

8 октября 2020 г.

АФК Система (AFKS, RUB)

Рекомендация: АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Риск: УМЕРЕННЫЙ

Торговая площадка: Московская биржа, LSE

Целевая цена: 31,0 руб.

Цена сделки: 23,5 руб.

Потенциал роста: 32%

Форвардная дивидендная доходность: 5% годовых

Инвестиционный горизонт: 6 месяцев

Рекомендуемая доля в портфеле: 10%

Капитализация: 227 млрд руб.

Среднедневной оборот: 0,65 млрд руб.

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2019	2020П	2021П
Финансовые показатели			
Выручка, млрд руб.	657	658	668
Выручка, г/г	-16%	0%	1%
EBITDA, млрд руб.	224	231	237
EBITDA, г/г	-16%	3%	3%
Чистая прибыль, млрд руб.	29	43	111
Чистая прибыль, г/г	Н/Д	51%	156%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность EBITDA	34%	35%	36%
Чистый долг / EBITDA	2,5x	2,6x	2,5x
P/E	7,9x	5,3x	2,1x
EV/EBITDA	3,5x	3,6x	3,5x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, руб.	0,10	1,20	1,50
Дивидендная доходность	0,6%	5,1%	6,4%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

Инвестиционная идея

АФК «Система»

От непубличного к публичному

- **АФК «Система» – частная публичная финансовая корпорация, инвестирующая в различные сектора российской экономики.**
- **За последние два с половиной года «Система» снизила чистую задолженность на уровне корпоративного центра примерно на 50 млрд руб. и сократила стоимость обслуживания долга вдвое.**
- **Уже в следующем году «Система» может вернуться к полноценной дивидендной политике: ожидаемый денежный поток на КЦ позволит это сделать.**
- **Однако главный долгосрочный драйвер роста капитализации АФК – раскрытие стоимости непубличных активов. Вывод на IPO OZON может стать мощным шагом в данном направлении.**

О компании

АФК «Система» – частная публичная финансовая корпорация, инвестирующая в различные сектора российской экономики. Самым значительным активом компании является контрольный пакет крупнейшего российского оператора мобильной связи - МТС. Помимо этого, в инвестиционный портфель «Системы» входят компании: «Детский мир», Ozon (розничная торговля); Segezha Group (лесопереработка), Агрохолдинг Степь (сельское хозяйство), РТИ (высокие технологии), «Медси» (медицинские услуги), БЭСК (электроэнергетика), ряд менее крупных компаний в недвижимости, фармацевтике, гостиничном бизнесе и еще ряд менее крупных активов. Также в периметре АФК «Системы» имеются три венчурных фонда (совокупный целевой объем инвестиций порядка \$300 млн), фонд прямых инвестиций (целевой объем \$100 млн) и УК Система Капитал (150 млрд руб. под управлением). Основным акционером корпорации является председатель ее совета директоров Владимир Евтушенков (64,2% акций).

Финансы и перспективы развития

В конце 2017 года в рамках досудебного урегулирования корпоративного конфликта с «Роснефтью» «Система» выплатила в пользу «Башнефти» 100 млрд рублей, почти вдвое увеличив долг на корпоративном центре (КЦ). Эта история временно лишила АФК инвестиционной привлекательности, однако не стала фатальной для самой финансовой корпорации. За прошедшие с тех пор два с половиной года «Система» сократила чистую задолженность на уровне корпоративного центра примерно на 50 млрд руб. до 175 млрд руб. Благодаря снизившимся процентным ставкам, стоимость обслуживания долга для АФК сократилась за тот же период почти в два раза. Более того, в настоящий момент холдинг все еще имеет пространство для дальнейшего удешевления пассивной базы, и уже в следующем году, по нашим оценкам, процентные платежи составят примерно 12 млрд руб. При этом на корпоративном центре имеется портфель финансовых займов дочерним структурам совокупным объемом около 48 млрд руб. С учетом доходов по ним чистые процентные расходы КЦ в следующем году составят около 8 млрд руб. (см. диаграмму 1). Без учета продажи активов, ряда нерегулярных доходов и прибыли дочерних компаний, АФК «Система» может заработать около 14 млрд руб.

BUY

чистой прибыли в 2021 году. При этом для возврата к прежней дивидендной политике (доходность не менее 6% по средневзвешенной стоимости акции за год или не менее 1,19 руб. в год) необходимо чуть более 11 млрд руб., так что такая возможность появляется уже с чисто математической точки зрения.

Помимо сокращения долговой нагрузки и возврата к полноценной дивидендной политике, еще более важным фактором с точки зрения раскрытия стоимости «Системы» является вывод в публичную плоскость ее непубличных активов. Традиционно холдинг оценивался рынком примерно на уровне суммы капитализации долей в рыночных активах (см. диаграмму 2). Однако в недрах АФК есть значительное число уже вполне сформировавшихся и перспективных бизнесов, стоимость которых фондовый рынок пока в большей степени игнорирует. Уже в следующем году мы можем увидеть публичное размещение как минимум OZON и Segezha Group, что, очевидно, переведет к переоценке капитализации всей АФК «Системы».

Диаграмма 1. Денежный поток на КЦ в 2021 году (млрд руб.)

