

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

ПАО «ЭСЭФАЙ» (SFI)

Корзина динамичных финансовых активов

Сергей Либин

Андрей Полищук

Марат Ибрагимов

Жонибек Исомиддинов

ПАО «ЭсЭфАй» – практически единственная публичная акция, позволяющая инвестировать в быстрорастущие сегменты финансового сектора, такие как лизинг и страхование. Бумаги SFI предполагают ставку не только на рост основных активов (Европлан и ВСК), но и на значительные дивидендные выплаты, размер которых определяется дивидендной политикой. Мы оценили стоимость Холдинга в 105 млрд руб., или 950 руб./акц., что предполагает потенциал роста в 75%. Ожидаемая нами дивидендная доходность составит 8,9% по итогам 2023 г., а к 2027 г. превысит 26%. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции ПАО «ЭсЭфАй».

Единственная возможность получить доступ к качественным растущим непубличным активам рынков лизинга и страхования

Инвестиции в SFI – это возможность участия в двух непубличных высокодоходных компаниях финансового сектора: Европлан (лизинг) и ВСК (страхование). По оценкам Национального рейтингового агентства (НРА), рынок лизинговых услуг в 2023 г. вырастет на 35% г/г. Рынок же страховых услуг в 2023 г. должен прибавить 12–14% г/г, по оценкам РА «Эксперт», а рост в 1П23 уже превысил 24% г/г. По нашим оценкам, прибыль Европлана и ВСК к 2025 г. практически удвоится. Дивидендный поток SFI Holding от этих двух активов составит 6,7 млрд руб. (11% капитализации SFI) по итогам 2023 г. и 15,2 млрд руб. (25% капитализации) – по итогам 2025 г.

Конверсия денежных потоков в дивидендные выплаты акционерам предлагает доходность 8,9% по итогам 2023 г.

Дивидендная политика SFI предполагает выплату не менее 75% от наименьшего – из чистой прибыли по РСБУ или свободного денежного потока, при условии поступлений дивидендов от дочерних компаний. После 2019 г. дивидендные выплаты не проводились, так как прибыль холдинга была отрицательной ввиду переоценки резервов ВСК вследствие пандемии. По итогам 9М23 чистая прибыль холдинга по РСБУ составила 5,9 млрд руб., а промежуточный дивиденд – 39,42 руб./акц. (дивидендная доходность 7%). По нашим оценкам, финальный дивиденд за 2023 г. может составить 9,4 руб./акц., что предполагает общую дивидендную доходность на уровне 8,9% по итогам 2023 г.

Потенциал сокращения холдингового дисконта

В мировой практике публичные диверсифицированные холдинги традиционно оцениваются с дисконтом к сумме частей из-за расходов корпоративного центра и меньшей степени контроля над инвестициями со стороны акционеров. Исторически глобальные холдинги торговались с дисконтом к сумме активов в размере 10–30%, а последние несколько лет, исходя из практики развивающихся рынков, в том числе российского, холдинговый дисконт достигает 30–50%. В настоящий момент дисконт SFI составляет около 50%. Учитывая высокое качество активов SFI и сравнительно низкий уровень корпоративных расходов, мы оцениваем справедливое значение дисконта в 10%.

Диверсификация за счет недооцененных публичных бумаг

Структура активов холдинга также включает в себя доли в Русснефти (11,2%) и М.Видео (10,4%). Русснефть торгуется на 49% дешевле среднеотраслевых уровней P/E, а потенциальная стоимость М.Видео при восстановлении потребительского спроса на товары длительного пользования и успешной реализации стратегии по расширению может удвоиться.

ТИКЕР	SFIN RX
Цена закрытия, руб.	543
Целевая цена, руб./акц.	950
Потенциал роста	75%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

СОДЕРЖАНИЕ

О компании.....	3
Портфель активов	5
Европлан: доля владения – 100%	5
ВСК: доля владения 49%	6
Русснефть: доля владения – 11,2%.....	7
М.Видео-Эльдорадо: доля владения – 10,4%	8
SWOT-анализ SFI Holding	9
Сильная консолидированная отчетность по МСФО	10
Прогнозная модель	11
Европлан.....	11
ВСК.....	14
Русснефть	17
М.Видео-Эльдорадо	17
Оценка холдинга.....	19
Входящие дивиденды	19
Исходящие дивиденды.....	19
Холдинговый дисконт.....	20
Оценка справедливой стоимости	21
Приложения	22
Сравнительный метод – рыночные мультипликаторы	22
Финансовые показатели.....	26

О КОМПАНИИ

ПАО «ЭсЭфАй» (SFI) – публичный диверсифицированный инвестиционный холдинг, управляющий активами в различных секторах экономики РФ. Компания имеет рейтинг Эксперт РА «ruA+», прогноз «стабильный». Акции компании обращаются на Московской бирже и входят в котировальный список первого уровня.

Основная деятельность компании представляет собой инвестирование в различные активы и их развитие с целью получения прибыли. Согласно стратегии, SFI приобретает крупные миноритарные или контролирующие доли в российских компаниях, занимающих лидирующие позиции в своем секторе, на срок более трех лет. Бизнес-модель SFI предполагает приобретение доли в капитале компаний с большим потенциалом роста, увеличение стоимости актива через формулирование стратегии, помощь с финансированием, синергию с текущими активами, участие в управлении компанией в СД, а также максимизацию стоимости через последующую продажу или вывод на IPO.

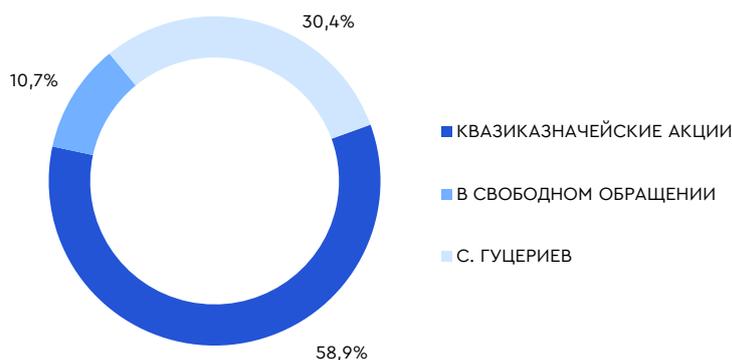
Компания также приобретает доли в публичных компаниях. По состоянию на ноябрь 2023 г. в ее владении находятся:

- 1) стратегические активы в виде 100% акций ПАО ЛК «Европлан» и 49% акций страхового дома «ВСК»;
- 2) портфельные инвестиции – 10,4% акций М.Видео-Эльдорадо и 11,2% акций Русснефти.

Текущая структура активов сформирована относительно недавно: в декабре 2020 г. были куплены акции М.Видео-Эльдорадо, в апреле 2021 г. – бумаги Русснефти. До этого компании принадлежали доли в крупных пенсионных организациях: НПФ «Сафмар» (продана группе «Регион» в марте 2021 г.) и НПФ «Моспромстрой-фонд» (продана группе «Русские фонды» в сентябре 2021 г.), а также платформа POS-кредитования «Директ Кредит» (продана в октябре 2021 г. М.Видео-Эльдорадо).

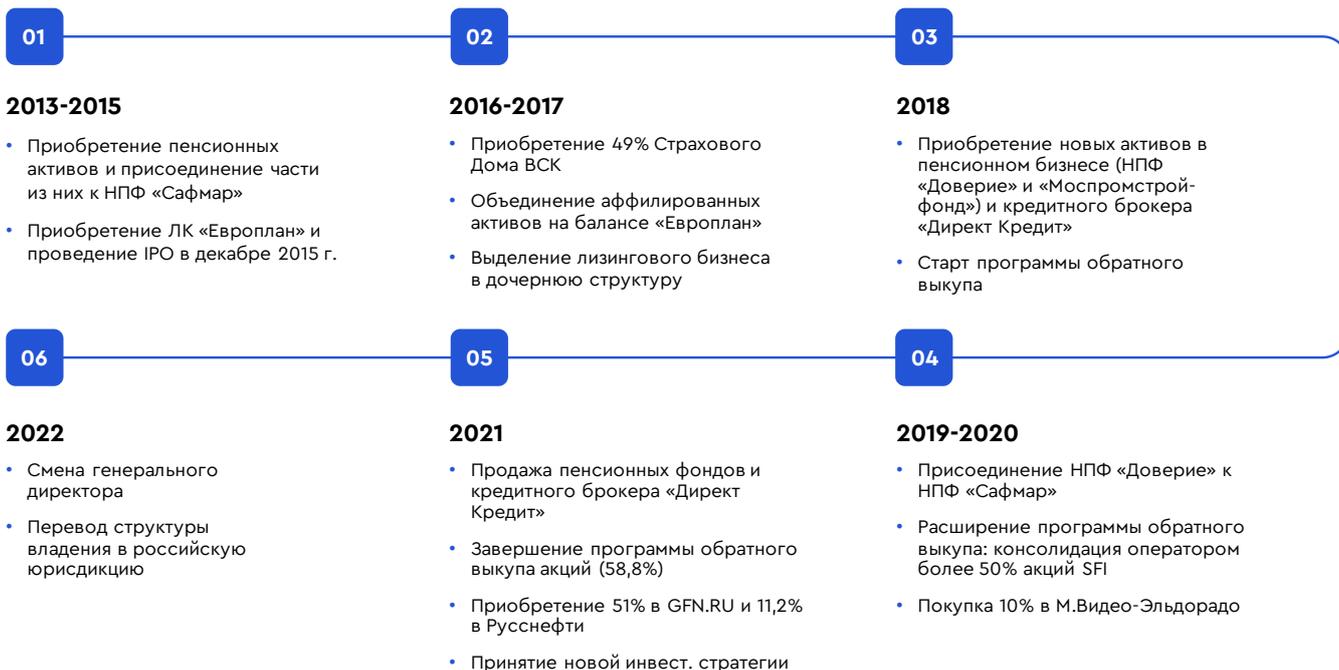
Дивидендной политикой компании предусмотрена выплата 75% от минимального показателя – чистой прибыли по РСБУ или свободного денежного потока за год.

