

Кто самый сильный из малых?

4 ОКТЯБРЯ 2024



Пять привлекательных компаний средней и малой капитализации

С начала сентября российский рынок акций после затяжного падения начал восстанавливаться – индекс МосБиржи вырос на 11% со своей минимальной отметки в этом году. Такую же динамику показал индекс компаний малой и средней капитализации, в расчет которого МосБиржа включает 47 компаний. Мы решили проанализировать, относительно каких эмитентов из этого списка был хороший новостной фон и кто из них может сохранить устойчивость бизнеса как минимум до конца года.

Наше внимание привлекли пять компаний.

- **Арофлот.** Операционные показатели компании в 2024 году лучше, чем в прошлом году, а ее пассажиропоток растет быстрее рынка. Менеджмент авиаперевозчика по итогам этого года ждет прибыль после многолетних убытков. Это значит, что компания может заплатить дивиденды – около 3,8 руб. на акцию, что предполагает доходность примерно 7% по текущим котировкам.
- **Банк «Санкт-Петербург».** Бизнес-модель банка состоит в том, чтобы привлекать средства дешево, не рисковать, расти консервативно и платить дивиденды. Стоимость фондирования у Банка «Санкт-Петербург» – одна из самых низких в секторе. В 2К24 она составила 8,2% против 9,8% по сектору в целом. Это хорошая защита от роста ставки. Ее обеспечивает наличие высокой доли текущих остатков в структуре клиентских средств.
- **Ренессанс страхование.** Компания продолжает расти быстрее рынка и улучшает основные показатели эффективности бизнеса. При выплате дивидендов в размере 50% от чистой прибыли два раза в год Ренессанс страхование может обеспечить дивидендную доходность 14% в 2025 году и 18% в 2026.
- **HeadHunter.** Компания – бенефициар текущей конъюнктуры на рынке труда, а также государственных мер поддержки ИТ-сектора с высоким прогнозным уровнем дивидендной доходности. HeadHunter планирует выплатить дивиденды за 2024 год в размере от 640 руб. до 700 руб. на обыкновенную акцию – это означает дивидендную доходность примерно 15% исходя из текущих котировок.
- **МД Медикал Груп (Мать и дитя).** Мы ждем от компании устойчивого роста выручки за счет увеличения стоимости клиентских контрактов, а также стабильных дивидендов с потенциальной доходностью 10–13% в 2024–2026 гг.

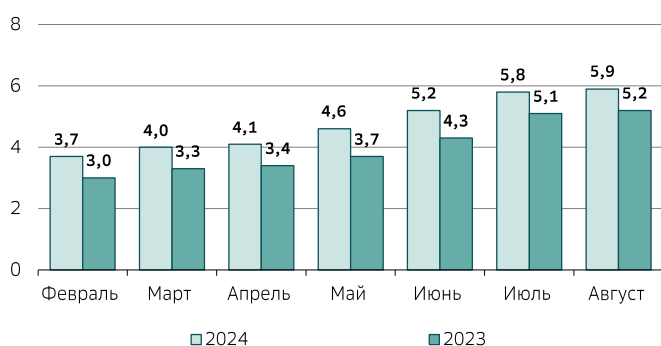
Аэрофлот

Оптимистичные прогнозы пассажиропотока, ожидание чистой прибыли и дивидендов после многолетних убытков

В конце августа на фоне коррекции рынка мы поменяли оценку акций авиакомпании с Держать на **Покупать**. В результате коррекции потенциал роста котировок до нашей прогнозной цены через 12 мес., равной 64,5 руб., вырос до 20%.

