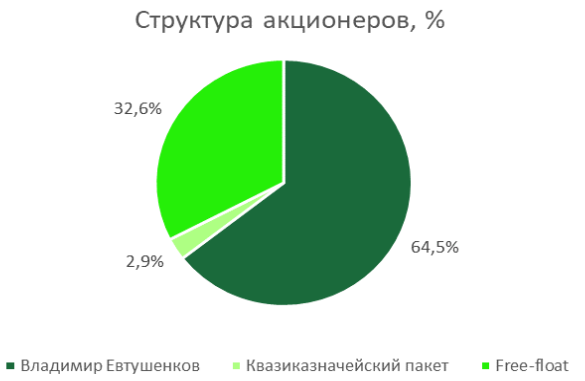
АФК «Система» — крупнейший инвестиционный холдинг

АФК «Система» — крупнейшая в России публичная холдинговая компания, основанная в 1993 году. Изначально холдинг фокусировался на инвестициях в секторах телекоммуникаций, электроники, туризма, торговли, строительства и недвижимости. Со временем инвестиционный портфель холдинга значительно расширился и охватил ключевые отрасли российской экономики. Сегодня в портфеле холдинга представлены активы из более чем 20 отраслей, включая лесную промышленность, сельское хозяйство, медицину, электронную коммерцию, высокие технологии и переработку углеводородов.

Тикер-код	**AFKS**
Справедливая оценка, ₽	**10**

Текущая цена AFKS			**₽12,3**	
Рыночная капитализация, млрд ₽			**118,7**	
Финансовые показатели (РСБУ)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024П**
Выручка, млрд ₽	24,3	34,9	28,2	33,2
Изменение, г/г	*-18%*	*+43,6%*	*-19,2%*	*+17,7%*
Управленческие расходы, млрд ₽	*14,8*	*12,1*	*20,8*	*20*
Чистый долг, млрд ₽	225,2	257,8	279	400
Оценка по сумме частей	**6М2023**	**6М2024**	**2023**	**2024П**
Капитализация публичных дочек, млрд ₽	453,2	649,9	433,9	-
Капитализация АФК «Система», млрд ₽	165,9	226	153,4	-



Источник данных: РБК

Краткое резюме

⇒ Долговая нагрузка холдинга превысит 500 млрд руб. по итогам 2024 года.

⇒ Дивиденды от дочерних компаний уже не покрывают величину процентных расходов.

⇒ Половина долга приходится на облигационные займы по средневзвешенной ставке 11,5%, около трети потребуется рефинансировать до конца 2025 года.

⇒ АФК «Система» выкупит на 62-101 млрд руб. часть дополнительной эмиссии Segezha Group.

⇒ МТС находится в непростой ситуации, сталкиваясь с необходимостью рефинансировать 53% долга, что увеличивает вероятность сокращения дивидендных выплат и может неблагоприятно отразиться на денежном потоке АФК «Система».

⇒ Совет директоров АФК «Система» утвердил программу эмиссии облигаций на 400 млрд руб. (холдинг, скорее всего, не сможет привлечь капитал менее чем под 23%, учитывая, что доходность к погашению находящихся в обращении выпусков достигает 30% и более).

Стратегия. АФК «Система» проводит стратегию корпоративного инвестирования, приобретая активы с привлечением преимущественно заемного финансирования и развивая их до лидирующих позиций в соответствующих отраслях. Успешные примеры — МТС, OZON, МЕДСИ. В условиях низких процентных ставок этот подход был эффективным, однако удорожание заемного капитала провоцирует увеличение расходов, что требует адаптированного подхода к управлению активами.

Основной доход холдинга возникает от дивидендов дочерних компаний и повышения их капитализации. Минимальная внутренняя норма доходности (IRR) в 2023 году составила 25%, что подчеркивает эффективность управления активами. Акции холдинга торгуются на Московской бирже (тикер-код AFKS) и доступны частным и институциональным инвесторам.

Структура активов. Компания занимает значимое место в экономике России: вклад в ВВП — 0,6%, совокупные активы превышают 2,5 трлн руб. Клиентская база дочерних компаний достигает 180 млн клиентов, а совокупная численность персонала составляет около 200 тыс. сотрудников. Портфель дочерних компаний составляют такие ключевые активы, как МТС, Segezha Group, МЕДСИ и быстрорастущий маркетплейс OZON. В нем также присутствуют агрохолдинг «СТЕПЬ», Башкирская электросетевая компания, гостиничные и фармацевтические активы, что обеспечивает высокую степень диверсификации портфеля.

Климентьев Кирилл
Аналитик
8 (800) 100 40 82
research@cifra-broker.ru

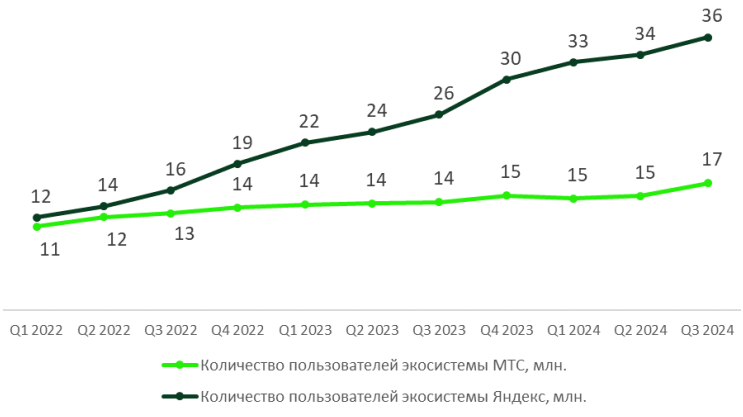
МТС — 42,08% в капитале принадлежит АФК «Система»

МТС – больше, чем просто крупнейшая телекоммуникационная компания в стране. Компания представляет собой цифровую экосистемой с широким спектром предоставляемых услуг (от облачных сервисов до IT-решений в сфере телемедицины) и продолжает добавлять в портфель новые продукты.

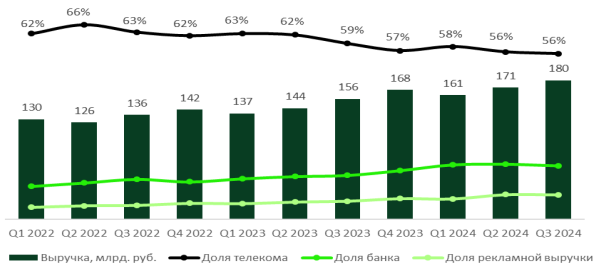
Экосистема. Несмотря на развитие экосистемы, ядром бизнеса по-прежнему остается классический телекоммуникационный сервис, на который приходится 57% выручки МТС. Абонентская база по итогам полугодия превысила 81,6 млн клиентов. Эту часть бизнеса нельзя назвать растущей – выручка прирастает темпами около 6-7% в год (CAGR 4,4% в период с 2011 по 2023 годы) благодаря индексации тарифа и незначительному росту абонентской базы. Отдельно стоит отметить, что сектор жестко регулируется ФАС. Так, МТС повысил тарифы в среднем на 8% весной 2024 года для 30 млн абонентов, но уже через месяц ФАС предписал снизить тариф и перечислить в бюджет 3 млрд руб. «незаконно полученного дохода». То есть у телекоммуникационного бизнеса нет возможности переложить инфляцию на счет потребителя, и компания сталкиваются с опережающим ростом расходов, что приводит к сокращению рентабельности, несмотря на высокую рентабельность по EBTIDA.