Структура акционерного капитала Холдинга SFI



Источник: данные компании

История развития компании



Источник: данные компании

Структура активов компании

Непубличные консолидируемые активы
Финансовые вложения в публичные компании


Лидер рынка автолизинга в России*

100%
доля владения


№5 среди страховщиков России

49%
доля владения


Эксклюзивный партнер NVIDIA GeForceNow

51%
доля владения


Один из ведущих ритейлеров бытовой техники и электроники

10,4%
доля владения


В топ-10 среди нефтяных компаний России

11,2%
доля владения

* среди негосударственных автотранспортных лизинговых компаний

Источник: данные компании

ПОРТФЕЛЬ АКТИВОВ

Европлан: доля владения – 100%

ЛК «Европлан» – многолетний лидер рынка автолизинга в России, работающий со всеми видами автомобилей и спецтехники, а также оказывающий такие сопутствующие услуги, как страхование, регистрация, топливная программа и пр.

Компания имеет 85 офисов в большинстве регионов России, объем лизингового портфеля составляет 185 млрд руб., обслуживается 139 тыс. клиентов по состоянию на 30 июня 2023 г. Чистая прибыль компании за 6М23 превысила 7 млрд руб. Европлан входит в топ-3 лизинговых компаний по объему нового бизнеса, согласно данным Эксперт РА.

Объем нового бизнеса в компании за 6М23 превысил уровень 2021 г. ввиду роста средней стоимости авто, ухода иностранных конкурентов, повышения интереса к коммерческому транспорту и спецтехнике, а также смещению фокуса в сторону российских и китайских брендов.

Портфель Европлана диверсифицирован по лизингополучателям, и на 50 крупнейших клиентов приходится 8% портфеля.

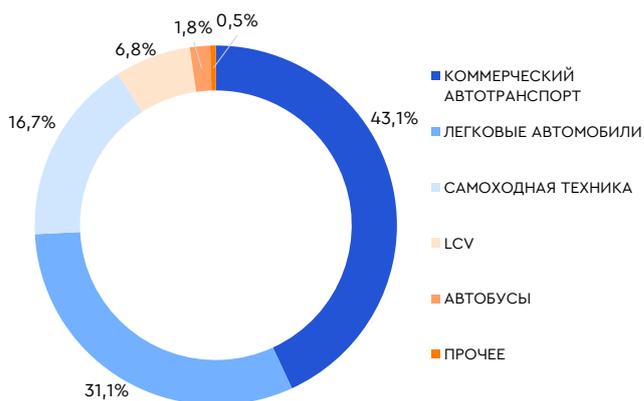
ЛК «Европлан» имеет наивысший кредитный рейтинг «ruAA» (прогноз «стабильный») среди лизинговых компаний в РФ – по версии Эксперт РА, а также рейтинг «А+» (прогноз «позитивный») – по версии АКРА.

Структура выручки по лизингополучателям за 6М23



Источник: данные компании

Структура годовой выручки по типам предметов лизинга



Источник: данные компании

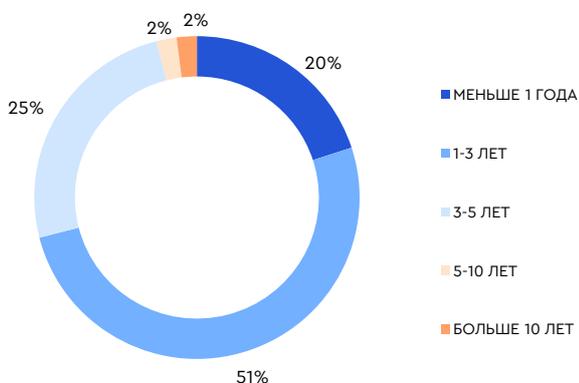
ВСК: доля владения 49%

Страховой Дом ВСК – универсальная страховая компания, с 1992 г. предоставляющая услуги физическим и юридическим лицам на территории РФ. По данным Банка России, ВСК входит в топ-10 страховых компаний страны по сборам. На рынке pop-life страхования компания занимает 5-е место с долей 6,9%. ВСК присвоены рейтинги «ruAA» от Эксперт РА и «AA» – от АКРА.

В группу ВСК входят САО ВСК, ООО «ВСК Линия жизни» и ООО «СК Интери».

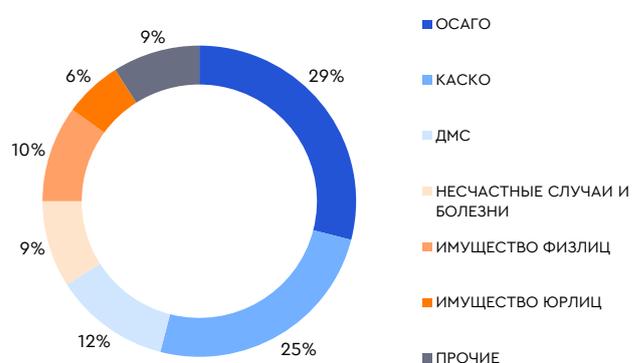
По итогам 2022 г. страховые сборы составили 102,5 млрд руб., количество клиентов – более 33 млн физлиц и более 500 тыс. юрлиц. Компания имеет свыше 500 офисов и филиалов в основных административных и промышленных центрах РФ. В конце 2016 г. компания приобрела 100% акций «БИН Страхование», а в апреле 2017 г. приняла портфель ОСАГО у «ВТБ Страхование». Комбинированный показатель убыточности (с учетом страхования жизни) в 2022 г. составил 93,1%, уровень NPS – 44%.

Дюрация страхового портфеля ВСК



Источник: данные компании

Структура страхового портфеля по видам страхования



Источник: данные компании

Русснефть: доля владения – 11,2%

НК «Русснефть» является крупной нефтяной компанией, специализирующейся преимущественно на разведке, добыче и реализации углеводородного сырья. В 2016 г. Русснефть вышла на IPO на Московской бирже, с тех пор акции компании торгуются в Первом котировальном списке.

Компания располагает сбалансированным портфелем добывающих активов в нефтяных провинциях России и перспективных проектов с потенциалом роста добычи за рубежом (Азербайджан). Структура активов в России разделена на три основные группы: Поволжская, Западно-Сибирская и Центрально-Сибирская. По состоянию на конец 2021 г. около 81% запасов нефти 2P (SPE) приходятся на Западно-Сибирскую группу, которая включает в себя месторождения в Ханты-Мансийском и Ямало-Ненецком автономных округах.

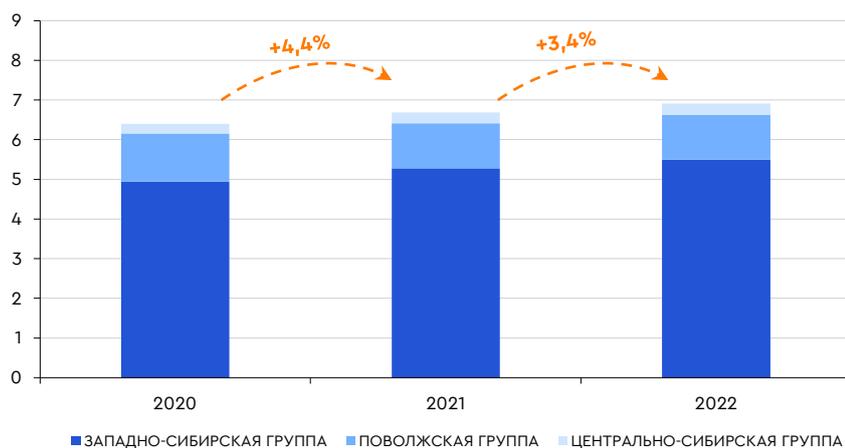
Добыча нефти в 2022 г. составила 6,914 млн тонн, что на 3,4% больше, чем годом ранее. Основной объем добычи в данный период поставлялся на НПЗ «Афипский». В 2022 г. компания экспортировала нефть в страны дальнего зарубежья.