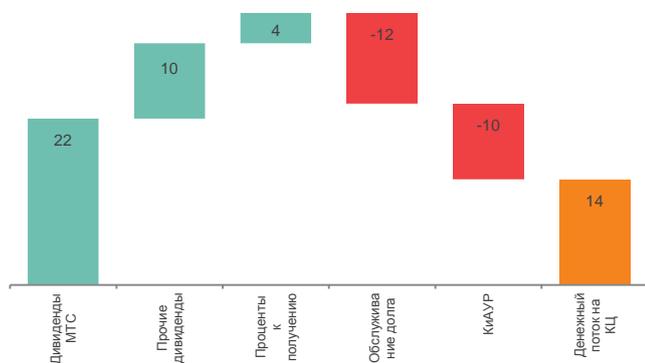


Диаграмма 2. Стоимость АФК «Системы» в сравнении с капитализацией ее долей в публичных активах



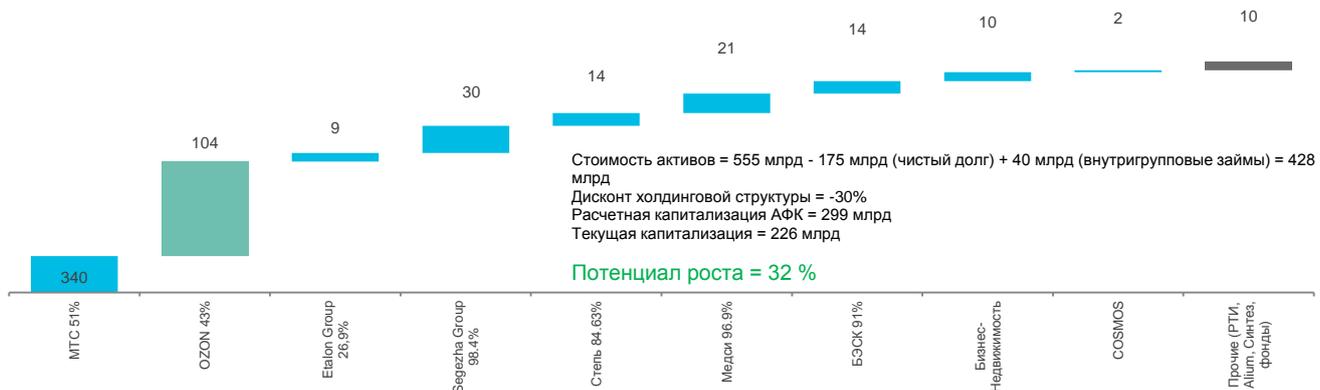
Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Оценка стоимости

Для оценки стоимости АФК «Система» мы попробуем консервативно оценить стоимость подконтрольных АФК активов (см. диаграмму 3). Для публичных компаний, МТС и Etalon Group, будем опираться на их рыночную капитализацию, хотя даже для обоих указанных компаний на годовом горизонте мы видим заметный потенциал роста.

В конце сентября на Варшавской бирже состоялось IPO местного маркетплейса Allegro, которого инвесторы оценили в 1,5 GMV'2020 (GMV = gross merchandise value = оборот). Применяя данный мультипликатор для OZON, получим оценку последнего в районе 254 млрд руб., или 104 млрд руб. за 41% эффективной доли владения АФК.

Диаграмма 3. Оценка стоимости активов АФК «Системы»



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Для оценки Segezha Group, агрохолдинга «Степь» и «Медси» мы брали довольно консервативный коэффициент $EV/EBITDA = 5,0x$, и результат корректировали на размер чистого долга. Для расчета стоимости БЭСК использовался средний мультипликатор для российских электросетевых компаний на уровне $EV/EBITDA = 2,5x$. Для недвижимости и гостиниц из-за того, что текущий год получается очень непростым, мы взяли кратно меньшую оценку, чем ранее фигурировали в прессе. Стоимость остальных активов, не вдаваясь в детали, грубо оценили в 10 млрд руб. Стоимость только УК Система Капитал со 150 млрд руб. под управлением может быть близка к данной величине.

Просуммировав все полученные оценки с поправкой на чистый долг на КЦ и внутригрупповые займы, а также применив дисконт для холдинга на уровне 30%, получим оценку справедливой стоимости АФК на уровне 299 млрд руб., или 31 руб. за одну акцию (см. диаграмму 3).

Риски

На горизонте от месяца до полугода не исключено ухудшение глобальной эпидемиологической обстановки (вторая волна COVID-19), что может негативно сказаться на экономической активности и привести к коррекции фондовых рынков. В таком случае акции АФК могут оказаться под давлением, а OZON перенести сроки своего IPO. В таком случае срок реализации данной инвестиционной идеи, скорее всего, увеличится.

МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифе «Ваш финансовый аналитик» <https://open-broker.ru/trading/your-financial-analyst/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф «Личный брокер» <http://private.open-broker.ru/>

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ

clients@open.ru

Личные брокеры

Николай Рузайкин
Начальник управления
<http://private.open-broker.ru/>
+7 (495) 777-34-87

Еврооблигации

Диск облигаций
8 800 500-99-66

Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

Аналитики

Константин Бушуев, PhD
Главный инвестиционный стратег:
макрэкономика, стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик: российские акции
и облигации

Илья Мартыненко
Технический аналитик

Михаил Шульгин
Начальник отдела
глобальных исследований

Оксана Лукичева
Аналитик: товарные рынки

Иван Авсейко
Аналитик: международные рынки

Алексей Корнилов, CFA
Аналитик: международные рынки

Андрей Кочетков, PhD
Ведущий аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2020

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположений относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Содержащаяся в аналитическом отчете инвестиционная идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату инвестиционной идеи; оба показателя указаны в инвестиционной идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в аналитический отчет изменения с целью актуализации указанной в нем информации. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным. Какие-либо из указанных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Упомянутые в представленном сообщении операции и (или) финансовые инструменты ни при каких обстоятельствах не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Открытие Брокер не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации. Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

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

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