Именно поэтому МТС развивает экосистему, так как большая абонентская база позволяет предлагать лояльной аудитории дополнительные сервисы для монетизации. Сейчас у компании 15 млн клиентов и выручка экосистемы растет более быстрыми темпами, чем прирастают клиентская база или выручка телекоммуникационного бизнеса, так как клиенты начинают пользоваться дополнительными сервисами.

Стоит отметить, что МТС относительно недавно (по сравнению с Яндексом) начал развивать экосистему, и по динамике количества подписчиков можно увидеть, что рост еще не исчерпан, и на промежутке 5-7 лет доля телекоммуникационного бизнеса снизится ниже 50% от выручки компании.



Источник: данные компании



Источник: данные МТС

Финансовое положение. У компании не самая простая ситуация. МТС не может перекладывать рост расходов на счет потребителей из-за антимонопольной службы. Масла в огонь добавляет жесткая денежно-кредитная политика, что провоцирует увеличение расходов на обслуживание долга, который в сумме достигает 640 млрд руб. (чистый долг 460 млрд руб., коэффициент «Чистый долг»/OIBDA = 1,9x). Но и это не главная проблема, т. к. у компании падает свободный денежный поток (FCF) из-за сокращения прибыли и увеличения капитальных расходов. По итогам девяти месяцев 2024 свободный денежный поток без учета банковской деятельности составил 9,9 млрд руб. Согласно новой дивидендной политике, утвержденной в апреле 2024 года, компания планирует платить дивидендами 35 руб. на одну акцию в период с 2024 по 2026 годы, что соответствует 68,6 млрд руб. в год (фактически платят около 47 млрд, так как большая доля акций заблокирована у нерезидентов). Такой объем выплат необходим для поддержания денежного потока АФК «Система», у которой также не лучшая ситуация с долгом.

Резюме. МТС – стабильный бизнес с растущей дивидендной доходностью. Акции МТС многие инвесторы до ужесточения денежно-кредитных условий воспринимали в качестве «квази-облигаций». Сейчас акции, как и бизнес компании, находятся под давлением из-за роста процентных расходов и необходимости крупного рефинансирования в ближайшие годы. Компания вынуждена платить высокие дивиденды для обеспечения долга материнской компании, несмотря на сложности.

Источник: данные МТС

МТС Банк — 86,7% в капитале принадлежит МТС

МТС Банк является дочерней компанией ПАО «МТС» и входит в одноименную экосистему. Интеграция с экосистемой МТС позволила банку добиться синергетического эффекта на операционном уровне и обеспечила мощный сетевой эффект, который ведет к росту клиентской базы и повышению ее лояльности. За последние четыре года число активных клиентов МТС Банка превысило 4 млн человек.

История создания. В 2013–2014 годах МТС Банк активно развивал сеть совместных офисов с МТС, выпустил 2 млн карт Mastercard, внедрил 3D Secure и нарастил филиальную сеть. В то время банк был корпоративным, с убытками более 10 млрд руб., где 51% кредитного портфеля приходился на корпоративный сегмент, 49% — на розничный, а резервы составляли 35% портфеля.

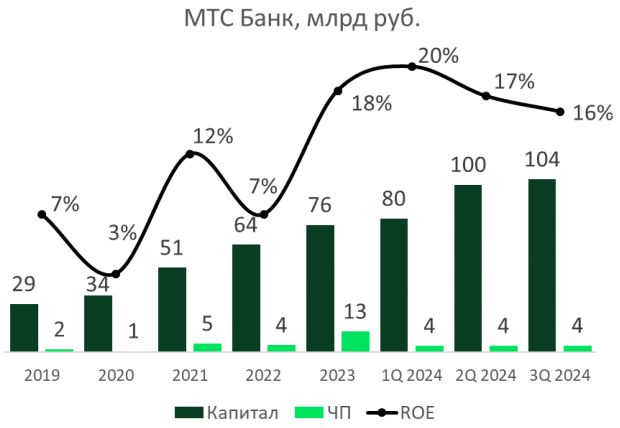
В период трансформации (с 2015 по 2019 годы) под руководством Ильи Филатова банк запустил сервисы Samsung, Apple и Android Pay, стал оператором платежных систем mos.ru и приложения «Госуслуги Москвы», выпустил карты Мир-Mastercard и укрепил позиции в экосистеме МТС. В 2019 году МТС Банк был отмечен премией Retail Finance Awards как «Прорыв года» за успехи в розничном кредитовании.

С 2020 года началось развитие корпоративного бизнеса: за первый год факторинговый портфель достиг 4 млрд руб., а в 2021 году банк дебютировал на публичных рынках капитала, выпустив облигации на 5 млрд руб., и получил рейтинг ruA-.

Начиная с 2022 года, банк укрепил свои позиции, войдя в топ-3 самых инновационных банков России (Skolkovo Fintech Hub) и подтвердив кредитные рейтинги на уровне А. Структура кредитного портфеля изменилась: 87% занимает розница и 13% — корпоративный сегмент. В 2023 году чистая прибыль превысила 12,5 млрд руб., рентабельность собственного капитала (ROE) составила почти 20%, а среднегодовые темпы роста активов за три года достигли 29%.

Стратегия. Стратегия банка направлена на развитие вне экосистемы в том числе, поэтому менеджмент фокусируется не только на росте портфеля POS-кредитов. Кроме того, МТС-Банк занимает сильные позиции в других сегментах розничного кредитования: шестое место в сегменте кредитных карт (портфель последние шесть лет растет в среднем на 43% в год) и девятое в сегменте кредитов наличными (среднегодовой рост с 2017 года 69%).

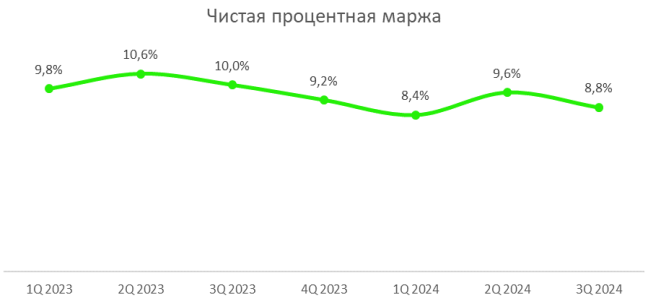
В период с 2017 по 2023 годы темпы роста портфеля необеспеченных кредитов МТС Банка составляли в среднем 50% в год по сравнению с 15% в банковском секторе в среднем.



Источник: данные МТС Банка

Резюме. МТС-Банк сейчас оценивается с существенным дисконтом к балансовой стоимости из-за негативной рыночной конъюнктуры и падения интереса инвесторов к компаниям с не очень удачными IPO. Для переоценки акций компания должна начать платить дивиденды или повысить свой ROE (чтобы банк стал восприниматься в качестве компании роста).