Географическое расположение активов Русснефти в России



Источник: данные компании

Динамика добычи нефти по группам, млн тонн



Источник: данные компании

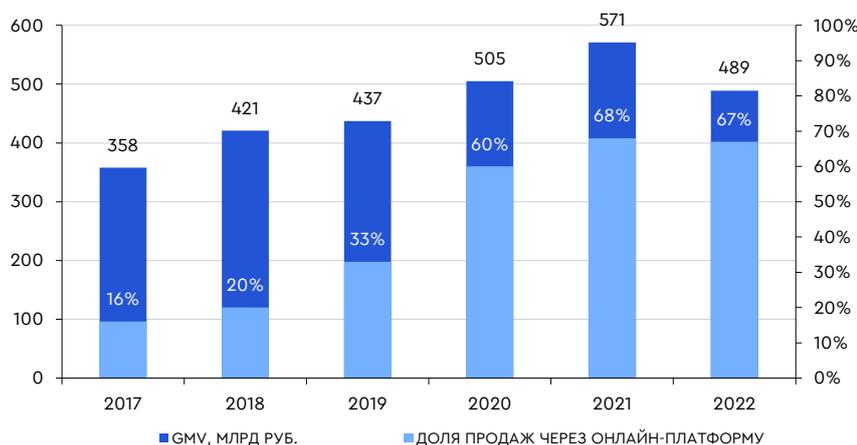
М.Видео-Эльдорадо: доля владения – 10,4%

Группа «М.Видео-Эльдорадо» – ведущая российская компания в сфере электронной коммерции и розничной торговли электроникой и бытовой техникой (БТЭ). Компания управляет двумя крупнейшими розничными сетями «М.Видео» и «Эльдорадо», включающими в общей сложности более 1 200 магазинов в 370 городах по всей России. «М.Видео-Эльдорадо» развивает омниканальную розничную модель, основанную на сочетании онлайн-бизнеса и мобильных технологий, с разветвленной сетью магазинов и сильной логистикой.

Основанная в 1993 г. компания «М.Видео» на текущий момент является вторым по величине ретейлером по продаже бытовой техники и электроники и пятым по обороту розничным оператором в России. В 2001 г. компания начала экспансию за пределы Москвы, открыв свой первый магазин в Нижнем Новгороде. В 2018 г., после слияния с крупнейшим конкурентом, сетью «Эльдорадо», оба бренда были сформированы в группу «М.Видео-Эльдорадо». В августе 2018 г. торговая сеть «М.Видео» приобрела российское подразделение немецкой розничной сети по продаже потребительской электроники «Media Markt».

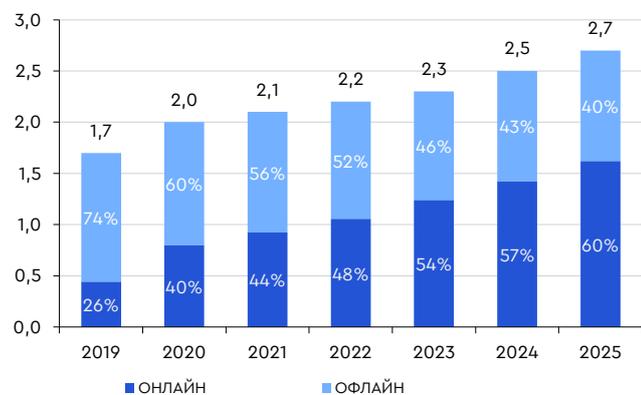
В начале ноября 2007 г. компания вышла на IPO, в ходе которого владельцы реализовали 52,5 млн акций на сумму 364,9 млн долл. Вся компания была оценена в 1 042 млн долл., а доля находящихся в свободном обращении акций составила 29%.

Динамика GMV группы «М.Видео-Эльдорадо», млрд руб.



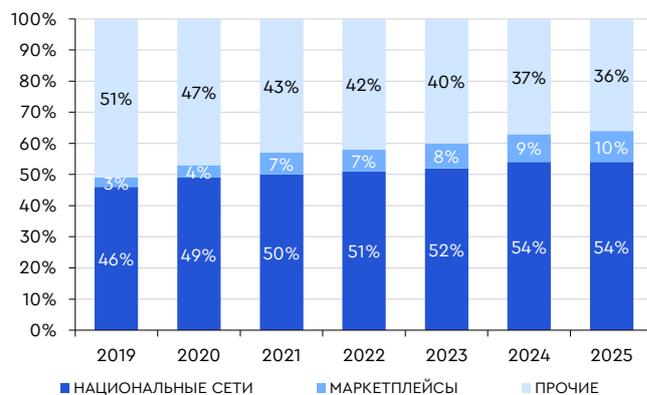
Источник: данные компании

Динамика рынка потребительской электроники, трлн руб.



Источник: GfK

Структура рынка потребительской электроники



Источник: GfK

SWOT-АНАЛИЗ SFI HOLDING

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ		СЛАБЫЕ СТОРОНЫ	
<ul style="list-style-type: none"> Низкие затраты на корпоративный центр снижают потенциальный холдинговый дисконт. Синергия основных активов: автомобили, выданные в лизинг Европланом, могут быть застрахованы по программам страхования ВСК. Устойчивое финансовое положение ключевых активов. 	<ul style="list-style-type: none"> Низкий уровень выплат дивидендов холдинга, несмотря на стабильные дивиденды от дочек. Низкий уровень диверсификации. Более половины стоимости холдинга приходится на ключевой актив – Европлан. Компания находится под внешними ограничениями, что снижает возможности приобретений и сделок с компаниями, имеющими иностранное участие. 		
ВОЗМОЖНОСТИ		УГРОЗЫ	
<ul style="list-style-type: none"> Вывод на IPO ключевых активов или продажа стратегическим инвесторам с премией. Дополнительные инвестиции в успешные проекты могут привести к увеличению стоимости. Возможность инвестиций на перспективных рынках развивающихся стран. 	<ul style="list-style-type: none"> Возможное усиление регулирования в сегментах лизинга и страхования, включающее введение обязательных нормативов и условий, может затормозить развитие бизнеса ключевых активов. Внезапные происшествия могут вызвать значительное увеличение страховых выплат по ВСК, для покрытия которых может возникнуть необходимость отвлечения денежных средств из других активов. Высокий уровень неопределенности на рынках PE/M&A в России может поставить на паузу потенциальные сделки. 		

СИЛЬНАЯ КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ПО МСФО

SFI 30 августа опубликовала отчетность по МСФО за 1П23. Ключевые показатели холдинга продемонстрировали существенный рост:

- Чистая прибыль за 1П23 составила 10,9 млрд руб., в основном благодаря росту рыночной стоимости обращающихся финансовых инструментов публичных компаний холдинга. Прибыль холдинга за 1П22, полученная в основном ЛК «Европлан» и ВСК за 1П22, была нивелирована отрицательной переоценкой акций, что резко негативно отразилось на ее размере.
- Чистые инвестиции в лизинг увеличились на 12,6% г/г до 184 млрд руб.
- Чистый процентный доход вырос на 3,9% до 6,5 млрд руб.

Результаты холдинга отражают планомерный рост ключевых активов, в частности Европлана и ВСК. При этом кратное увеличение прибыли отражает восстановление стоимости по финансовым инструментам после значительных убытков на фоне общего снижения рынка в 1П22.

SFI: финансовые результаты по МСФО, млн руб.

	1П22	1П23	Г/Г
Чистый процентный доход	6 294	6 542	3,9%
Общий доход от операционной деятельности	4 753	18 342	3,8x
Чистая прибыль	90	10 933	121x
Баланс			Г/Г
Итого активы	229 877	265 918	15,6%
Чистые инвестиции в лизинг	164 207	184 922	12,6%
Привлеченные кредиты	106 499	124 247	16,6%
Итого капитал	62 257	73 318	17,7%

Источник: данные компании

SFI: сегментный анализ, млн руб.

	1П22	1П23	Г/Г
Общий доход от операционной деятельности	4 753	18 342	3,8x
Лизинговая деятельность	10 757	13 237	23%
Страховая деятельность	450	3 084	6,8x
Сервис игрового гейминга	259	114	-56%
Портфельные инвестиции	-6 580	2 459	-
Казначейский центр	1 867	1 447	-22,5%
Межсегментные корректировки	-2 000	-1 999	-0,05%
Чистая прибыль	90	10 933	121x
Лизинговая деятельность	5 528	7 005	27%
Страховая деятельность	1 715	3 157	84%
Сервис игрового гейминга	34	-95	-
Портфельные инвестиции	-6 580	2 008	-
Казначейский центр	1 393	858	-39%
Межсегментные корректировки	-2 000	-2 000	0%