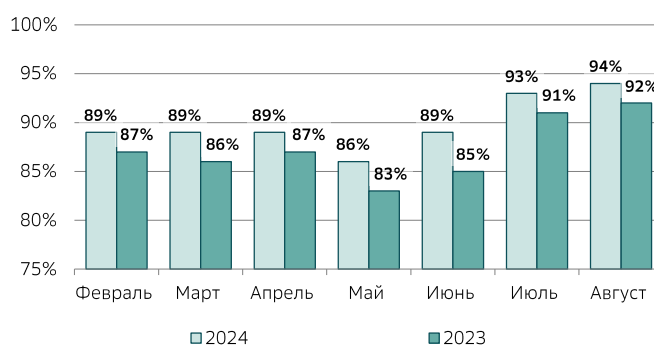
- Пассажиропоток Аэрофлота растет быстрее рынка.** Аэрофлот продолжает показывать опережающую динамику перевозок по сравнению с остальными российскими авиакомпаниями. За период с января по июль его пассажиропоток увеличился на 20,1%, тогда как в целом по сектору рост показателя составил лишь 6,3%. Без учета Аэрофлота пассажиропоток в секторе с начала года сократился на 4,5%. На внутренних маршрутах Аэрофлот сохраняет высокие темпы роста пассажиропотока – судя по всему, из-за перераспределения в его пользу части трафика других авиакомпаний. Также сказывается растущая популярность внутреннего туризма. За счет того, что занятость кресел растет быстрее операционных расходов, рост скорректированной EBITDA ускорился.
- Появилась надежда на дивиденды.** В сентябре на Восточном экономическом форуме глава Аэрофлота Сергей Александровский допустил выплату дивидендов спустя шесть лет после последнего распределения прибыли между акционерами. Решение будет зависеть от финансовых результатов компании. По нашим консервативным прогнозам, прибыль по итогам этого года составит 30,3 млрд руб. Однако наш прогноз прибыли, скорее всего, будет превышен. Уже по итогам первого полугодия Аэрофлот показал чистую прибыль в размере 25,9 млрд руб., а итоги традиционно самого успешного третьего квартала еще подводятся. Наш прогноз прибыли предполагает дивиденды около 3,8 руб. на акцию с доходностью 7%.

Общее количество перевезенных пассажиров в 2024 и в 2023 гг., млн чел.



Источник: Аэрофлот

Коэффициент занятости кресел

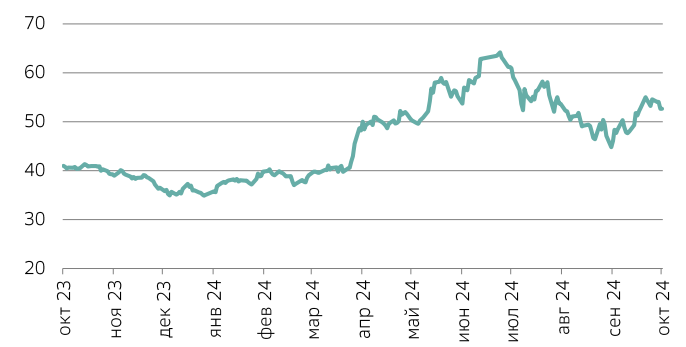


Источник: Аэрофлот

Важнейшие показатели, млрд руб.

	2023	2024о	2025о	2026о
Выручка	612	756	774	815
ЕВITDA	318	213	205	181
Рентабельность по ЕВITDA	32%	28%	27%	27%
Чистая прибыль	-9	30	44	33
P/E	-14,6	6	3,6	2,8
Дивидендная доходность	0%	0%	8%	14%

Источник: SberCIB Investment Research

Динамика цены акций, руб.