Чистая процентная маржа остаётся на высоком уровне благодаря короткому сроку POS-кредитов и кредитов наличными, что позволяет не терять процентный доход на фоне роста ключевой ставки.



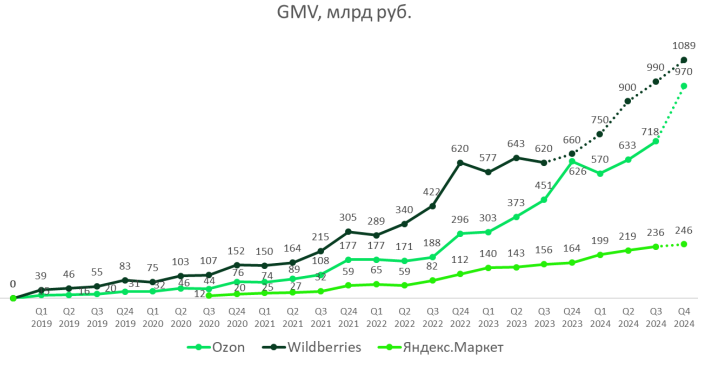
Источник данных: отчет МТС Банка

Озон — 31,76% в капитале принадлежит АФК «Система»

Ozon — мультикатегорийный маркетплейс с развитой логистической инфраструктурой, который занимает второе место в России по объему GMV (общему объему продаж на платформе). Группа объединяет широкий спектр сервисов, включая Ozon Travel (услуги бронирования путешествий), Ozon Fresh (доставка продуктов), а также первый в России e-commerce банк — Ozon Банк. Такая диверсификация позволяет компании формировать собственную экосистему, которая является основой для опережающего рынок роста.

История создания. Озон начал свою историю в 1998 году в качестве первого в России книжного онлайн-магазина, позволяющего заказывать книги через интернет с доставкой по почте. В основу концепции была положена бизнес-модель Amazon. Уже через несколько лет компания расширила свою деятельность и начала доставку заказов в 400 городов, добавив в ассортимент книги на английском языке, CD-диски и DVD-фильмы. Важным этапом в развитии стало открытие в 2006 году первого логистического центра в Твери, что позволило улучшить операционные процессы. В 2007 году компания запустила туристический сервис Ozon Travel, начав предлагать услуги по бронированию путешествий. В 2020 году Озон вышел на международные рынки, успешно проведя IPO на NASDAQ. Компания активно расширяет свое присутствие за рубежом и представлена в таких странах, как Китай, Казахстан, Беларусь, Индия и других. В 2021 году, укрепляя свою экосистему, Озон приобрел Оней Банк у Совкомбанка и запустил собственный финтех-проект — Ozon Банк, который стал важным элементом в стратегии по развитию новых направлений бизнеса.

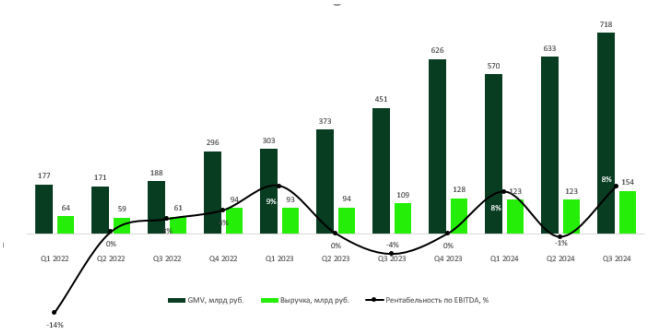
Динамика роста. Озон ожидает рост GMV на 60% в 2024 году благодаря увеличению числа клиентов и заказов, но выручка растет медленнее из-за ценовой конкуренции с Wildberries. Российский рынок электронной коммерции активно растет на фоне низкой доли онлайн-продаж в розничной торговле на уровне 16,3% (в Китае — 47%). Темпы роста свыше 30% в год создают условия для ускоренного развития, а ключевые игроки, такие как Озон и Wildberries, активно инвестируют в инфраструктуру и расширение рыночной доли.



Источник: расчеты «Цифра брокер»

Финансовые показатели. Несмотря на масштабные инвестиции в развитие, Озон смог добиться значительных успехов в улучшении своей финансовой эффективности. В отличие от других игроков, таких как «Яндекс.Маркет», который по итогам девяти месяцев 2024 года зафиксировал отрицательный показатель EBITDA в размере минус 38,7 млрд руб., Озон уже смог выйти в положительную зону. Скорректированный показатель EBITDA Озона составил 1,1 млрд руб. за тот же период (без учета показателей финтеха).

Такое улучшение финансовых показателей связано с грамотным управлением затратами, масштабируемостью бизнеса и активным увеличением рыночной доли. Экосистемный подход, который включает разнообразие услуг от маркетплейса до финансовых продуктов, обеспечивает компании устойчивую базу для дальнейшего роста. Сейчас у компании 53,5 млн активных покупателей, которые могут стать пользователями новых продуктов Озон. Яркий пример – Ozon Банк, который спустя два года после получения лицензии и начала работы внутри экосистемы (кредитование селлеров и покупателей) предоставляет услуги более чем 26,5 млн клиентам, а объем выданных займов уже превысил 69 млрд руб. Пока это единственный полноценный крупномасштабный сервис, функционирующий в экосистеме Озона (еще есть доля 42% в Литрес), и его развитие помогло компании выйти в положительную зону по EBITDA. Считаем, что основной будущий потенциал развития Озона – огромная и лояльная аудитория.

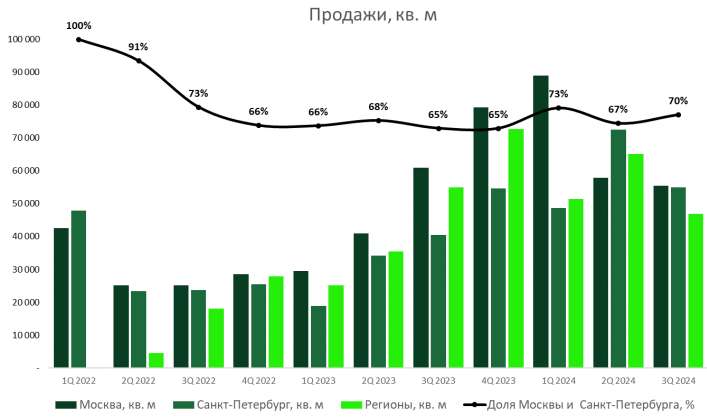


Источник: данные компании

«Эталон» — 48,8% в капитале принадлежит АФК «Система»

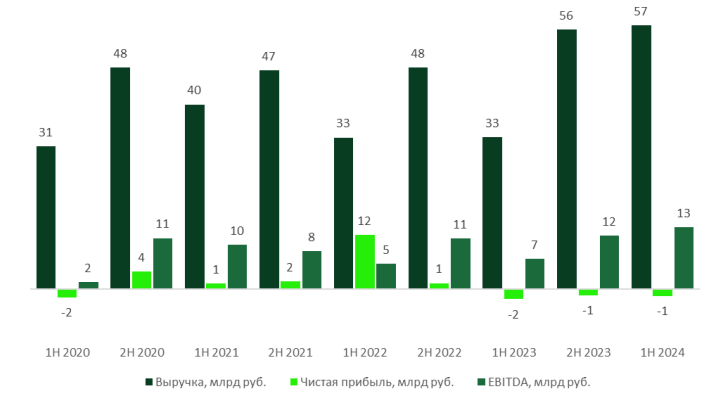
Группа «Эталон» – один из старейших девелоперов (более 37 лет на рынке), присутствующий в восьми регионах страны. Компания специализируется на строительстве жилья среднего и премиального класса в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге, занимая лидирующие позиции в этих регионах, предлагая клиентам полный цикл работ: от проектирования и строительства до продажи и последующей эксплуатации недвижимости.