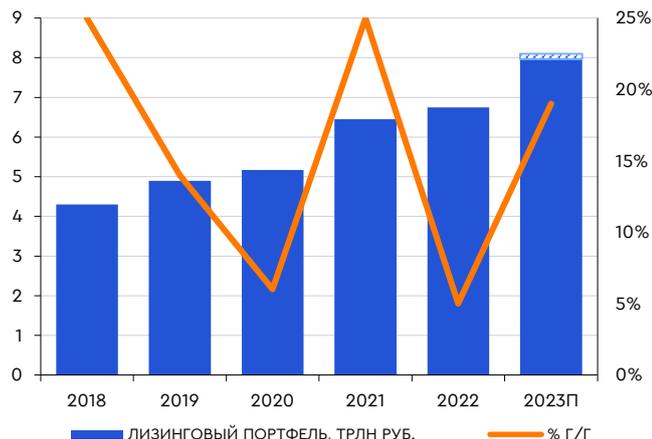
Источник: данные компании

ПРОГНОЗНАЯ МОДЕЛЬ

Европлан

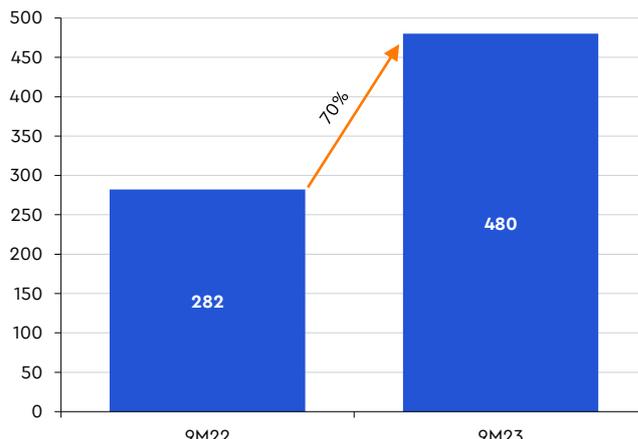
По оценкам Национального рейтингового агентства (НРА), по итогам 9М23 рынок лизинга продемонстрировал восстановление на 70% г/г в натуральных единицах и превысил показатели рекордного 2021 г. Ожидается, что рост нового бизнеса в 2023 г. составит 35% г/г, после чего последует замедление до 7–10% г/г в 2024 г. ввиду завершения цикла обновления парка корпоративного и грузового автотранспорта и жесткой денежно-кредитной политики.

Совокупный объем лизингового портфеля, трлн руб.



Источник: РА Эксперт

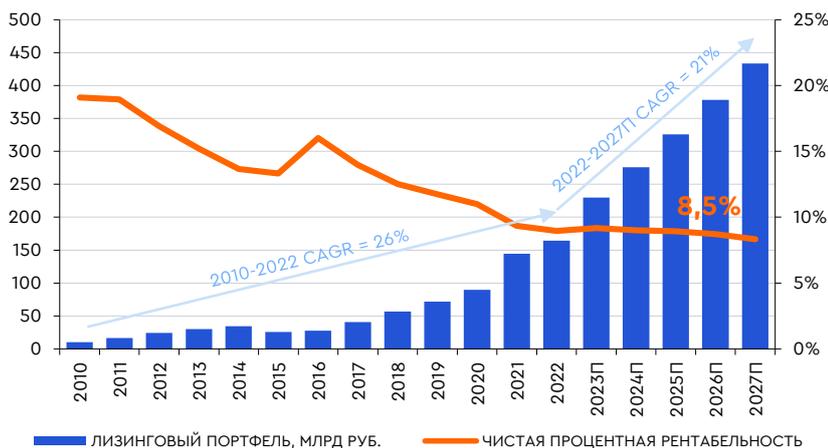
Объем нового бизнеса лизинга, тыс. ед.



Источник: НРА

Лизинговый портфель Европлана рос со среднегодовым темпом 26% в период 2010-2022 гг. В 2022 г. динамика оказалась лучше рыночной: прирост портфеля составил 14% г/г. Мы прогнозируем, что до 2027 г. портфель Европлана будет расти со среднегодовым темпом 21% благодаря повышению спроса на лизинг и увеличению средней стоимости автомобилей. По нашим оценкам, чистая процентная рентабельность будет постепенно снижаться на фоне замедления роста портфеля и усиления конкуренции, а ее средний уровень в 2023–2027 гг. составит 8,5%.

Динамика лизингового портфеля, млрд руб.

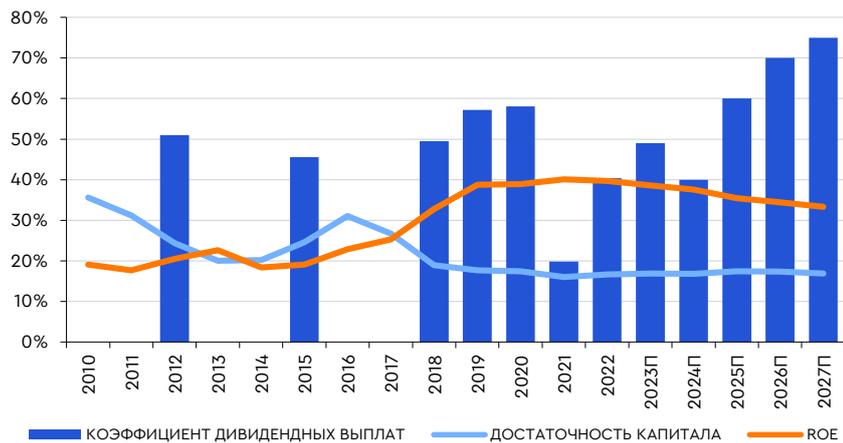


Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Дивиденды

В период 2012–2020 гг. Европлан выплачивал дивиденды в размере 50–60% чистой прибыли предыдущего года, за исключением 2013-2014 гг. и 2016-2017 гг., когда дивиденды не платились. В 2021 г. коэффициент дивидендных выплат был снижен до 20%, а в 2022 г. – восстановлен до 40%. Мы прогнозируем постепенное повышение коэффициента дивидендных выплат на фоне замедления роста лизингового портфеля и повышения достаточности капитала. По нашим оценкам, при условии поддержания достаточности капитала на уровне 17% от активов к 2027 г. коэффициент выплат может достичь 75%.

Ключевые драйверы стоимости



Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Оценка

Мы оцениваем Европлан методом дисконтирования экономической добавленной стоимости – ЭДС (Economic Value Added – EVA). Метод ЭДС позволяет оценить избыточную стоимость по сравнению с нормализованным уровнем, равным стоимости капитала. ЭДС представляет собой разницу между чистой прибылью и расчетным показателем стоимости капитала в денежном выражении. Значения ЭДС прогнозного и терминального периода дисконтируются на стоимость капитала и суммируются с текущим балансовым значением акционерного капитала.

Справедливая стоимость Европлана, рассчитанная по модели ЭДС, составляет 86 млрд руб. Параметры модели оценки приведены ниже.

Ставка дисконтирования

Безрисковая ставка	12,0%
Премия за рыночный риск	6,8%
Beta	1,0
Специфическая риск-премия	2%
Стоимость акционерного капитала	20,9%
Постпрогнозный темп роста	3%

Источник: оценки Газпромбанка

Модель оценки ЭДС, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Капитал	42 270	54 379	64 427	73 219	81 017
ROE	37,5%	36,9%	34,9%	33,9%	32,8%
Стоимость капитала (СК)	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Чистая прибыль	14 276	17 820	20 740	23 310	25 280
Теоретическая прибыль по СК	8 792	11 311	13 401	15 230	16 851
ЭДС	5 484	6 509	7 339	8 080	8 428
Фактор дисконтирования			1,21	1,46	1,76
Дисконтированная ЭДС			6 075	5 537	4 781
Капитал	42 270				
Приведенная стоимость ЭДС	16 394				
Терминальная стоимость ЭДС	27 478				
Справедливая стоимость	86 142				

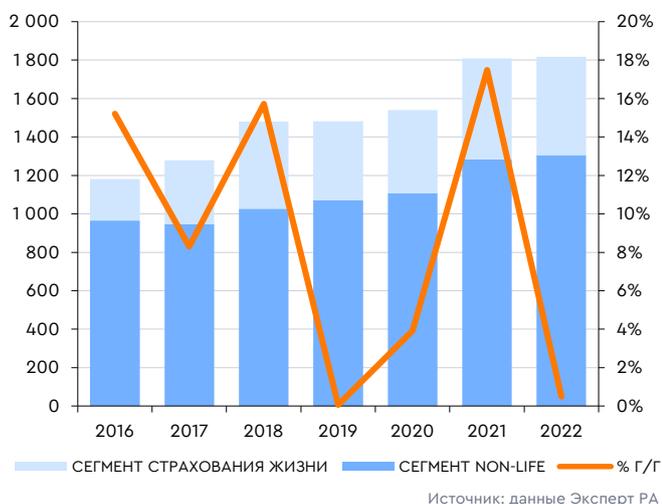
Источник: оценки Газпромбанка

ВСК

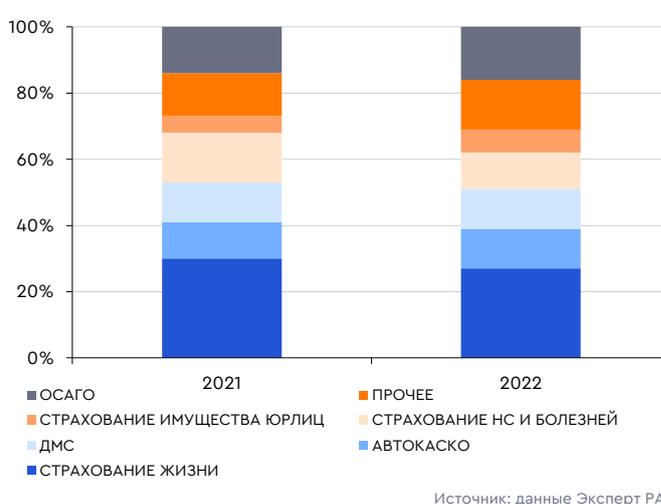
По оценкам РА «Эксперт», в 1П23 объем рынка страхования увеличился на 24% г/г до 1,073 трлн руб. Ключевыми драйверами роста выделены повышенная активность в сфере розничного кредитования, активизация сегмента НСЖ, повышенный спрос на автокаско и увеличение стоимости ОСАГО из-за подорожания автомобилей и запчастей. В 2023 г., по оценкам РА «Эксперт», прогнозируется рост в диапазоне 12–14% г/г до 2,071 трлн руб.