Источник: МосБиржа

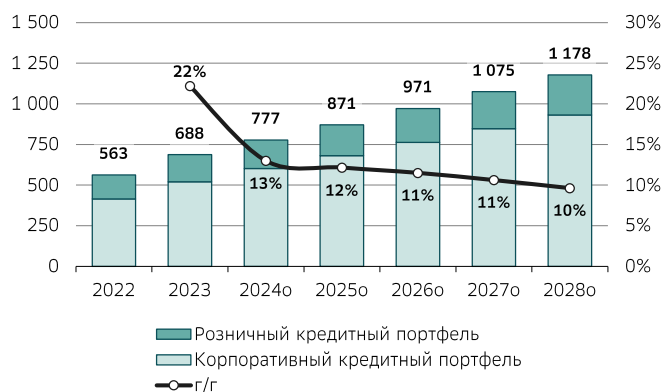
Банк «Санкт-Петербург»

Бизнес-модель банка – привлечь средства дешево, не рисковать, расти консервативно, платить дивиденды.

В мае мы повысили оценку акций Банка «Санкт-Петербург» с Держать до **Покупать** с целевой **ценой на горизонте 12 мес. 455 руб.** (ранее – 310 руб.). Потенциал роста котировок с текущего уровня составляет 17%.

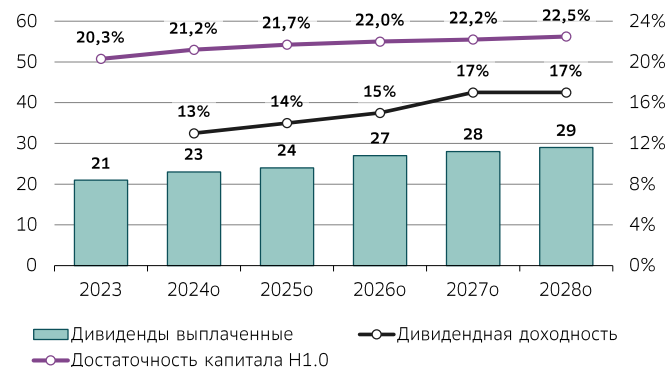
- Дешевые пассивы и высокая маржа.** Стоимость фондирования у Банка «Санкт-Петербург» – одна из самых низких в банковском секторе. В 2К24 она составила 8,2% (9,8% по сектору в целом). Доля текущих остатков в структуре клиентских средств на конец 2К24 была равна 49%, средняя стоимость этих источников фондирования составила 0,4%. Высокая достаточность капитала (Н1.0 22,3% на 1 сентября 2024 года) также позволяет банку иметь низкую стоимость фондирования. Мы предполагаем, что структура фондирования банка существенно не изменится, однако банку будет сложно привлекать новые депозиты и поддерживать клиентские остатки при низких ставках. Благодаря дешевому фондированию чистая процентная маржа банка в 2К24 составила 7%, в то время как средний показатель по сектору – 4,4%.
- Качественный кредитный портфель быстро переоценивается с учетом текущих ставок.** Примерно 68% кредитного портфеля банка до вычета резервов по состоянию на конец 1П24 приходилось на кредиты юрлиц с целью финансирования оборотного капитала. Как правило, это короткие кредиты, выдаваемые по плавающей ставке крупным качественным заемщикам. При этом доля проблемной задолженности у банка снизилась с 5,2% в начале 2023 года до 4,6% на конец 1П24. Кредитный портфель Банка «Санкт-Петербург» растет медленно: с начала года он прибавил лишь 4%.
- У банка есть ресурс для выплаты дивидендов в долгосрочной перспективе.** Хорошая динамика финансовых показателей и высокая достаточность капитала, вероятно, позволят банку в ближайшие периоды по-прежнему выплачивать 50% от чистой прибыли в виде дивидендов и продолжать программу обратного выкупа акций с рынка.
- Акции Банка «Санкт-Петербург» торгуются с P/BV и P/E 2024о соответственно на уровне 0,8 3,2, что с учетом среднего ROE, по нашим оценкам, 22% в 2024–2028 гг. выглядит привлекательно в краткосрочной перспективе.**

Динамика кредитного портфеля, млрд руб.