Льготная ипотека. В настоящее время у группы «Эталон» на стадии строительства находится около 1 млн кв. м недвижимости (15 место среди застройщиков; для сравнения, у ГК «Самолет» строится 5,4 млн кв. м), что достаточно много, учитывая, что застройщик работает в премиальном сегменте. В Москве (40% продаж) средняя цена квадратного метра от «Эталон» превышает 394 тыс. руб. Более массовый и бюджетный «Самолет» предлагает метр за 226 тыс. руб.



Источник: данные группы «Эталон»

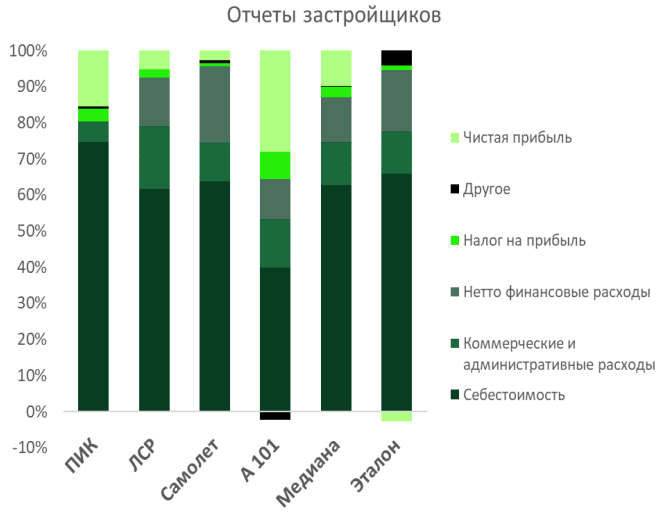
Из-за того, что около 70% продаж приходится на Москву и Санкт-Петербург, строящиеся квартиры в большинстве не попадают под программы льготной ипотеки. Это не способствует кратному росту бизнеса, как у застройщиков с более бюджетным жильем. Тем не менее не наблюдается и существенного замедления бизнеса (не считая сокращения продаж из-за повышения ключевой ставки, которое привело к удорожанию рыночной ипотеки).



Источник: данные группы «Эталон»

Финансовые показатели. По итогам I полугодия 2024 года «Эталон» нельзя назвать эффективным застройщиком, несмотря на то что компания не поучаствовала в той же мере, что и другие застройщики, в буме льготной ипотеки. Общий рост цен на жилье (увеличение стоимости квадратного метра на 17,7% у группы «Эталон») также не отразился на финансовых результатах компании.

«Эталон» – один из немногих застройщиков, кто закончил первые шесть месяцев года без чистой прибыли. Основная причина – высокая стоимость долга (и, как следствие, большие процентные расходы) и пересмотр в сторону понижения оценки активов в категорию «другое».



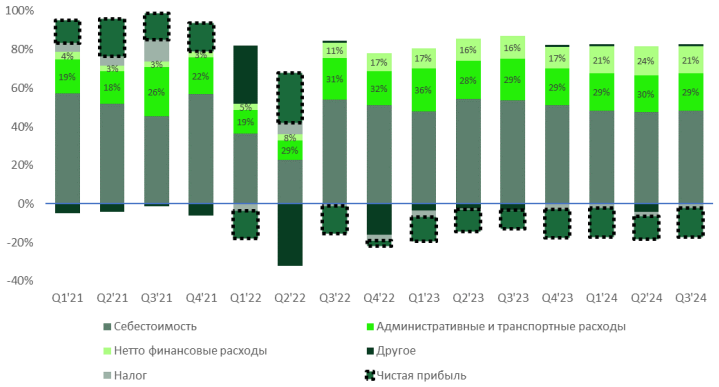
Источник: расчеты «Цифра брокер»

Таким образом, Эталон – это стабильный, но не эффективный актив, который не генерирует денежный поток для материнской компании, так как группа работает с близкой к нулевой рентабельностью и до сих пор не провела редомициляции с Кипра (акционеры утвердили юридический переезд бизнеса еще 15 декабря 2023, но дальнейших действий не предпринималось).

Segezha Group — 62,2% доля АФК «Система» в капитале

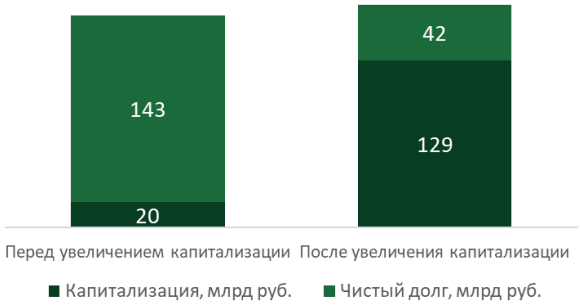
Это один из крупнейших в мире лесопромышленных холдингов, находящийся под контролем АФК «Системы». Группа провела IPO в 2021 году и с того времени столкнулась с рядом трудностей, совершив несколько M&A сделок в 2021 году за счет долговых средств. В то время это казалось логичным продолжением стратегии развития на рынке древесины, но события 2022 года сильно ударили по операционному бизнесу Segezha Group.

2022 год. Segezha Group обладает лесными активами в размере 22,7 млн м3 древесины на площади 15,6 млн га, что составляет около 0,95% территории России. Высокое качество древесины и низкая себестоимость лесозаготовки позволяли компании эффективно использовать свои ресурсы, направляя около половины экспортируемого леса в Европу. Экспорт осуществлялся преимущественно из Карелии и Вологодской области, что обеспечивало низкие транспортные расходы. При этом цены на европейском рынке были выше, а выручка от этих поставок формировалась в валюте, что поддерживало финансовую устойчивость компании.



Источник: данные Segezha Group

Тем не менее после событий 2022 года группа столкнулась с одновременным ростом затрат и падением доходов, что спровоцировало увеличение долговой нагрузки. В текущих условиях жесткой денежно-кредитной политики у Segezha Group практически не осталось альтернатив, кроме дополнительной капитализации, что приведет к значительному размытию долей существующих акционеров.



Источник: расчеты «Цифра брокер»

Дополнительная эмиссия. 20 ноября Segezha Group объявила о дополнительной эмиссии акций на сумму 101 млрд руб. по цене 1,8 руб. за одну акцию. В настоящее время уставный капитал состоит из 15,69 млрд акций, а после завершения эмиссии увеличится до 71,8 млрд акций, что приведет к размытию долей текущих акционеров более чем в 4,5 раза.

Основными покупателями новых акций станут материнская компания АФК «Система» и ряд кредиторов (скорее всего, банки будут выкупать часть дополнительной эмиссии в рамках реструктуризации кредитов).