При этом в 2022 г. на рынке наблюдалась стагнация. По оценкам РА «Эксперт», объем рынка увеличился лишь на 0,5% за 2022 г., сохранившись на отметке 1,8 трлн руб. страховых премий, хотя за предыдущие 5 лет средние темпы прироста составляли 9%. В 1П22 на рынке преобладали негативные тенденции, сокращались премии по большинству видов страхования. В 2П22 происходило восстановление. Рынок non-life прибавил за год 1,7%, достигнув 1,3 трлн руб., а рынок страхования жизни сократился на 2,5%. Основным драйвером рынка стали ОСАГО с рекордным приростом в 21%. Больше всего пострадал сегмент страхования от несчастных случаев (НС) и болезней (-21%).

Динамика сбора страховых премий, млрд руб.



Прирост взносов в абсолютном выражении за 2022 г. по видам



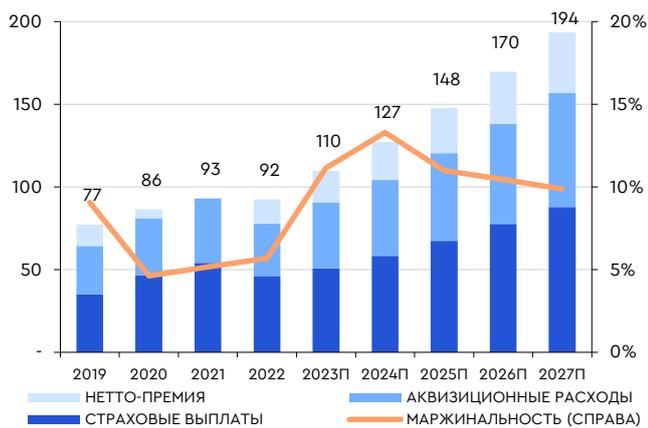
Объем заработанных страховых премий ВСК увеличился на 21% с 2019 по 2021 гг., однако снизился на 1% в 2022 г. Основными расходами компании являются выплаты по выданным премиям и аквизиционные расходы (на привлечение и удержание клиентов).

Согласно отчетности компании, в сегментах автострахования и НС страховые выплаты стабильны по отношению к объему выдач. В сегменте страхования имущества заметно снижение доли выплат, что может быть обусловлено улучшением эффективности. По сегментам ДМС заметен умеренный рост. В сегменте страхования жизни 2020-2021 гг. страховые выплаты были заметно выше объема выдач. Мы предполагаем постепенное снижение доли страхования жизни в портфеле выдач в прогнозном периоде и возвращение выплат по страхованию жизни на среднерыночный уровень с 2023 г.

Аквизиционные расходы компании в 2019–2021 гг. оставались на стабильном уровне по отношению к объему выдач, кроме сегментов ДМС, где зафиксировано снижение с 33% до 24%, и НС, где отмечен рост с 57% до 67%. Мы предполагаем сохранение новых более низких уровней аквизиционных расходов в сегменте ДМС вследствие преобладания прямого канала продаж, но возврата к среднеисторическим уровням расходов по НС ввиду присущей сегменту сезонности.

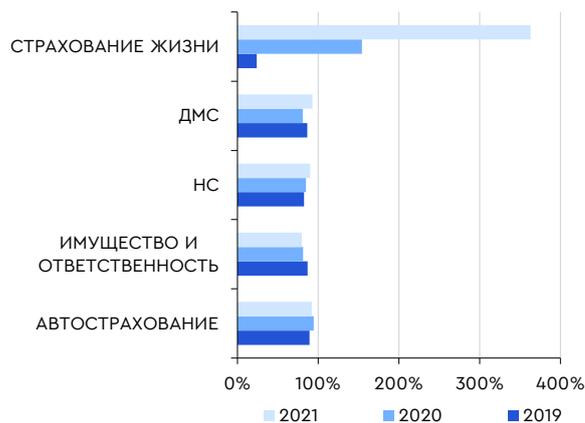
Доходность по финансовым активам компании заложена на уровне ключевой ставки, что соответствует среднеисторическому уровню.

Динамика объема заработанных страховых премий, млрд руб.



Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Страховые выплаты и аквизиционные расходы, % премии

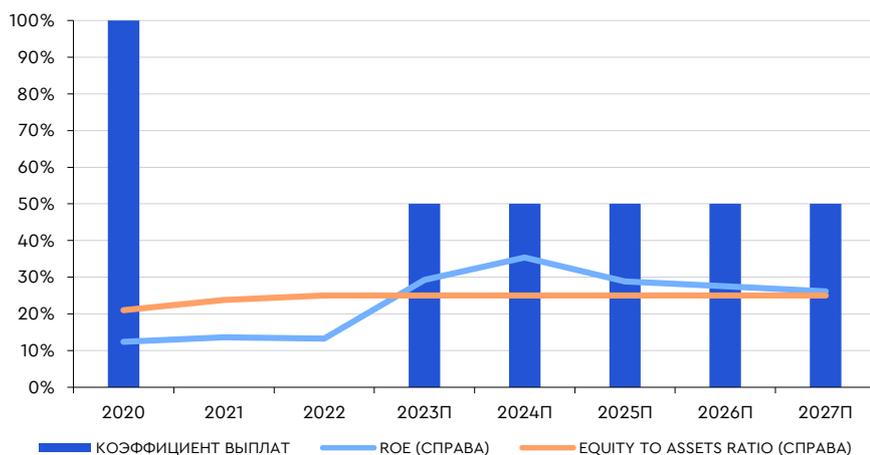


Источник: данные компании

Дивиденды

В период 2019-2020 гг. ВСК выплачивал дивиденды в размере 50-60% чистой прибыли предыдущего года, однако дивиденды не платились с 2021 г. По нашим оценкам, приостановка выплат дивидендов в 2021-2022 гг. была временной. При ожидаемом темпе роста страхового портфеля в среднем на 16% в год в прогнозном периоде и повышении эффективности выдач коэффициент дивидендных выплат в 2023-2027 гг. может составить 50%.

Ключевые драйверы стоимости



Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Оценка

Мы оцениваем ВСК методом дисконтирования экономической добавленной стоимости – ЭДС (Economic Value Added – EVA). Метод ЭДС позволяет оценить избыточную стоимость по сравнению с нормализованным уровнем, равным стоимости капитала. ЭДС представляет собой разницу между чистой прибылью и расчетным показателем стоимости капитала в денежном выражении. Значения ЭДС прогнозного и терминального периода дисконтируются на стоимость капитала и суммируются с текущим балансовым значением акционерного капитала.

Справедливая стоимость ВСК, рассчитанная по модели ЭДС, составляет 62,5 млрд руб. Параметры модели оценки приведены ниже.

Ставка дисконтирования

Безрисковая ставка	12%
Премия за рыночный риск	6,8%
Beta	1,0
Специфическая риск-премия	2%
Стоимость акционерного капитала	20,9%
Постпрогнозный темп роста	3%

Источник: оценки Газпромбанка

Модель оценки ЭДС, млн руб.

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Капитал	47 837	56 291	64 411	73 274	82 835
ROE	29,3%	35,3%	28,8%	27,5%	26,1%
Стоимость капитала (СК)	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Чистая прибыль	12 220	16 908	16 239	17 726	19 122
Теоретическая прибыль по СК	8 720	9 998	11 764	13 461	15 314
ЭДС	3 500	6 910	4 474	4 264	3 808
Фактор дисконтирования			1,21	1,46	1,77
Дисконтированная ЭДС			3 701	2 917	2 155
Капитал	41 727				
Приведенная стоимость ЭДС	8 773				
Терминальная стоимость ЭДС	12 038				
Справедливая стоимость	62 538				

Источник: оценки Газпромбанка

Русснефть

Инвестиционный кейс: существенная недооценка по мультипликаторам

Русснефть, как и другие компании нефтегазового сектора, является бенефициаром ослабления рубля, и мы ожидаем улучшения ее финансовых показателей в 2024 г. на фоне роста цен на нефть в рублевом выражении. При этом мы считаем, что акции компании существенно недооценены по сравнению с другими нефтегазовыми компаниями России по мультипликаторам. По нашим оценкам, Русснефть торгуется по мультипликатору P/E'23 с 49% дисконтом к среднему показателю в отрасли. Тем не менее, учитывая относительно небольшой размер компании и ограниченную ликвидность ее акций, мы не ожидаем резкого сокращения дисконта в ближайшие годы. Для оценки холдинга мы используем рыночную цену пакета обыкновенных акций Русснефти.

Рост финансовых показателей на ослаблении рубля

Мы полагаем, что добыча нефти компанией будет стабильна относительно достигнутых уровней и будет ограничена квотами ОПЕК+. В нашу модель прогнозов финансовых результатов компании мы закладываем добычу на уровне чуть более 6,9 млн тонн. Тем не менее мы полагаем, что выручка, EBITDA и чистая прибыль компании будут увеличиваться за счет повышения цен на нефть в рублевом выражении. По нашим оценкам, среднегодовой темп роста показателя EBITDA в 2023–2026 гг. составит 8,6%.