Источник: Банк «Санкт-Петербург», SberCIB Investment Research

Совокупный объем дивидендных выплат и норматив Н1.0, млрд руб. и %

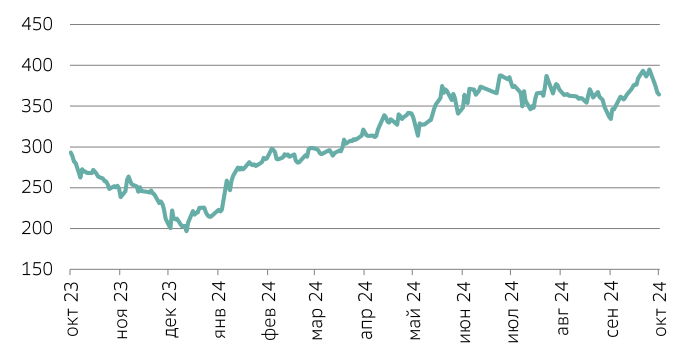


Источник: Банк «Санкт-Петербург», SberCIB Investment Research

Важнейшие показатели, млрд руб.

	2024о	2025о	2026о	2027о
Чистые процентные доходы	79	83	87	90
Операционные доходы	97	103	108	114
Чистая прибыль	50	52	53	55
Рентабельность капитала	27%	24%	22%	20%
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,6
P/E	3,3	3,2	3,2	3,1
Дивидендная доходность	13%	14%	15%	17%

Источник: SberCIB Investment Research

Динамика цены акций, руб.

Источник: МосБиржа

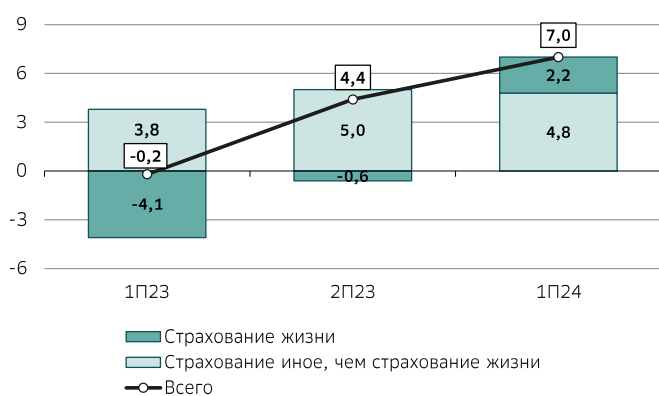
Ренессанс страхование

Рост быстрее рынка и улучшение показателей страхового бизнеса

В конце сентября мы **повысили целевую цену акций Ренессанс страхования со 115 руб. до 140 руб.**, что предполагает потенциал роста относительно текущих котировок на **43%**. Оценка акций осталась прежней – **Покупать**.

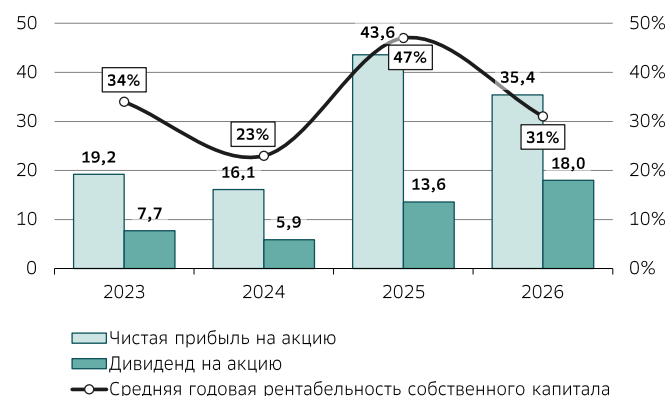
- **Ренессанс страхование продолжает расти быстрее рынка.** В 1П24 объем премий компании увеличился на 39% г/г, при этом в сегменте страхования жизни – на 76% г/г. За тот же период премии российского страхового рынка выросли на 21% г/г до 1,3 трлн руб., главным образом за счет роста в сегменте страхования жизни (плюс 42% г/г).
- **Компания улучшает основные показатели эффективности страхового бизнеса.** Сегмент страхования жизни в 1П24 впервые получил прибыль от страховых операций. Комбинированный коэффициент в страховании ином, чем страхование жизни, упал на 0,7 п. п. до 99,8%, а прибыль от страховых операций в этом сегменте выросла на 24% г/г до 4,8 млрд руб.
- **Инвестиционные доходы могут способствовать росту прибыли в 2025 году.** Увеличение инвестиционного портфеля за счет М&А и роста премий в условиях высоких процентных ставок и окончания коррекции на основных финансовых рынках может способствовать увеличению чистой прибыли Ренессанс страхования с 8 млрд руб. в 2024 году до 22 млрд руб. в 2025. При этом средняя годовая рентабельность собственного капитала может повыситься с 23% до 47%, в том числе за счет роста инвестиционных доходов на 148% до 34 млрд руб.
- При выплате дивидендов в размере 50% от чистой прибыли два раза в год компания может обеспечить дивидендную доходность 14% в 2025 году и 18% в 2026.

