



**СОЛИД**  
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ  
КОМПАНИЯ

# Еженедельный обзор инвестиций 16-20 августа

16  
авг  
Понедельник

Автор  
Донецкий Дмитрий



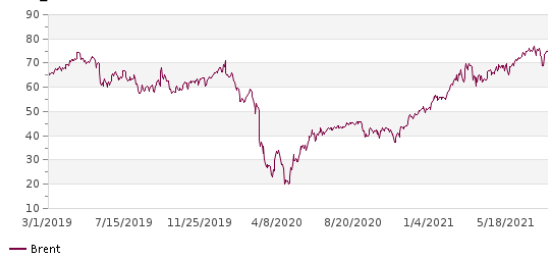
## Комментарий по рынкам

На прошлой неделе игроков не смущали ни рост заболеваемости дельта-штаммом коронавируса, ни локальные ограничения в Китае, ни предстоящий симпозиум глав центробанков в Джексон-хоуле. Росту американских индексов ничего не мешало. Однако чем ближе конец месяца, тем больше шансов на начало хотя бы «оздоравливающей» коррекции по S&P500 и Nasdaq100. Вполне вероятно в конце месяца мы узнаем решение ФРС о сворачивании стимулов. Рынок облигаций США похож сейчас на пружину, которая только натягивается. Есть все шансы, что к концу года мы увидим рост доходностей трежерей. В этой ситуации необходимо иметь достаточно запасов кэша, чтобы чувствовать себя безопасно. Поэтому мы не рекомендуем в текущей ситуации, когда на рынках эйфория, держать 100% или даже больше капитала в акциях.

Отечественный рынок продолжает восходящее движение также несмотря ни на что. Даже падающая нефть не мешает тяжеловесам индекса расти. Рост цен на газ в Европе сейчас выглядит аномальным. Бенефициарами этого праздника выступают Новатэк и Газпром, которые в данный момент зарабатывают рекордные прибыли. Также прекрасно себя чувствуют крупнейшие банки – Сбер и ВТБ. По итогам года мы также ожидаем рекордных прибылей. Всё это даёт предпосылки для обновления исторических максимумов по индексам и для укрепления рубля.

На прошлой неделе мы закрыли инвестиционную идею по акциям Белуга. Доход составил 40% за 18 дней. Идея заключалась в переоценке акций за счет кратного роста бизнеса в среднесрочной перспективе, а также фундаментальной недооценке по мультипликаторам. Однако реализации поспособствовал технический фактор, а также активное освещение компании в соцсетях. Такие идеи довольно редки, поэтому если вы прокатились даже вместе с нами, не стоит рассчитывать, что так будет каждый месяц. Рынок более умный, чем вам может показаться. С остальными инвестициями можно ознакомиться ниже.

### Нефть Brent





## Индекс Мосбиржи



## Сводная таблица Инвестиций

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	EV/EBITDA TTM	Р/Е скорр. TTM	DY 2021	Рекомендация	Краткое обоснование
ВТБ	VTBR	0.09	71%	-	5.7	13%	Покупать	Основная идея: сильный дисконт по форвардным мультипликаторам из-за роста прибыли и выплата дивидендов за 2021 год в размере 0,0063 рубля (13% дивидендность)
Newmont	NEM	75	21%	8.7	30	2%	Покупать	Рост инфляции в USD, большое количество проектов на стадии разведки, подтвержденные ресурсы и планы по освоению новых активов до 2030г.
Сегежа Групп	SGZH	10.2	42%	7.5	-	5%	Покупать	Рост производства, высокие цены на продукцию, дисконт к мировым аналогам
ViacomCBS	VIAC	75	84%	9.4	10.6	2%	Покупать	Рост стримингового сервиса, восстановление рынка рекламы и спортивных мероприятий, амбициозные планы по росту подписчиков цифрового телевидения, восстановление после технической коррекции
X5 Retail Group	FIVE	3250	34%	5.8	12.2	6%	Покупать	Рост бизнеса, IPO онлайн-сегмента, низкая оценка по мультипликаторам
Mail Ru Group	MAIL	2530	69%	14	37	0%	Покупать	Восстановление рынка рекламы и рост сегмента игр, низкие мультипликаторы
РусГидро	HYDR	1	23%	3.7	3.9	7%	Покупать	Окончание бумажных списаний и рекордные дивиденды
Юнипро	UPRO	3.5	24%	4.22	6.7	11%	Покупать	Ввод в эксплуатацию 3 энергоблока БГРЭС
Газпром нефть	SIBN	470	10%	4.4	13	4%	Держать	Рост цен на нефть, рост добычи

## ВТБ

ВТБ – банк №2 в РФ. В прошлом году банк был вынужден создавать большие резервы на фоне пандемии, что вызвало падение чистой прибыли и котировок. Из-за нехватки капитала банк не смог заплатить 50% чистой прибыли на дивиденды за 2019 год. Однако сейчас мы видим, что ситуация меняется.

### Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Крупнейший системообразующий банк
- Рост чистых процентных доходов более чем на 20% и рост кредитного портфеля на 15%
- Рост комиссионного дохода более чем на 40%
- Снижение расходов по резервам по обесценению кредитных активов
- Высокие ожидания менеджмента по чистой прибыли по итогам 2021 и 2022

### Акции

Код Блумберг	VTBR RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	0.0518		
Целевая цена	0.09		
Потенциал	74%		
Free float	30%		
<b>Финансы (млрд. руб)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Чистый проц. доход	440.6	531.7	638.0
Чистый комис. доход	108.5	136.8	184.6
Чистая прибыль	201.2	75.3	295.0
<b>Оценка</b>			
ROE ttm %	12.2%	4.4%	14.0%
P/BV	0.7	0.6	0.5
P/E	5.6	13.5	3.8
DY	1.7%	3.7%	12.2%



года

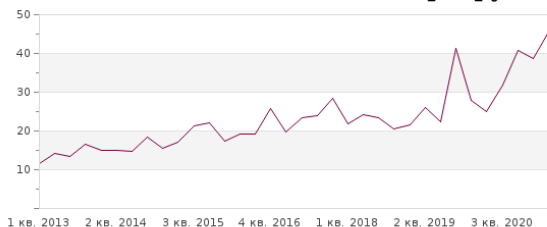
- Дисконт по мультипликаторам, даже с учетом привилегированных акций
- Высокая ожидаемая дивидендная доходность

### Негативные факторы и риски:

- Качество активов ВТБ хуже, чем у Сбера, что выражается в большей стоимости риска (на 50-60 б.п. выше) и в случае кризиса или новых локдаунов банк будет менее устойчив
- Хроническое недоверие к менеджменту и правлению ВТБ у рынка
- Риск недостаточности капитала и, как следствие, снижение нормы выплат дивидендов

**Основная идея: сильный дисконт по форвардным мультипликаторам из-за роста прибыли и выплата дивидендов за 2021 год в размере 0,0063 рубля (13% дивдоходность)**

### Чистый комиссионный доход млрд. руб.

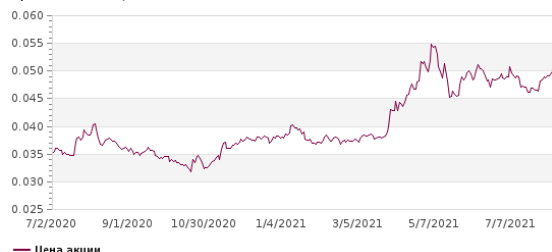


## Сегежа Групп

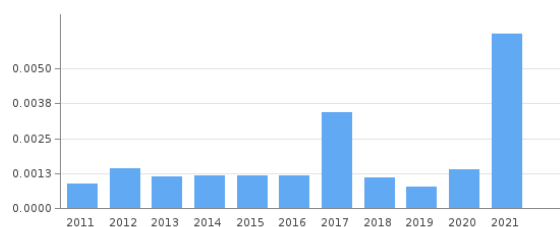
Segezha Group - один из крупнейших российских вертикально-интегрированных лесопромышленных холдингов с полным циклом лесозаготовки и глубокой переработки древесины. В состав холдинга входят российские и европейские предприятия лесной, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности.

Основной доход компания получает с производства бумаги и бумажной упаковки (более 57%), пиломатериалы занимают почти четверть дохода, остальную часть компания получает с производства фанеры и клееных деревянных конструкций. Компания продает более чем в 180 стран мира и имеет более 70% валютной выручки, что делает её стойкой к

### Цена акции



### Дивиденды на акцию



Акции			
Код Блумберг	SGZH RX		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена	7.4		
Целевая цена	10.2		
Потенциал	38%		
Финансы (млрд. руб.)	2019	2020	2021п
Выручка	59.0	69.0	87.0
OIBDA	14.0	18.0	24.0
Чистая прибыль	5.0	1.2	8.7
Оценка			
P/S	1.80		
EV/OIBDA	7.50		
ND/OIBDA	2.77	2.80	1.10
DY	4.7%		



ослаблению рубля. Также Сегежа имеет самообеспеченность сырьём на 70%, что делает её устойчивой к волатильности цен на сырьё. Компания вертикально-интегрирована, что является следствием правильного выполнения стратегии менеджментом.