Дивидендные выплаты только по привилегированным акциям

Мы также не ожидаем поступления дивидендных выплат на обыкновенные акции компании (и на пакет во владении холдинга). Русснефть намерена распределять 50% чистой прибыли за вычетом расходов на обслуживание долга и капитальных затрат. За период с 2017 г. Русснефть не объявляла и не выплачивала дивиденды по обыкновенным акциям, что связано с необходимостью инвестирования и снижения долговой нагрузки.

М.Видео-Эльдорадо

Инвестиционный кейс: ведущий ретейлер БТЭ в России

Амбициозные долгосрочные планы развития

В 2021 г. Группа «М.Видео-Эльдорадо» анонсировала амбициозные планы по расширению торговой сети и росту бизнеса маркетплейса. В общей сложности до 2025 г. планируется открыть более 500 новых (в основном малоформатных) магазинов в дополнение к действовавшим на тот момент 1 074 магазинам и выйти в 100 новых небольших и малых городов в дополнение к 279, где торговая сеть уже присутствовала. Кроме того, к 2025 г. ассортимент маркетплейса планировалось увеличить более чем в 3 раза до 250 тыс. SKU и удвоить GMV до 1 трлн руб. Общий объем целевого рынка, по оценке компании, должен вырасти на 55% до 3 146 млрд руб. к 2025 г. Таким образом, М.Видео планирует занять почти треть широкого рынка товаров для дома и услуг.

Лидер новой эры рынка товаров для дома

Российский рынок БТЭ, и в более широком смысле рынок товаров и услуг для дома, входит в новый этап своего развития, где будут доминировать маркетплейсы, которые станут частью больших цифровых экосистем. У М.Видео есть хороший шанс стать одним из лидеров этого рынка. Мы также полагаем, что текущие ценовые мультипликаторы не отражают весь тот потенциал, который компания может реализовать, используя свои технологические, финансовые и менеджерские ресурсы.

2022 – год больших вызовов

В 2022 г. рынок розничной торговли БТЭ и, как следствие, бизнес группы оказался под сильнейшим ударом. Во-первых, иностранные поставщики ограничили поставки зарубежных брендов БТЭ на российский рынок. Во-вторых, покупатели снизили спрос на фоне падения потребительской уверенности из-за роста геополитической напряженности. По мере перехода населения на сберегательную модель поведения это привело к сокращению спроса на товары длительного пользования, к которым

относятся электроника и бытовая техника. В-третьих, произошло довольно существенное ослабление рубля, которое привело к удорожанию импортируемой продукции и снижению ее доступности для потребителей. Наконец, разрушение традиционных цепочек поставок вынудило компанию перейти на предоплатную модель расчетов с поставщиками, что вынудило компанию инвестировать в оборотный капитал и существенно повысило ее кредитную нагрузку. К тому же компания вынуждена была заняться поиском новых поставщиков, перенастроить логистику товарных поставок, заняться самостоятельным импортом товаров, адаптировав товарный ассортимент к новым потребительским реалиям.

Отличная ставка на восстановление потребительского спроса

В 2022–1К23 российский рынок БТЭ сузился из-за падения спроса потребителей на товары длительного пользования в связи со снижением потребительской уверенности. В 2К23 общие продажи (GMV) Группы показали рост на 26,4%/г после падения на 37,1% г/г в 1К23. Это отразило разворот потребительского тренда в 2К23 по мере реализации отложенного спроса. Мы ожидаем, что рост реальных доходов населения, начавшийся в 4К22 и продолжившийся в 2023 г., поддержит спрос на БТЭ. В этом контексте акции М.Видео выглядят отличной ставкой на восстановление потребительского спроса, в частности, на реализацию отложенного спроса на товары БТЭ.

3К23 показал впечатляющую динамику

В 3К23 общие продажи (GMV) М.Видео-Эльдорадо выросли на впечатляющие 40% г/г и составили 140,3 млрд руб., превысив аналогичные показатели рекордного 2021 г., что свидетельствует о полном восстановлении потребительского спроса. По данным управленческой отчетности, EBITDA группы выросла более чем на 80% г/г и превысила 4 млрд руб., в то время как показатель «Чистый долг/EBITDA» опустился ниже 5,0х на 30.09.23 против 5,3х на 30.06.23. При сохранении текущей операционной динамики компания покажет не только существенное улучшение долговых метрик, но и значительный рост EBITDA в следующие 12 месяцев.

ОЦЕНКА ХОЛДИНГА

Входящие дивиденды

В течение 2020-2022 г. SFI получил более 12 млрд руб. дивидендов от дочерних и ассоциированных компаний. При этом в 2021-2022 гг. коэффициент дивидендных выплат Европлана составлял 20–40% против 50–60% в 2018–2020 гг., а ВСК в 2021-2022 гг. вообще не выплачивала дивиденды из-за повышенных расходов в сегменте страхования жизни (в 2020 г. коэффициент дивидендных выплат составил 100%). Мы полагаем, что в 2023 г. компании холдинга вернуться к практике стабильных дивидендных выплат. Согласно нашим расчетам с учетом прогнозируемого роста портфеля, справедливый коэффициент дивидендных выплат Европлана составляет 75%, а ВСК – 50%. Прогнозные объемы дивидендных поступлений приведены в таблице ниже.

Оценка объема дивидендных поступлений SFI от дочерних компаний

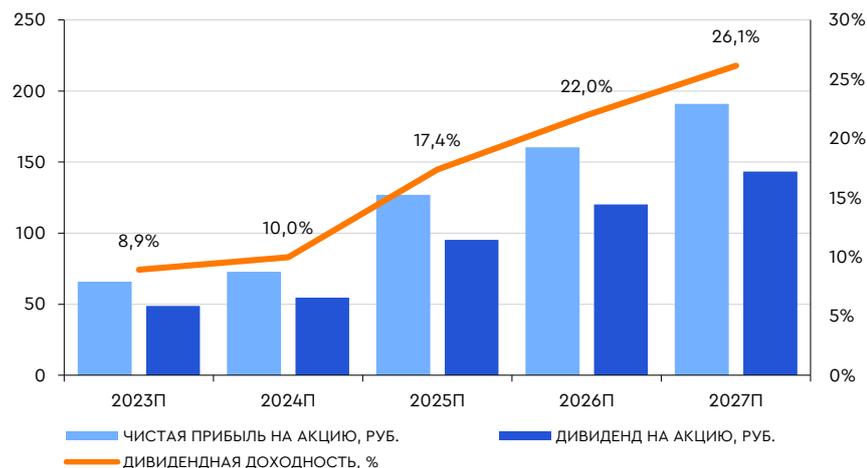
	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Входящие дивиденды	6,7	8,7	15,2	18,9	22,3
В т.ч.:					
Европлан	5,8	5,7	10,7	14,5	17,5
ВСК	0,9	3,0	4,1	4,0	4,3
М.Видео	0,0	0,0	0,3	0,4	0,5

Источник: Газпромбанк

Исходящие дивиденды

Согласно дивидендной политике, SFI планирует выплачивать не менее 75% чистой прибыли или свободного денежного потока при условии получения дивидендов от дочерних компаний. В 2023 г. SFI объявил промежуточные дивиденды по итогам 9М23 в размере 39,42 руб./акц., что соответствует доходности 7%. По нашим оценкам, финальный дивиденд за 2023 г. может составить 9,4 руб./акц., таким образом, суммарный дивиденд за 2023 г. достигнет 49 руб./акц., а дивидендная доходность – 8,9%. Мы прогнозируем, что к 2027 г. дивиденд на акцию может составить 143 руб./акц. (дивидендная доходность 26,1%), что подразумевает среднегодовой темп роста в 32%.

Прогноз дивидендных выплат и доходности SFI



Источник: Газпромбанк

Холдинговый дисконт

Исторические данные и теория

В академической финансовой литературе признается и исследуется эффект холдингового дисконта. Согласно Cruchant, 2008¹, средний дисконт, применяемый брокерами к европейским холдингам, составлял от 8 до 15% с 2002 по 2007 гг. В исследовании Bellen Villanolla² из Гарвардской школы бизнеса собраны результаты многочисленных исследований, оценивающих холдинговый дисконт от 4 до 59%.

Среди причин возникновения холдингового дисконта выделяются:

- агентские проблемы эффективной аллокации ресурсов в разрезе активов холдинга;
- меньший контроль над структурой инвестиций при покупке холдинга, а не активов по отдельности;
- повышенные расходы на содержание холдинговой структуры.

Аналоги

Согласно данным Koc Holding³, средний холдинговый дисконт за 2020–2022 гг. для компании составил от 15 до 32%, в то время как в среднем для группы аналогов он находился в диапазоне от 30 до 45%. Дисконт к стоимости чистых активов ближайшего российского аналога SFI – АФК «Система» – составляет 50%.

Справедливый уровень дисконта – 10%

Принимая во внимание высокое качество активов SFI и низкие затраты на корпоративный центр, мы оцениваем справедливый уровень холдингового дисконта для SFI на уровне 10%, что близко к нижней границе исторического диапазона выборки.