Результат страховых операций, млрд руб.



Источник: Ренессанс страхование, SberCIB Investment Research

Прибыль и дивиденд на акцию, руб., и средняя годовая рентабельность собственного капитала, %

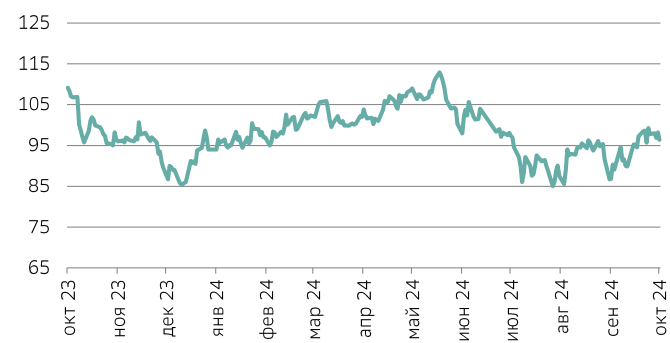


Источник: Ренессанс страхование, SberCIB Investment Research

Важнейшие показатели, млрд руб.

	2023	2024о	2025о	2026о
Активы	223	269	327	385
Чистая прибыль	10	8	22	18
Рентабельность капитала	25%	18%	38%	26%
P/BV	1,2	0,9	0,7	0,7
P/E	5,0	5,9	2,2	2,7

Источник: SberCIB Investment Research

Динамика цены акций, руб.

Источник: МосБиржа

HeadHunter

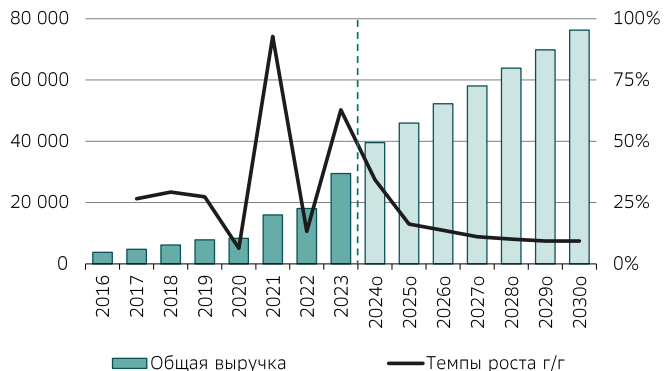
Бенефициар текущей конъюнктуры на рынке труда, государственных мер поддержки ИТ-рынка с высоким уровнем прогнозной дивидендной доходности.

В конце сентября мы повысили оценку акций HeadHunter до **Покупать**, хотя из-за новых более пессимистичных макроэкономических параметров и роста безрисковой ставки **целевая цена акций на ближайшие 12 месяцев** снижена с 4 900 руб. до **4 690 руб.** Однако новая целевая цена предполагает **рост относительно текущих котировок 8%**.

