



Российские акции / Финансовые холдинги

АФК «Система» От непубличного к публичному

BUY

АФК «Система»	AFKS
Рекомендация	АКТИВНО ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	Мосбиржа, LSE
Целевая цена	₽38,6
Цена сделки	₽32,0
Потенциал роста	20%
Инвестиционный горизонт	1 месяц
Рекомендуемая доля в портфеле	10%
Капитализация	₽313 млрд
Среднедневной оборот	₽0,8 млрд

- Главный долгосрочный драйвер роста капитализации АФК «Система» – раскрытие стоимости непубличных активов, посредством их вывода на фондовый рынок.
- IPO OZON, являющегося одним из быстрорастущих российских представителей электронной коммерции, становится мощным драйвером роста акций АФК «Система».
- За последние два с половиной года «Система» снизила чистую задолженность на уровне корпоративного центра и уже в следующем году может вернуться к полноценной дивидендной политике, что может стать новым драйвером роста стоимости акций компании.

Динамика котировок



О компании

АФК «Система» – частная публичная холдинговая компания, 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: Ozon (e-commerce); Segezha Group (лесопереработка), Агрохолдинг Степь (сельское хозяйство), РТИ (высокие технологии), «Медси» (медицинские услуги), БЭСК (электроэнергетика), ряд компаний в недвижимости, фармацевтике, гостиничном бизнесе и еще перечень небольших 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).

Основные финансовые показатели (non-GAAP)

Отчетный год	2019	2020П	2021П
Финансовые показатели			
Выручка, ₽ млрд	657	658	668
Выручка, г/г	-16%	0%	1%
ЕБИТДА, ₽ млрд	224	231	237
ЕБИТДА, г/г	-16%	3%	3%
Чистая прибыль, ₽ млрд	29	43	111
Чистая прибыль, г/г	Н/Д	51%	156%
Коэффициенты и мультипликаторы			
Рентабельность ЕБИТДА	34%	35%	36%
Чистый долг / ЕБИТДА	2,5x	2,6x	2,5x
Р/Е	10,6x	7,2x	2,8x
EV/ЕБИТДА	4,0x	3,8x	3,7x
Дивиденды			
Дивиденд на акцию, ₽	0,10	1,19	1,19
Див. доходность	0,3%	3,7%	3,7%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

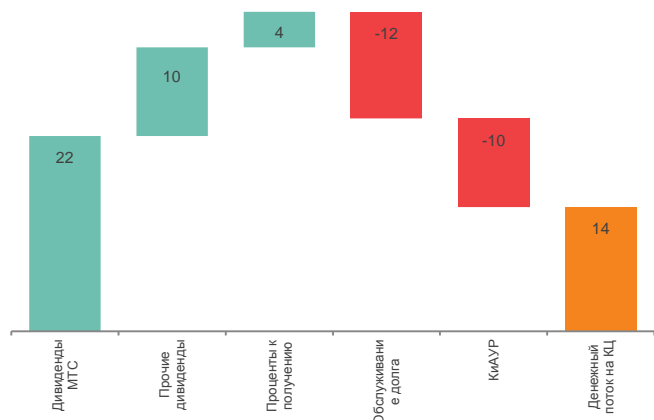
Финансы и перспективы

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., приведя долговую нагрузку к управляемому и сбалансированному виду. Плюс за последний год прилично снизились процентные ставки. В результате стоимость обслуживания долга для «Системы» сократилась почти в два раза. 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). Таким образом, без учета продажи активов, ряда нерегулярных доходов и прибыли дочерних компаний, АФК «Система» может заработать около 14 млрд руб. 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.

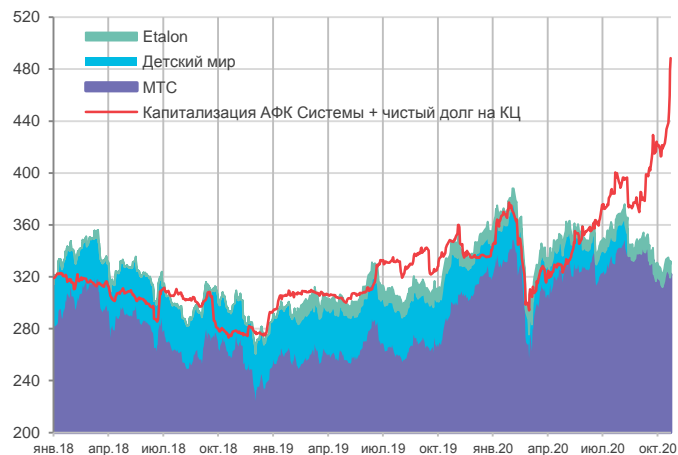
Помимо сокращения долговой нагрузки и возврата к полноценной дивидендной политике, еще более важным фактором с точки зрения раскрытия акционерной стоимости «Системы» является вывод на фондовый рынок ее непубличных активов через публичное предложение акций (IPO). Традиционно холдинг оценивался рынком 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 до конца ноября IPO на NASDAQ и Мосбирже планирует провести интернет-ритейлер Ozon. Учитывая предварительные оценки организаторов, эта история уже становится мощным драйвером еще одного витка роста акций АФК «Система».