Акционеры, проголосовавшие против эмиссии или воздержавшиеся, получат преимущественное право на покупку новых акций, однако для розничных инвесторов это не имеет практического смысла, так как рыночная цена находится в диапазоне 1,3–1,4 руб. за одну акцию Segezha Group.

После того как компания направит все средства на погашение долга, показатель «Чистый долг»/OIBDA снизится до 3,3–3,5. Хотя это нельзя назвать низким значением, но по сравнению с предыдущими 13,2 кажется, что компания значительно улучшит свою финансовую устойчивость. Однако это не означает оздоровления группы. За последние два года бизнес демонстрировал убытки на операционном уровне (выручка минус себестоимость и административные расходы, то есть до расходов по долгу), а снижение долговой нагрузки не решает проблему операционной эффективности, образовавшуюся из-за изменения логистических маршрутов и падения цен на древесину.

Свободный денежный поток также остается отрицательным из-за высоких капитальных расходов, которые достигают 8–10 млрд руб. в год. Таким образом, даже после дополнительной эмиссии акции Segezha Group не выглядят привлекательно с инвестиционной точки зрения. Если цена одной акций стабилизируется в области 1,8 руб., показатель EV/EBITDA составит около 13, что также выглядит не слишком привлекательно для инвесторов.

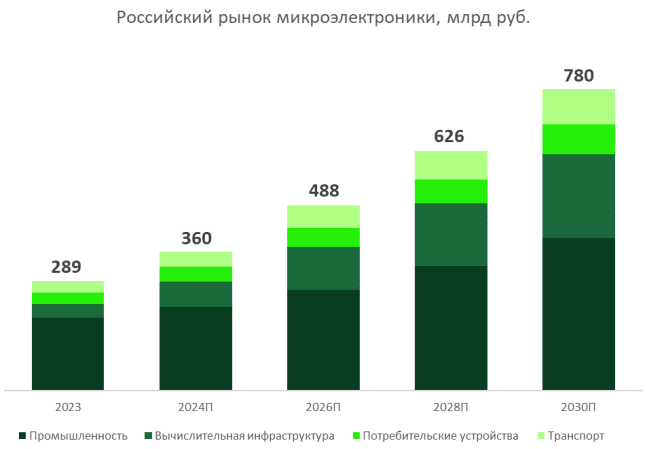
ГК «Элемент» — доля АФК «Система» 43,4% (оценочно)

«Элемент» – ведущий российский производитель микроэлектроники, занимающий около 50% рынка. Это единственная в стране компания с вертикально интегрированной моделью, охватывающей как разработку, так и производство микрочипов. Компания была создана в 2019 году путем объединения активов РТИ (принадлежащих АФК «Система») и Ростеха. На момент основания доли распределялись следующим образом: АФК «Система» владела 50% плюс одна акция в капитале, а Ростеху принадлежали 50% минус одна акция.

Российская микроэлектроника. В глобальном масштабе российская микроэлектроника находится на ранней стадии развития. Лидер отрасли, «Элемент», обладает возможностью производить микросхемы с техпроцессом до 90 нм и разрабатывать до 22 нм. При этом производство чипов с более современными характеристиками, вероятно, осуществляется на зарубежных мощностях, например, на заводах в Китае. Для сравнения, 90-нм технологии были внедрены в мире еще в 2004 году, а 22-нм — в 2012 году. Сегодняшние передовые разработки, такие как 3-нм чипы, выпускаются тайваньской компанией TSMC, которая запустила эту технологию в прошлом году.

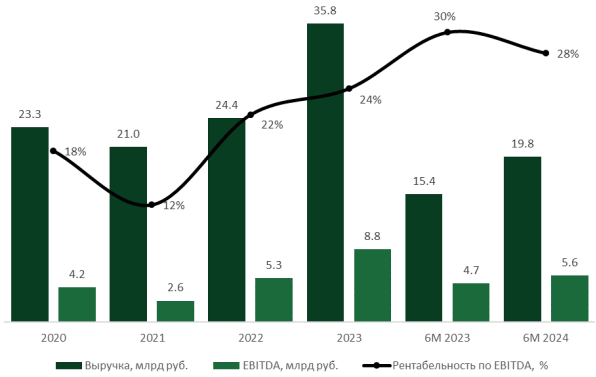
Где используются чипы компании. Основную долю выручки (83%) приносят преобразователи энергии, схемы для навигации и связи, а также процессоры. Чипы «Элемент» используются в 10 млн ежегодно выпускаемых банковских картах, 15 млн проездных билетах и 3 млн загранпаспортах. Основной рост прогнозируется в вычислительной инфраструктуре (2023-2030 CAGR 30%) – Россия продолжает локализацию роутеров, серверов и систем хранения данных. Кроме того, большим новым рынком для компании становится производство микросхем для электромобилей и модулей навигации и связи (текущая политика страны – локализация автомобильного производства, это наблюдается по росту льготных программ и увеличению утилизационного сбора).

Доля российских компаний на внутреннем рынке, согласно прогнозам, вырастет с 20% в 2023 до 45% в 2030 году.



Источник: данные Kept

Финансовое положение. У компании сильно вырос размер бизнеса в 2023 году на фоне импортозамещения. «Элемент» можно воспринимать как инвестиции в локализацию производства микрочипов. Бизнес ближайшие несколько лет будет ежегодно расти темпами не менее 25-30% с высокой рентабельностью по EBITDA на уровне 30%.



Источник: данные компании

У компании нет проблем с долгом, которая присуща другим активам АФК «Система». Коэффициент «Чистый долг»/EBITDA равен 0,2х, учитывая тот факт, что половина задолженности относится к льготной категории со ставкой 1,8%.

Источник: данные компании

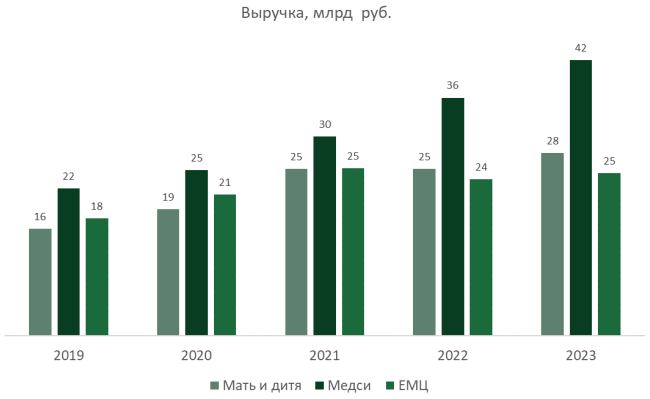
«Медси» — 98,5% в капитале принадлежит АФК «Система»

«Медси» — одна из крупнейших российских сетей медицинских клиник, предоставляющая широкий спектр услуг на всех этапах лечения. Компания предлагает своим пациентам как первичную консультацию и медицинскую помощь на дому, так и сложные хирургические вмешательства, диагностику и последующую реабилитацию. Такой комплексный подход делает сеть востребованной среди клиентов, ценящих качественное медицинское обслуживание.

Текущее положение. На сегодняшний день сеть «Медси» насчитывает 148 клиник, расположенных в 13 городах России. Основное внимание уделяется Москве, где сосредоточено около половины всех медучреждений компании, что объясняется высоким спросом на частную медицину в столице. Помимо этого, «Медси» активно развивает свою инфраструктуру в регионах, предлагая пациентам единые стандарты медицинской помощи и современные технологии.

Компания активно развивает формат клиник «у дома» — семейных медицинских центров, ориентированных на предоставление широкого спектра услуг для всей семьи. Некоторые из этих клиник работают по франшизе, что способствует расширению сети. Кроме того, «Медси» создает медицинские центры при предприятиях, предоставляя услуги корпоративным клиентам, и управляет собственной сетью лабораторий, предлогая качественную диагностику.

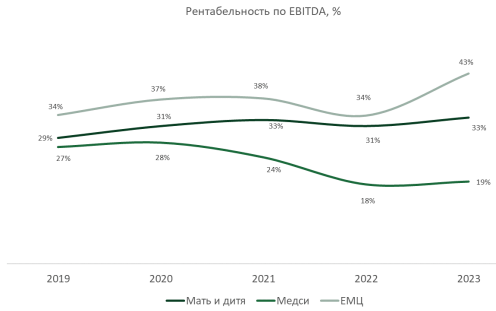
Положение на рынке. Если рассматривать рынок частной медицины по ключевым игрокам, можно выделить несколько основных направлений. «Мать и Дитя» фокусируется на женском здоровье, включая услуги ЭКО и родов. Европейский медицинский центр (ЕМЦ) обслуживает супер премиум-сегмент с высоким средним чеком, превышающим 350 евро. «Медси» занимает лидирующие позиции в работе с добровольным медицинским страхованием (ДМС), предлагая оптимальное сочетание качества и доступности медицинских услуг.



Источник: расчеты «Цифра брокер»

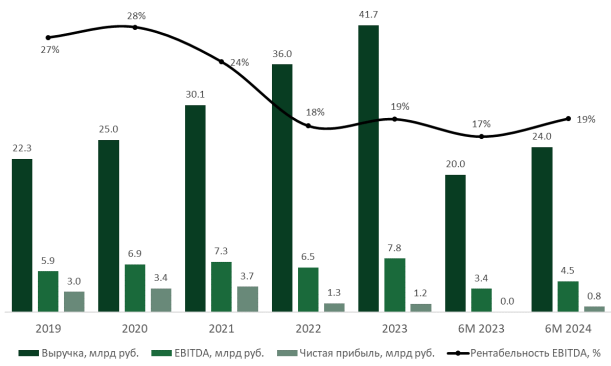
Финансовое положение. Выручка «Медси» преимущественно формируется за счет участия в программах ДМС, а также от прямых продаж медицинских услуг пациентам. На московский регион приходится около 90% доходов компании, что отражает значительный спрос на частную медицину в столице. Высокая степень проникновения ДМС позволяет «Медси» расти быстрее публичных конкурентов. Важным фактором также является раздробленность рынка: на топ-100 компаний приходится всего 27% его объема, что оставляет потенциал для дальнейшего роста. Однако при этом работа с ДМС характеризуется сравнительно более низкой рентабельностью, что ограничивает эффективность компании.

Источник: расчеты «Цифра брокер»



Отдельно стоит отметить ситуацию с долгом. У компании комфортная долговая нагрузка, коэффициент «Чистый долг»/EBITDA менее 1, а основная часть долга (около 77%) это облигации с купоном 9-10%.

Источник: данные компании



Cosmos — 100% оценочная доля АФК «Система»

Cosmos — крупнейшая гостиничная управляющая компания в России с диверсифицированной бизнес-моделью, объединяющей управление собственными отелями, сторонними гостиницами и проекты по развитию туристической инфраструктуры. Номерной фонд компании включает почти 10 000 номеров, из которых 8500 находятся в собственности, а 1500 — в управлении. Cosmos активно планирует увеличивать число номеров, находящихся под управлением, поскольку этот сегмент обладает высокой рентабельностью благодаря минимальным расходам. Комбинация запуска собственных отелей с моделью «управления без собственности» позволяет компании демонстрировать высокие темпы роста.

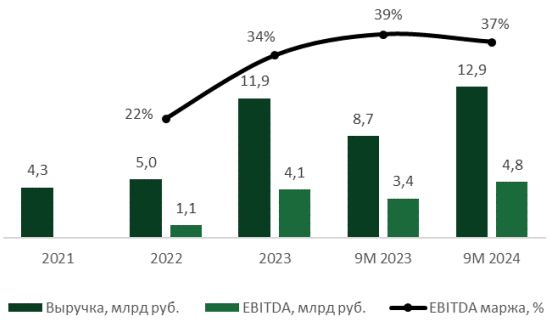
История развития. Активное развитие Cosmos Hotel Group (CHG) началось в 2017 году, когда компания приобрела гостиницы РГС с общим номерным фондом в 1379 номеров. Эта сделка позволила удвоить номерной фонд группы, сыграв важную роль в её расширении.

В 2022 году CHG продолжила активно развиваться, открыв три новых отеля: ПСБ Патриот, Cosmos Smart Когалым и Cosmos Smart Сегежа, что добавило порядка 430–440 номеров к общему фонду. В 2023 году компания сделала значительный шаг, приобретя сеть из 10 отелей Wenaas и запустив еще четыре новых отеля, что снова удвоило номерной фонд. Динамичное расширение продолжилось в 2024 году: за первую половину года Cosmos открыла три отеля в ключевых локациях — в Адлере, Санкт-Петербурге и Москве. До конца года планируется запуск новых объектов, что еще больше укрепит позиции группы на рынке гостиничного бизнеса и будет способствовать дальнейшему активному росту.

Перспективы роста. Общий номерной фонд России оценивается в 1,2 млн номеров, из которых лишь 615 тыс. соответствуют категории 3 звезды и выше, что и является целевым рынком для Cosmos. При этом рынок в целом растет медленно — среднегодовые темпы роста за период 2018–2023 составили всего 3,2%. В этих условиях наиболее перспективными направлениями развития для компании становятся дополнительные услуги, направленные на увеличение доходов с одного клиента, а также дальнейший рост заполняемости номеров. Это позволит Cosmos эффективно развиваться даже при низких темпах роста в отрасли.

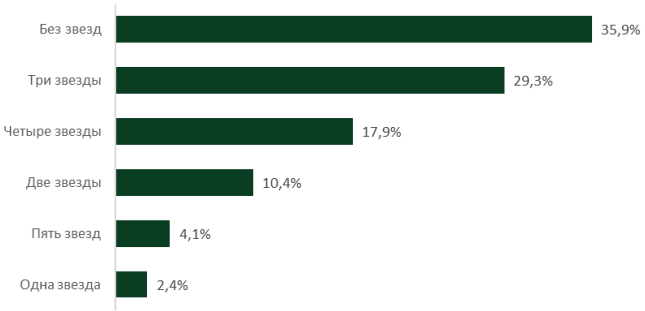
Источник: данные Росстата

Финансовое положение. Cosmos Hotel Group пока не раскрывает точных показателей долга, заявляя, что уровень долговой нагрузки находится в комфортных пределах. Компания активно использует льготные кредитные программы: государство инвестирует в туристическую инфраструктуру и предлагает проектное финансирование по субсидируемой ставке. Все новые проекты Cosmos пытается включить в эту программу, что позволяет получать финансирование по привлекательным ставкам около 6,5–7,5%.



Источник: данные компании

Бизнес компании демонстрирует рост эффективности. В первом полугодии 2024 года средняя стоимость номера увеличилась на 14%, достигнув 6,5 тыс. руб. в сутки благодаря внедрению динамического ценообразования. Маркетинговая стратегия помогла повысить загрузку отелей на 9 п. п., доведя её до 60%. Эти факторы обеспечили рост выручки на номер из общего доступного фонда (RevPAR) на 34% зв год, что отражает успешное развитие бизнеса.



Источник: данные Росстата

«Биннофарм Групп» — 75,3% доля АФК «Система»

«Биннофарм Групп» — одна из крупнейших фармацевтических компаний России, объединяющая пять производственных площадок в различных регионах страны. Компания входит в топ-20 фармацевтических компаний на российском рынке и входит в топ-5 отечественных производителей лекарственных препаратов.

Бизнес модель. «Биннофарм Групп» охватывает полный цикл разработки, производства, сбыта и продвижения более 400 лекарственных препаратов, представленных на рынках России и СНГ. Компания самостоятельно производит часть фармацевтических субстанций, а также импортирует сырье из Китая и Индии или закупает у российских поставщиков.

Ключевыми продуктами компании являются препараты «Кипферон», «Диклофенак» и «Ибупрофен». Ежегодно ассортимент дополняется 20–30 новыми наименованиями, что способствует расширению портфеля.

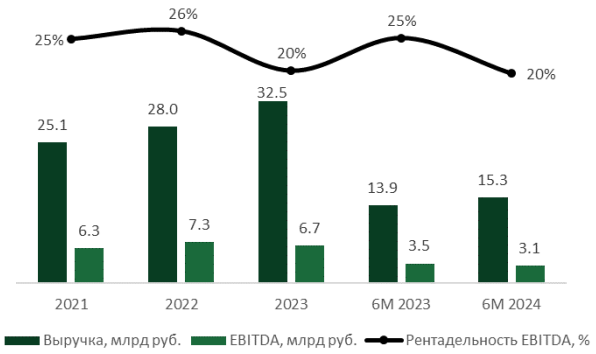
Компания занимает 2,3% коммерческого сегмента фармацевтического рынка и 1% государственного, причем в последние годы она стабильно увеличивает свою рыночную долю.

Перспективы бизнеса. Сильными сторонами и возможностями компании являются благоприятные условия для роста на фоне развития импортозамещения и увеличения внутреннего производства лекарств, что делает отечественную продукцию более востребованной. Выручка компании характеризуется высокой диверсификацией по продуктам, рынкам сбыта и географии, а производственные мощности расположены в разных регионах, что снижает риски. Компания успешно адаптировалась к изменениям, заменив европейское и американское оборудование на китайское, а также наладила стабильные цепочки поставок сырья и субстанций, из которых около 90% поступает из Китая и Индии.

Планы компании включают значительные инвестиции в R&D, которые являются ключевым элементом для разработки новых препаратов и укрепления позиций на рынке. В июне компания открыла первый офис в Китае, определив портфель продуктов для продвижения на китайском рынке и в странах Азии. Особый интерес представляет потенциал китайского рынка OTC (продукция аптек), который компания считает недооцененным. Руководство также подтвердило планы по запуску производства в ОАЭ, что укрепит позиции на ближневосточном рынке и станет плацдармом для дальнейшего международного развития.

Дополнительные возможности связаны с расширением экспортных поставок в страны Азии, Африки и Ближнего Востока, где растет спрос на качественные и доступные медикаменты. Компания также может углубить сотрудничество с китайскими и индийскими партнерами для улучшения условий поставок и расширения ассортимента субстанций, а также развивать портфель препаратов, ориентированных на потребности международных рынков, что поможет диверсифицировать источники дохода.

Финансовое положение. Компания показывает ежегодные темпы роста бизнеса по 10-15% (последние 4 года) за счет роста цен и добавления в портфель новых препаратов. Сейчас компания находится в активной инвестиционной фазе, финансируя исследования и разработки за счет заемных средств. По итогам шести месяцев коэффициент «Чистый долг»/EBITDA составил 2,7, а на обслуживании долга ушло 2,8 млрд руб. при операционной прибыли 1,7 млрд руб.



Источник: данные компании

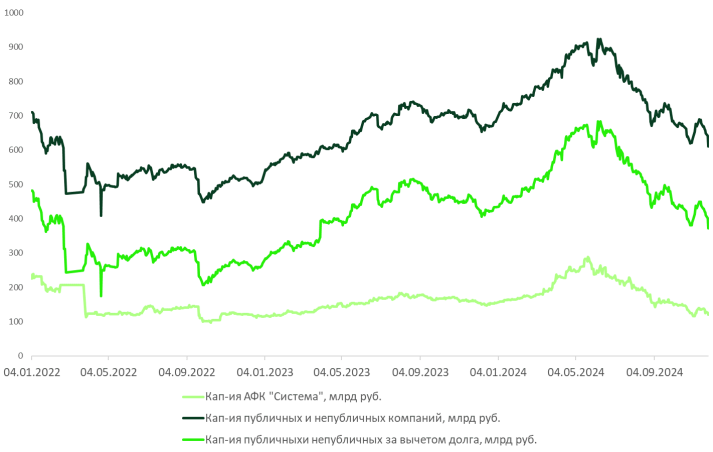
Сроки IPO. АФК «Система» заявляла о планах размещения нескольких портфельных компаний, в том числе «Биннофарм Групп». Но в этом году из-за жесткой денежно-кредитной политики бизнес не был «быть максимально готов воспользоваться окном возможностей». Размещение отложено на 2025 год или позднее в зависимости от конъюнктуры рынка.

Другие активы и оценка по сумме частей

АФК «Система» владеет рядом других активов, но пока большинство из них находятся на стадии инвестирования или роста, поэтому холдинг пока не планирует выводить их на IPO или получать от них денежный поток в виде дивидендов.

Портфельные активы

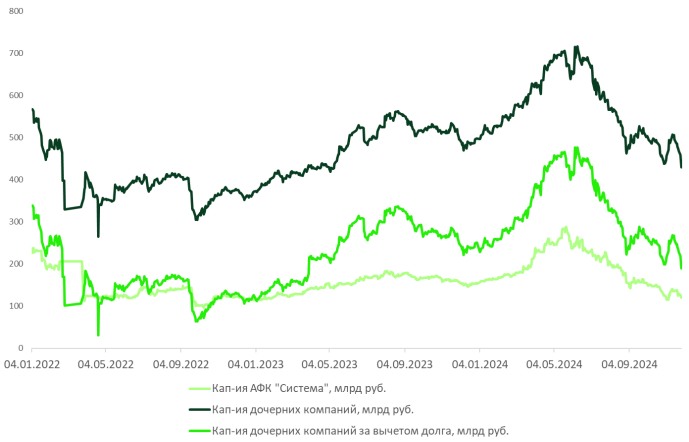
1. Агрохолдинг «СТЕПЬ» — одна из крупнейших аграрных компаний России, ведет свою деятельность с 2014 года. Агрохолдинг развивает бизнес по шести ключевым направлениям: растениеводство, молочное животноводство, трейдинг сельскохозяйственной продукции, сахарный и бакалейный трейдинг, садоводство, а также является лидирующим производителем фасованных сыров в России, плавленых сыров для сегмента HoReCa, дистрибьютором молочной продукции и ингредиентов. (По итогам 2023 года неаудированная выручка компании по МСФО увеличилась на 26,8% по сравнению с предыдущим годом, до 106,1 млрд руб. Показатель OIBDA составил 14,5 млрд руб.)
2. Ситроникс — многопрофильная российская ИТ-компания, основные активы Ситроникса — электросуда, электрозарядные станции, ЦОДы.
3. Natura Siberica — первая в России органическая косметика, созданная на основе дикорастущих трав и растений Сибири и Дальнего Востока. Уникальная компания на российском рынке.
4. «Холдинг Аква» — единственный производитель минеральной воды «Ессентуки» и «Нарзан», а также бренда Gorji.
5. Также у компании есть несколько фондов — Asia Fund, SmartTech, Venture Capital, но их оценить практически невозможно без знания их структуры.



Источник: расчеты «Цифра брокер»

Оценка по сумме частей. Метод оценки холдинговых компаний. Основная суть заключается в том, что холдинг не всегда получает денежный поток (как это происходит в традиционном бизнесе), так как дочерние компании могут не платить дивиденды. Поэтому применятся метод оценки SOP (sum of the parts), суммируются капитализации долей дочек и вычитается долг корпоративного центра.

Сумма капитализаций долей публичных дочек сильно превышает текущую капитализацию АФК «Система», но это не учитывает долг материнской компании (долг самой АФК «Система», за счет которого эти компании покупались). Если вычесть чистый долг (с учетом дополнительной эмиссии Segezha Group) корпоративного центра, то получится, что текущая оценка холдинга является справедливой, хотя корректнее применить холдинговый дисконт в размере 10-20%, так как у материнской компании есть свои операционные расходы.



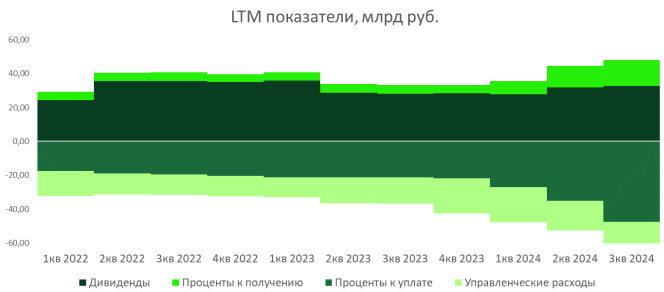
Источник: расчеты «Цифра брокер»

В то же время, если учесть стоимость непубличных дочек (капитализация оценивалась исходя из характерных для данной отрасли мультипликаторов), то акции АФК «Системы» торгуются с дисконтом около 68%. Такая ситуация сложилась исторически, так как холдинг почти не получает денежные потоки от непубличных компаний, а стоимость их полностью «не раскрыта» до проведения IPO (именно поэтому исторически после размещения акций дочерних компании, котировки АФК «Системы» также росли).

Долговая нагрузка

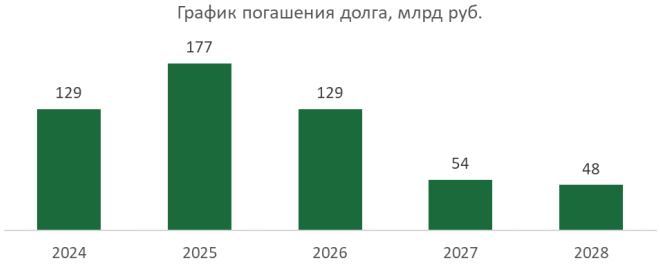
АФК «Система» исторически наращивала активы за счет увеличения долговой нагрузки, но в период жесткой денежной кредитной политики реализуются риски данной стратегии.

Ситуация с долгом. На текущий момент у компании 97 млрд руб. ликвидности, а долг почти достиг 500 млрд руб. минимум 68 млрд из которых пойдут на оплату дополнительной эмиссии Segezha Group. По итогам года выручка корпоративного центра составит около 33-34 млрд руб. (так как его основная часть – дивиденды от МТС в размере 29 млрд руб. уже поступили на счета компании). В то же время только по итогам года нетто процентные расходы составят около 35 млрд руб., а управленческие затраты составят 15-20 млрд руб.



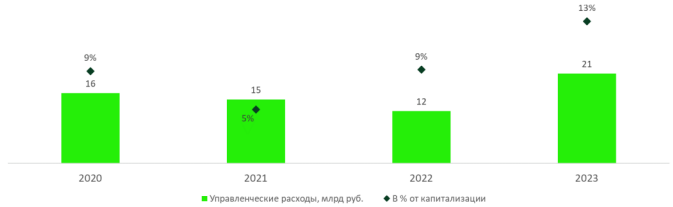
Источник: данные компании

Получается, при текущей ставке денежного потока от дочек не хватает даже на покрытие процентов по долговым обязательствам компании. Стоит отметить, что процентные доходы сильно упадут после дополнительной капитализации Segezha Group. В следующем году ситуация усугубится из-за необходимости рефинансировать собственный долг по более высокую уже ставке (сейчас средневзвешенная ставка по облигациям 11,5%, маловероятно, что в следующем году компания сможет занять ниже). Также есть вероятность, что МТС не сможет выплатить сопоставимый размер дивидендов из-за собственных проблем с долгом и необходимостью его рефинансирования.



Источник: данные компании

Управленческие расходы. Дисконт в оценке холдинга образуется как раз из-за этой статьи, так как у АФК «Система» есть свой офис, аналитики, менеджмент и совет директоров. Исторически у холдинга достаточно высокие управленческие расходы.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Также стоит отметить, что у эмитента идет сильное расхождение показателя чистый долг (долг – денежные средства) по презентациям с фактически публикуемой отчетностью.

Скорее всего это связано с тем, что часть финансовых вложений компания классифицирует как «денежные средства и эквиваленты», но представитель компании отказался комментировать эту разницу.

Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Резюме. Мы не добавляем акции в модельный портфель, так как АФК «Система» оказалась не в лучшей конъюнктурной ситуации. Исторически холдинг покупал активы за счет заемных средств и нагружал займами дочерние компании для ускорения их роста. С повышением процентных ставок процентные расходы сильно выросли и давят на компанию. При росте ставки до 23% в конце года справедливая цена акций АФК «Система» составит 10 руб., по нашей оценке. На снижении ключевой ставки холдинг сможет продолжить эффективно наращивать портфель, но до тех пор мы не добавляем акции АФК «Система» в наш модельный портфель.

ЦИФРА брокер

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес
123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес
123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов
Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов
Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: https://cifra-broker.ru/ Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целя (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.