- **HeadHunter – бенефициар текущей конъюнктуры на рынке труда.** В настоящее время в РФ наблюдается дефицит рабочей силы, особенно остро нехватка персонала ощущается в торговле, строительной и обрабатывающей промышленности и ИТ. Компания имеет высокий потенциал увеличения клиентской базы – сейчас у нее чуть более 600 тыс. клиентов против 2 610 тыс. действующих коммерческих организаций в России. Это указывает на хорошие возможности роста клиентской базы HeadHunter на фоне развития онлайн-рекрутинга.
- **На дне инвестора** На дне инвестора 3 октября менеджмент компании заявил, что ожидает по итогам 2024 года выручку в размере 40 млрд руб. с последующим удвоением каждые три года. На среднесрочном горизонте это выше наших ожиданий, поэтому есть вероятность улучшения наших прогнозов по компании на долгосрочную перспективу.
- **Льготы для ИТ-компаний существенно увеличили чистую прибыль HeadHunter.** Внесение программного обеспечения HeadHunter в реестр российского ПО дает компании возможность использовать льготы по налогу на прибыль (0% в 2024 году и 5% начиная с 2025 года для части компаний группы), а также льготную ставку страховых взносов (7,6%). В результате прибыль компании уже в 1К24 существенно увеличилась. В нашей модели мы закладываем средний уровень эффективной налоговой ставки на горизонте прогнозирования 10% в 2024 году и 15% в последующие годы. Изменение мер стимулирования ИТ-компаний в будущем может также оказать умеренное влияние на показатели HeadHunter. С учетом потенциального повышения ставки налога на прибыль до общего уровня 25% мы снизили нашу целевую цену на 5%. (это имелось в виду??)
- **Возобновление дивидендных выплат.** Компания планирует выплатить дивиденды за 2024 год в размере от 640 руб. до 700 руб. на обыкновенную акцию. Объем выплат составит около 32–35 млрд руб., дивидендная доходность исходя из текущих котировок – около 15%. Помимо этого, 30 сентября компания запустила программу обратного выкупа голосующих акций, которая продлится до 29 сентября 2025 года. На реализацию программы может быть направлено не более 9,61 млрд руб. В дальнейшем компания, по нашим оценкам, будет способна выплачивать в качестве дивидендов до 100% чистой прибыли, что может обеспечить средний уровень дивидендной доходности до 2028 года на уровне 12%.
- **Рост доходов на клиента (ARPC).** Укрепление рыночных позиций и высокий уровень лояльности клиентов, рост зарплат и стабильная нехватка персонала позволяют HeadHunter существенно увеличивать доход на клиента (ARPC). По данным отчетности компании за 2К24, рост ARPC составил 40% г/г. По нашим прогнозам, HeadHunter со-

хранит возможность повышения тарифов и будет расширять ассортимент предоставляемых услуг. Мы ожидаем, что в 2024–2028 гг. ARPC компании будет расти в среднем на 11,3% в год.

Динамика совокупной выручки, млн руб.



Источник: HeadHunter, SberCIB Investment Research

Динамика ARPC, тыс. руб.



Источник: HeadHunter, SberCIB Investment Research

Важнейшие показатели, млрд руб.

	2023	2024o	2025o	2026o
Выручка	29	40	46	52
ЕБИТДА	19	23	27	31
Рентабельность ЕБИТДА	59%	59%	59%	60%
Чистая прибыль	12	22	22	25
P/E	15,8	8,7	8,8	7,7
Дивидендная доходность	20%	11%	11%	13%

Источник: SberCIB Investment Research

Динамика цены акций, руб.