Диаграмма 1. Денежные потоки на корпоративном центре в 2021 году (млрд руб.)



Источники: Данные компании, расчёты «Открытие Брокер»

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

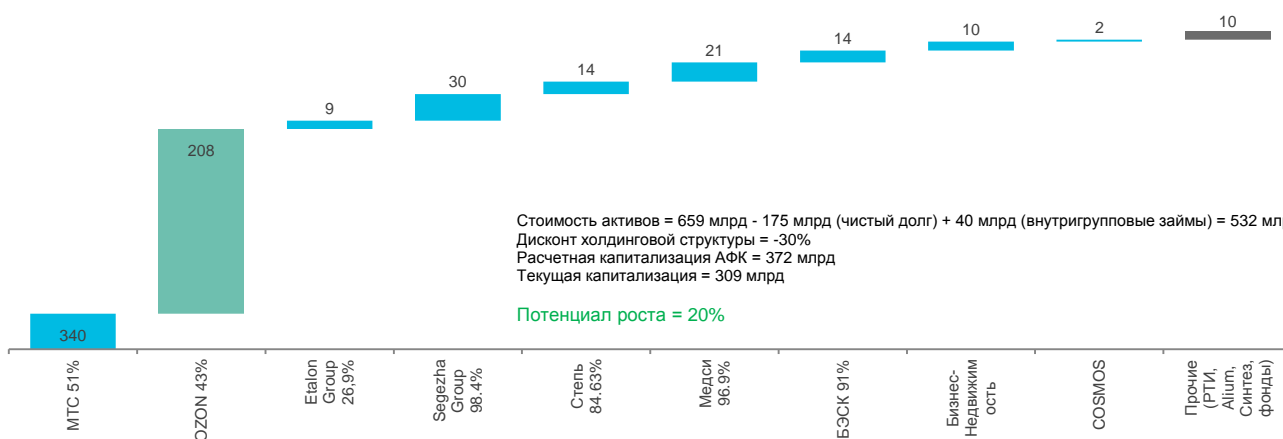


Источники: Данные компании, расчёты «Открытие Брокер»

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.

Диаграмма 3. Оценка стоимости активов АФК «Системы»



Стоимость активов = 659 млрд - 175 млрд (чистый долг) + 40 млрд (внутригрупповые займы) = 532 млрд
 Дисконт холдинговой структуры = -30%
 Расчетная капитализация АФК = 372 млрд
 Текущая капитализация = 309 млрд

Потенциал роста = 20%

Источники: расчёты «Открытие Брокер»

Как мы уже отмечали, в настоящий момент главным фактором переоценки стоимости «Системы» является IPO Ozon. По предварительной информации, road show маркетплейса стартует уже в среду, тогда как диапазон оценок организаторов очень широк и составляет \$4-12 млрд. И у нас сегодня есть все основания считать, что размещение посередине указанного интервала более чем реален. Напомним, что в начале октября на Варшавской бирже состоялось IPO местного маркетплейса Allegro, которого инвесторы оценили в 1,5 GMV'2020 (GMV =

gross merchandise value = оборот). При этом буквально через неделю после начала торгов капитализация компании удвоилась, т.е. упомянутый мультипликатор увеличился до 3,0х. Применяя его для оценки Ozon, получим стоимость последнего в районе 508 млрд руб., или 208 млрд руб. за 41% эффективной доли владения АФК.

Для оценки Segezha Group, агрохолдинга «Степь» и «Медси» мы брали довольно консервативный коэффициент EV/EBITDA = 5,0х, и результат корректировали на размер чистого долга. Для расчета стоимости БЭСК использовался средний мультипликатор для российских электросетевых компаний на уровне EV/EBITDA = 2,5х. Для недвижимости и гостиниц из-за того, что текущий год получается очень непростым, мы взяликратно меньшую оценку, чем ранее фигурировали в прессе. Стоимость остальных активов, мы, базируясь на отчетности компании, 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 372 млрд руб., или 38,6 руб. за одну акцию (см. диаграмму 3).

Риски

- На горизонте от месяца до полугода не исключено ухудшение глобальной эпидемиологической обстановки (дополнительная волна COVID-19), что может негативно сказаться на экономической активности и привести к коррекции фондовых рынков;
- Отмена или перенос IPO Ozon на более поздний срок могут оказать значительный негативный эффект на котировки АФК «Системы», в которые рынок уже как минимум частично закладывает стоимость нового публичного актива холдинга.

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/>

Otkritie © 2020

АО «Открытие Брокер», 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, предположения 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. 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. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая 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 торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

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.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составлявшего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, содержащихся в индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования представленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении 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 Соединенных 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.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>
+7 (495) 232-99-66
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ
clients@open.ru
vk.com/openbroker
fb.com/openbroker

Личные брокеры

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

Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

Структурные продукты

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

Управление анализа рынков

research@open.ru

Антон Затолокин

Начальник управления

Константин Бушуев, PhD

Главный инвестиционный стратег

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Олег Федорович

Главный аналитик, международный долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA, MBA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования