг	Выше рынка
Цена закрытия	3,7
Целевая цена	**5,2**
Потенциал	**40%**

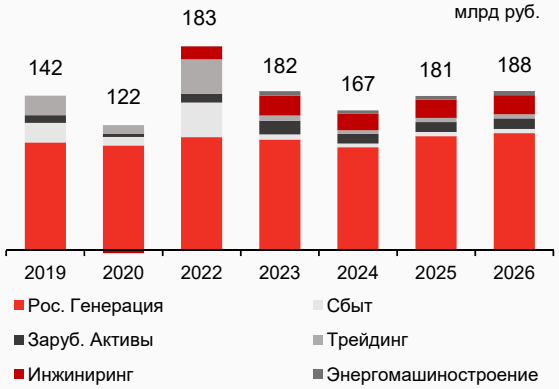
Источники: Cbonds, Альфа-Банк
Цена закрытия – 6 декабря 2024 г.

Ключевые финансовые показатели

	2023	2024П	2025П	2026П
EV/EBITDA, x	0.1	0.1	0.1	0.1
PE, x	2.8	2.4	2.5	2.7
Выручка	1,360	1,462	1,575	1,671
Скорр. EBITDA	182	167	181	188
Скорр. NI	136	157	151	143
Кап. Затраты	-67	-190	-179	-181
FCF	56	-109	-54	-49
Выручка, Δг/г, %	7%	7%	8%	6%
EBITDA, Δ г/г, %	0%	-9%	9%	4%
EBITDA margin, %	13%	11%	12%	11%
FCF yield, %	15%	-29%	-14%	-13%
DPS, руб.	0.28	0.33	0.38	0.36
DY, %	8%	9%	10%	10%

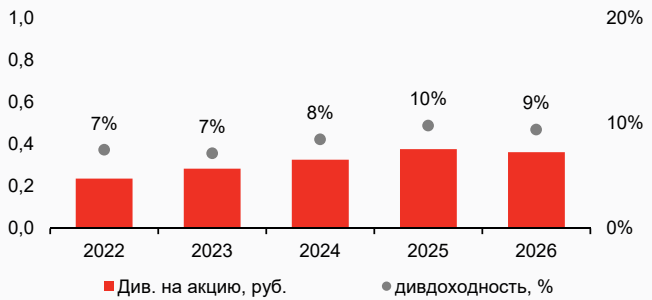
Источники: данные компании, Альфа-Банк

Динамика EBITDA по сегментам



Источники: данные компании, Альфа-Банк

Дивиденд на акцию (руб.) и доходность (%)



Источник: Альфа-Банк

Начальник управления Акций

Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru +7 (495) 783 5101

Начальник управления Аналитики

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталия Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru + 7 (495) 795-3677

Валерия Кобяк vkobyak@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 3071)

Иван Леонов ileonov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0788519)

Долговой рынок

Мария Радченко mgradchenko@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105074)

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам

Никита Еуров neurov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 5204)

Отраслевая аналитика

Недвижимость

Ирина Фомкина ifomkina@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

Потребительский

Екатерина Тузикова etuzikova@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105172)

Рынок акций

Стратегия

Джон Волш jwalsh@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru +7 (495) 795-3612

Юлия Толстых yatolstyh@alfabank.ru + 7 (499) 923 6697 (доб. 8681)

Елизавета Дегтярева edegtyareva@alfabank.ru +7 (495) 010-4889

Нефть и Газ

Никита Блохин nblokhin2@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Елизавета Дегтярева edegtyareva@alfabank.ru +7 (495) 010-4889

Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

Анастасия Егазарян aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 2852)

Недвижимость

Ирина Фомкина ifomkina@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0101174)

ТМТ, Сельское и Лесное хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru +7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru +7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru +7 (495) 795-3713

Филипп Николаев fnikolaev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 7392)

Электроэнергетика

Анастасия Егазарян aegazaryan@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 2852)

Редактор

Максим Сухманский msukhmanskiy@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105222)

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорофеев didorofeev@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

Полина Орехова porekhova@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 8903)

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи

Александр Зоров azorov@alfabank.ru +7 (495) 783-5115

Анастасия Полтавская apoltavskaya@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4290)

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 4618)

Иван Макаров makaroviv@alfabank.ru +7 (499) 923-6697 (доб. 0105373)

РЕПО

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru +7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

© Альфа-Банк, 2024 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.

Telegram-канал «**Масштабный бизнес**» для корпоративных клиентов
https://t.me/s/alfa_tops