Источник: МосБиржа

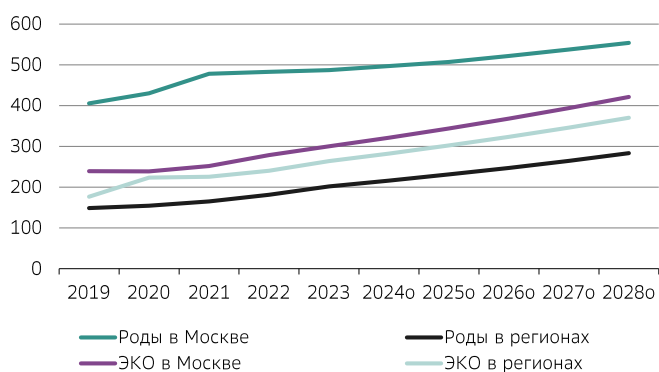
МД Медикал Груп

Стабильные дивиденды с потенциальной доходностью 10–13% в 2024–2026 гг., устойчивое увеличение выручки за счет роста стоимости контрактов

Оценка Покупать с целевой ценой 1 150 руб. за акцию, потенциал роста – 27%.

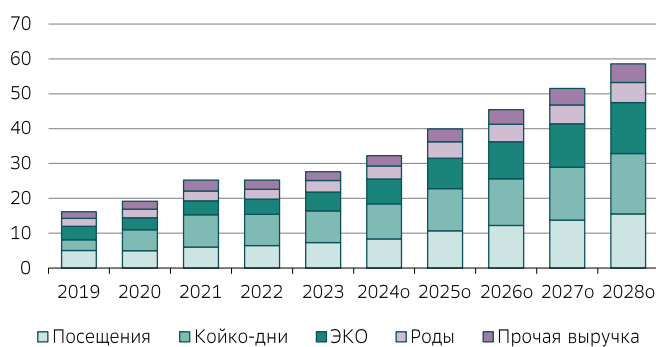
- **Рост выручки на 20% и чистой прибыли на 30% в 2024 году.** За 1П24 выручка МД Медикал Груп (Мать и дитя) составила почти 16 млрд руб. Это произошло благодаря увеличению загрузки мощностей, росту потока пациентов за счет удачной локации клиник и увеличению среднего чека на 13% в том числе за счет изменения структуры контрактов.
- **Увеличение загрузки мощностей.** Планомерное увеличение количества клиник в 2024–2028 гг. обеспечит стабильный рост потока пациентов в Москве и регионах, а также увеличение загрузки площадей с текущих 40–70% до 50–80%.
- **Стабильные дивиденды.** МД Медикал Груп всегда распределяла часть прибыли между акционерами. Недавно принятая дивидендная политика компании предполагает выплату до 100% чистой прибыли по МСФО. У компании нет долга, на конец года ее чистая денежная позиция составила почти 4 млрд руб., а текущая инвестиционная программа не предполагает крупных проектов в 2027–2028 гг. У МД Медикал Груп есть все условия для выплаты дивидендов в дальнейшем. При нашем консервативном предположении, что компания будет платить 70% от прибыли, дивидендная доходность по итогам 2024–2026 гг. составит 10–13%. Компания выплатила за второй квартал этого года дивиденд в размере 22 руб. на акцию, за второе полугодие 2024 года выплата может составить 37 руб. на акцию, доходность – 4,5%.

Динамика чека по ключевым специализациям, тыс. руб.



Источник: МД Медикал Груп, SberCIB Investment Research

Динамика выручки, млн руб.



Источник: МД Медикал Груп, SberCIB Investment Research

Важнейшие показатели, млрд руб.

	2023	2024о	2025о	2026о
Выручка	28	32	36	41
ЕВИТДА	9	10	12	13
Рентабельность ЕВИТДА	33%	33%	32%	32%
Чистая прибыль	8	9	11	12
P/E	8,1	6,8	5,9	5,2
Дивидендная доходность	17%	10%	12%	13%

Источник: МД Медикал Груп, SberCIB Investment Research

Динамика цены акций, руб.

Источник: МосБиржа