¹ https://www.vernimmen.net/ftp/Memoire_HEC_JBCruchant.pdf

² https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=402220

³ <https://www.koc.com.tr/investor-relations/why-koc-holding>

ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ

Для оценки SFI мы используем метод оценки суммы частей с применением холдингового дисконта. Для ключевых непубличных активов (Европлан, ВСК) мы используем оценку методом экономической добавленной стоимости (ЭДС). Для миноритарных пакетов в публичных компаниях мы используем текущую рыночную стоимость.

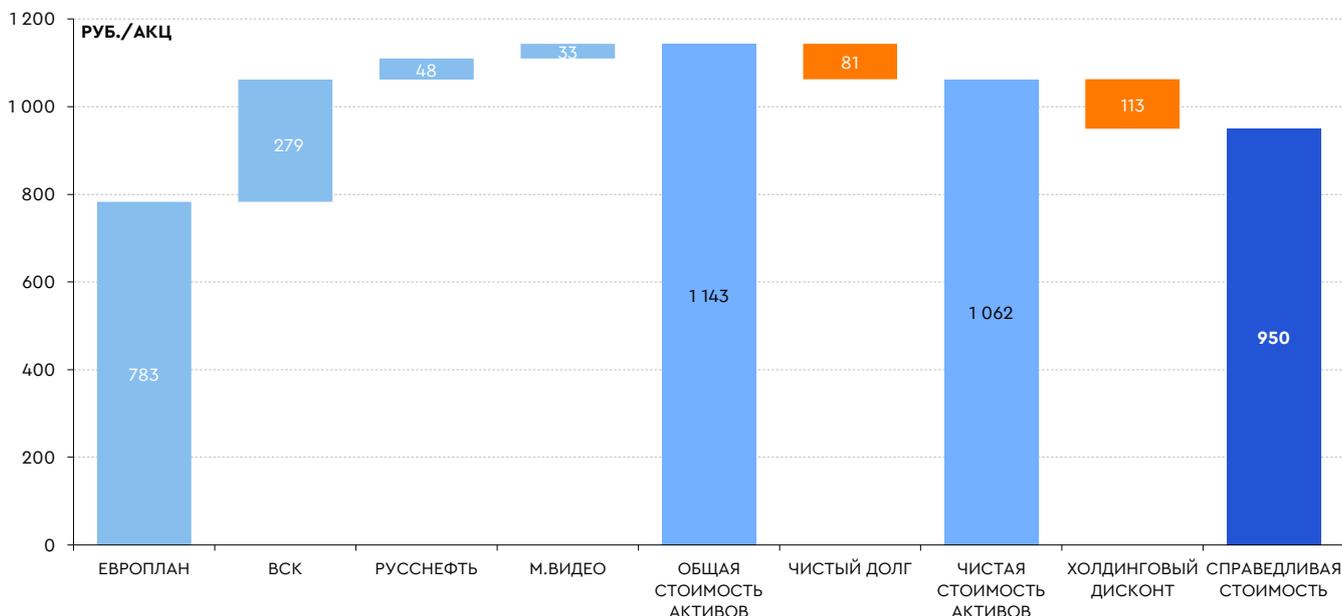
Справедливая стоимость по методу суммы частей составляет 950 руб. на акцию SFI, что подразумевает потенциал роста к текущей цене в размере 75% и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ». В текущей рыночной стоимости заложен дисконт к сумме частей на уровне 50%, и мы считаем, что такие факторы, как прозрачная трансляция дивидендов дочерних компаний акционерам холдинга, возможный листинг дочерних компаний или повышение ликвидности акций холдинга, могут способствовать сокращению дисконта до справедливого уровня.

Оценка справедливой стоимости методом суммы частей

	ДОЛЯ ВЛАДЕНИЯ	МЕТОД ОЦЕНКИ	СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ, МЛРД РУБ.	ДОЛЯ SFI, МЛРД РУБ.	НА АКЦИЮ SFI, РУБ.
Европлан	100%	ЭДС	86,1	86,1	783
ВСК	49%	ЭДС	62,5	30,6	279
Русснефть	11,2%	Рыночная стоимость	47,4	5,3	48
М.Видео	10,4%	Рыночная стоимость	35,2	3,7	33
Общая стоимость активов				125,8	1 143
Чистый долг				-8,9	-81
Чистая стоимость активов				116,9	1 062
Холдинговый дисконт			-10%	-12,4	-113
Справедливая стоимость				104,5	950

Источник: Газпромбанк

Оценка справедливой стоимости SFI



Источник: Газпромбанк

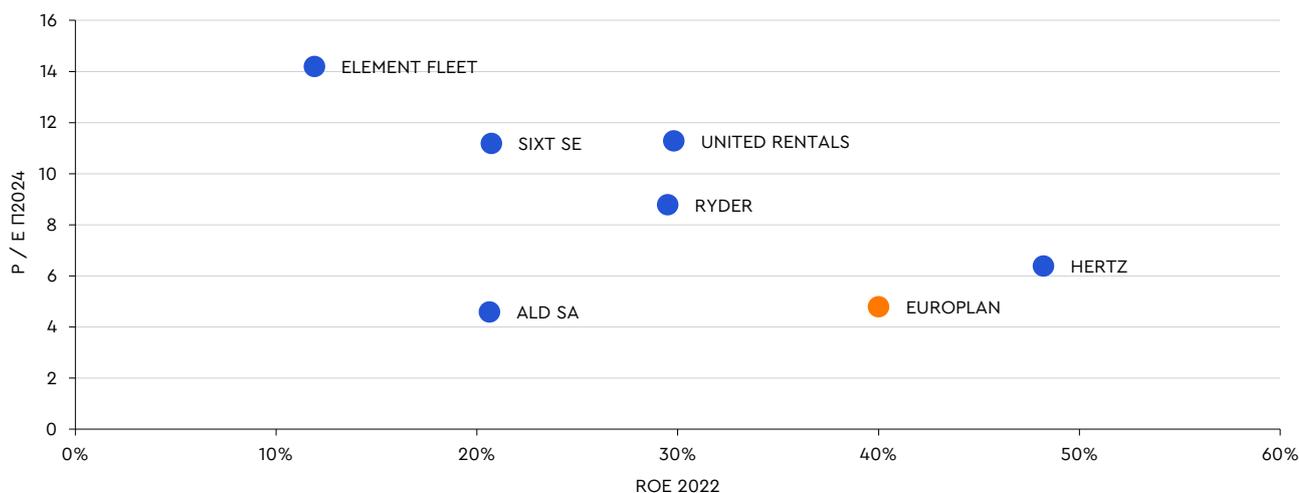
ПРИЛОЖЕНИЯ

Сравнительный метод – рыночные мультипликаторы

Европлан

Мы рассмотрели рыночные мультипликаторы международных компаний-аналогов для более полного представления об уровне справедливой стоимости ПАО «Европлан». Мы также применили к рыночным мультипликаторам международных компаний дисконт, основанный на дифференциале безрисковых ставок, чтобы учесть валютные и страновые риски. При сравнении с аналогами по показателю «P/B» мы считаем оценку Европлана обоснованной за счет более высокого показателя ROE.

Сравнение с основными международными аналогами



Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов Европлана

КОМПАНИЯ	СТРАНА	P/B		P/E	
		2022	2023П	2024П	2025П
Avis Budget Group	США	-	4,4x	7,9x	8,9x
Hertz Global Holdings	США	1,9x	4,4x	6,4x	5,1x
Sixt SE	Германия	1,7x	11,4x	11,2x	10,4x
ALD SA	Франция	1,2x	4,8x	4,6x	3,9x
Element Fleet Manager	Канада	2,2x	15,8x	14,2x	12,9x
Ryder	США	1,4x	7,8x	8,8x	8,2x
United Rentals	США	3,9x	11,6x	11,3x	11,3x
Медиана		1,7x	7,8x	8,8x	8,9x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов Европлана с учетом дисконта

КОМПАНИЯ	ДИСКОНТ	P/B		P/E	
		2022	2023П	2024П	2025П
Avis Budget Group	51,8%	-	2,1x	3,8x	4,3x
Hertz Global Holdings	51,8%	0,9x	2,1x	3,1x	2,5x
Sixt SE	59,9%	0,7x	4,6x	4,5x	4,2x
ALD SA	52,6%	0,6x	2,3x	2,2x	1,8x
Element Fleet Manager	54,3%	1,0x	7,2x	6,5x	5,9x
Ryder	51,8%	0,7x	3,8x	4,2x	4,0x
United Rentals	51,8%	1,9x	5,6x	5,5x	5,5x
Медиана		0,7x	3,8x	4,2x	4,2x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

ВСК

Мы рассмотрели рыночные мультипликаторы международных компаний-аналогов для более полного представления об уровне справедливой стоимости ВСК. Мы также применили к рыночным мультипликаторам международных компаний дисконт, основанный на дифференциале безрисковых ставок, чтобы учесть валютные и страновые риски. ВСК выглядит недооцененной относительно международных аналогов с учетом показателя ROE, который значительно превышает средний уровень.

Сравнение с основными международными аналогами



Источник: данные компании, прогнозы Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов ВСК

КОМПАНИЯ	СТРАНА	P/B		P/E	
		2022	2023П	2024П	2025П
Allstate Corporation	США	2,3x	-	11,1x	8,6x
American International Group	США	1,2x	9,3x	8,7x	8,2x
Chubb Limited	США	1,9x	11,4x	10,6x	9,7x
Progressive Corporation	США	5,3x	30,0x	19,8x	16,4x
MetLife	США	2,3x	8,0x	7,1x	6,7x
Prudential Financial	США	2,2x	7,8x	7,1x	6,7x
Travelers Companies	США	2,2x	15,3x	10,0x	9,1x
Aflac Incorporated	США	1,9x	12,4x	13,3x	13,0x
Cigna Corporation	США	2,2x	11,2x	10,2x	9,4x
Hartford Financial Services Group	США	1,9x	9,0x	8,0x	7,3x
Allianz SE	Германия	1,6x	9,8x	9,0x	8,4x
AXA SA	Франция	1,4x	8,1x	7,8x	7,4x
Generali Group	Италия	1,6x	8,2x	7,8x	7,3x
Manulife Financial Corporation	Канада	0,9x	7,5x	7,1x	6,7x
Ping An Insurance Group Company of China Ltd	Китай	1,0x	6,5x	5,1x	4,5x
Zurich Insurance Group AG	Швейцария	2,7x	13,9x	13,0x	12,3x
Медиана		1,9x	9,2x	8,9x	8,3x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Рыночные мультипликаторы публичных компаний-аналогов ВСК с учетом дисконта

КОМПАНИЯ	ДИСКОНТ	P/B		P/E	
		2022	2023П	2024П	2025П
Allstate Corporation	51,8%	1,1x	-	5,4x	4,1x
American International	51,8%	0,6x	4,5x	4,2x	4,0x
Chubb Limited	51,8%	0,9x	5,5x	5,1x	4,7x
Progressive Corporation	51,8%	2,6x	14,5x	9,6x	7,9x
MetLife	51,8%	1,1x	3,9x	3,4x	3,2x
Prudential Financial	51,8%	1,1x	3,8x	3,4x	3,2x
Travelers Companies	51,8%	1,1x	7,4x	4,8x	4,4x
Aflac Incorporated	51,8%	0,9x	6,0x	6,4x	6,3x
Cigna Corporation	51,8%	1,1x	5,4x	4,9x	4,5x
Hatford Financial Services	51,8%	0,9x	4,3x	3,9x	3,5x
Allianz SE	59,9%	0,6x	3,9x	3,6x	3,4x
AXA SA	52,9%	0,7x	3,8x	3,7x	3,5x
Generali Group	33,3%	1,1x	5,5x	5,2x	4,9x
Manulife Financial Corp	54,3%	0,4x	3,4x	3,2x	3,1x
Ping An Insurance Group	53,3%	0,5x	3,0x	2,4x	2,1x
Zurich Insurance Group	68,1%	0,9x	4,4x	4,1x	3,9x
Медиана		0,9x	4,4x	4,2x	3,9x

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Русснефть

Мультипликаторы P/E нефтегазовых компаний

Компания	2023П	2024П	2025П
Газпром	2,8	2,8	4,2
Роснефть	5,5	5,9	6,6
Транснефть	4,3	4,2	4,2
ЛУКОЙЛ	4,2	4,3	4,9
Газпром нефть	5,6	5,8	5,8
Татнефть	4,7	4,4	4,9
Сургутнефтегаз	5,4	2,9	3,0
Среднее	4,7	4,3	4,8
Русснефть	2,4	2,0	1,9
Дисконт	-49%	-54%	-60%

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

М.Видео-Эльдорадо

Оценочные мультипликаторы компании по текущей и справедливой оценке

	2023П	2024П	2025П
EV/EBITDA			
Текущие	4,5x	3,5x	3,3x
Справедливые	4,8x	3,8x	3,5x
P/E			
Текущие	Отр.	36,1x	10,8x
Справедливые	Отр.	43,2x	12,9x

Источник: Газпромбанк

Финансовые показатели

Европлан

Основные показатели баланса, млн руб.

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Инвестиции в лизинг	89 747	144 591	164 207	229 890	275 868	325 524	378 259	433 409
Прочие активы	9 322	26 393	25 086	35 121	42 145	49 731	57 787	66 213
Активы	99 069	170 984	189 293	265 011	318 013	375 255	436 046	499 622
Кредиты и займы	74 141	133 302	141 652	169 982	203 978	244 774	293 729	352 475
Прочие обязательства	7 790	11 549	13 821	52 759	59 655	66 054	69 098	66 131
Обязательства	81 931	144 851	155 473	222 741	263 633	310 828	362 827	418 605
Капитал	17 138	26 133	33 820	42 270	54 379	64 427	73 219	81 017

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Основные показатели отчета о прибыли и убытках, млн руб.

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Процентные доходы	14 286	18 735	27 755	35 422	45 459	54 054	63 258	72 954
Процентные расходы	-5 429	-7 789	-13 913	-17 951	-23 411	-28 093	-33 712	-40 454
Чистые процентные доходы	8 857	10 946	13 842	17 471	22 048	25 961	29 546	32 500
Прочие	4 189	6 770	10 030	11 358	14 576	17 332	20 283	23 392
Операционная прибыль	12 682	17 431	22 520	27 693	35 166	41 560	47 800	53 553
Операционные расходы	-5 101	-6 540	-7 654	-9 845	-12 887	-15 631	-18 658	-21 948
Прибыль до налогов	7 581	10 891	14 866	17 848	22 278	25 929	29 142	31 605
Налог на прибыль	-1 537	-2 219	-2 975	-3 572	-4 459	-5 189	-5 832	-6 325
Чистая прибыль	6 044	8 673	11 891	14 276	17 820	20 740	23 310	25 280

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Ключевые показатели эффективности

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
ROE	38,9%	40,1%	39,7%	37,5%	36,9%	34,9%	33,9%	32,8%
ROA	6,8%	6,4%	6,6%	6,3%	6,1%	6,0%	5,7%	5,4%
Достаточность капитала	17,4%	16,0%	16,6%	16,7%	16,6%	17,1%	17,0%	16,5%
Дивиденды	2 801	1 200	3 500	5 826	5 710	10 692	14 518	17 483
Коэффициент дивидендных выплат	58%	20%	40%	49%	40%	60%	70%	75%

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

ВСК

Основные показатели баланса, млн руб.

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Активы	159 009	157 271	166 979	191 431	225 263	257 756	293 223	331 484
Финансовые активы	105 782	103 138	101 631	107 741	116 195	124 315	133 178	142 739
Обязательства	125 684	119 805	125 252	143 594	168 971	193 344	219 948	248 648
Капитал	33 324	37 466	41 727	47 837	56 291	64 411	73 274	82 835

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Основные показатели отчета о прибыли и убытках, млн руб.

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Заработанная премия (нетто)	86 442	92 986	92 469	109 706	127 258	147 620	169 763	193 530
Страховые выплаты	-46 475	-54 004	-46 035	-50 638	-58 279	-67 250	-77 547	-87 739
Аквизиционные расходы	-34 540	-38 938	-31 801	-40 147	-46 038	-53 235	-60 476	-69 254
Управленческие расходы	-8 858	-8 937	-10 294	-11 833	-13 158	-14 211	-15 348	-16 576
Результат от инвестиционной деятельности	8 471	10 100	476	10 468	14 006	10 457	9 323	7 990
Прибыль до налогов	5 414	5 877	6 817	15 276	21 135	20 299	22 157	23 902
Налог на прибыль	-1 430	-1 073	-1 574	-3 055	-4 227	-4 059	-4 431	-4 780
Чистая прибыль	3 984	4 803	5 243	12 221	16 908	16 240	17 726	19 122

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Ключевые показатели эффективности

	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
ROE	12,3%	13,6%	13,2%	29,3%	35,3%	28,8%	27,5%	26,1%
ROA	2,5%	3,0%	3,2%	6,8%	8,1%	6,7%	6,4%	6,1%
Коэффициент дивидендных выплат	100%	0%	0%	50%	50%	50%	50%	50%

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

М.Видео-Эльдорадо

Финансовые показатели, млн руб.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023П	2024П	2025П	2026П
Общая выручка	321 066	365 216	422 089	476 364	402 462	517 680	579 007	629 327	668 545
ЕВИТДА	19 826	31 116	30 892	33 364	36 978	51 549	63 157	69 275	73 592
Рентабельность по ЕВИТДА	6,2%	8,5%	7,3%	7,0%	9,2%	10,0%	10,9%	11,0%	11,0%
Чистая прибыль	8 615	7 134	6 541	-4 003	-10 299	-6 673	960	3 202	4 031

Источник: данные компании, Газпромбанк

Русснефть

Финансовые показатели, млн руб.

	2020	2021	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
Выручка	133 196	269 371	255 100	212 629	271 163	279 996	292 478	291 355
ЕВИТДА	24 800	72 210	72 631	50 898	57 658	58 954	65 136	62 628
Рентабельность по ЕВИТДА	18,6%	26,8%	28,5%	23,9%	21,3%	21,1%	22,3%	21,5%
Чистая прибыль	-21 300	32 781	43 332	25 723	30 793	31 650	36 371	34 098

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