За последние 5 лет компания существенно нарастила объемы производства. Средний годовой прирост производства мешочной бумаги составил 14%, фанеры 19%, а пиломатериалов более 7%. В дорожной карте компании стоит запуск заводов по производству фанеры, крафтовой бумаги и различных бумажных мешков в 2022-2023 годах. Это создает прочную основу для дальнейшего роста выручки и прибыли. К 2023 году согласно стратегии компания должна удвоить выручку и практически утроить показатель OIBDA по сравнению с 2020 годом. Таким образом, предполагается, что компания будет расти темпами более 20% в год. Ставка в этой компании, по нашему мнению, должна быть именно на рост. Более того, мы видим, что на мировых рынках сейчас есть большой спрос на древесину и пиломатериалы, что должно привести к росту цен на продукцию Сегежа Групп, а значит большему доходу в 2021 году.

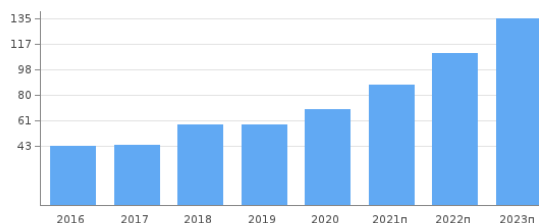
Недавно Совет директоров Сегежа Групп утвердил новую дивидендную политику. Менеджмент компании планирует выплачивать не менее 3 млрд. рублей на дивиденды, но и не более 5,5 млрд. в 2021-2023 годах. По нашим оценкам, дивидендная доходность будет около 4-5%.

Справедливую оценку компании мы находим по методу мультипликаторов. По нашему мнению, при среднерыночной оценке похожих компаний по EV/OIBDA 2021п 7,5х, акции Сегежи должны стоить 10,2 рубля.

### Что нам нравится в Сегежа Групп?

1. Рост производства и улучшение операционной эффективности, которые к 2023 году должны привести к удвоению выручки и утроению OIBDA.
2. Высокая доля валютной выручки, что особенно позитивно в свете регулярной девальвации рубля.
3. Высокая самообеспеченность сырьём, что защищает от волатильности цен и даёт большую

### Выручка

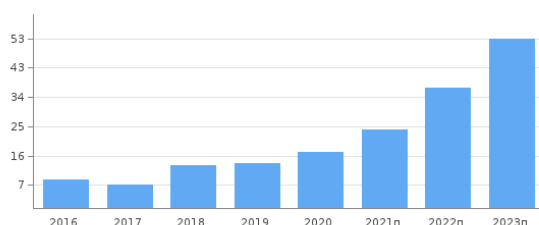




маржу при росте цен на конечную продукцию.

4. Хорошие текущие финансовые показатели, грамотная политика менеджмента и мажоритарного акционера АФК Системы

#### OIBDA



## X5 Retail Group

X5 Retail Group - это лидер продуктового ритейла в РФ. Компания занимает долю рынка в 12% и имеет оборот в почти 2 трлн рублей в год. Пандемия подтвердила защитный статус компании, т.к. несмотря на локдаун крупные продуктовые ритейлеры во главе с X5 смогли нарастить выручку и не растерять сопоставимые продажи. Рост продуктовой инфляции также способствует росту оборота компании.

На X5 мы смотрим в первую очередь как на историю роста. Компания за предыдущие 10 лет существенно нарастила бизнес и продолжает его увеличивать двузначными темпами. Этому способствует как рост торговых площадей с успешным форматом «магазинов у дома», так и рост LFL-продаж благодаря высокому ценностному предложению.

Недавно компания представила свою стратегию развития до 2023 года, в которой были озвучены финансовые цели. X5 планирует наращивать выручку темпами более 10% и сохранять уровень маржинальности по EBITDA выше 7%.

#### FIVE-гдр

Акции			
Код Блумберг	FIVE RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	2423		
Целевая цена	3250		
Потенциал	34%		
Free float	40%		
Финансы (млрд. руб.)	2019	2020	2021п
Выручка	1774.0	1973.0	2171.0
ЕБИТДА	127.0	147.0	167.1
Чистая прибыль	36.4	43.4	52.1
Оценка			
P/S	0.27	0.38	0.34
EV/ЕБИТДА	5.4	6.40	5.80
P/E	13.0	17.10	14.30
DY	6.3%	6.0%	7.4%



**Для реализации этого плана компания делает следующее:**

1. Развитие жестких дискаунтеров «Чижик» - формата магазинов, который набирает популярность.
2. Переориентирование гипермаркетов «Карусель» в супермаркеты «Перекресток» и закрытие части магазинов ввиду тенденции на отток трафика из крупноформатных магазинов.
3. Развитие онлайн-маркетплейса «Перекресток Впрок» и его последующее IPO.
4. Открытие обновленных магазинов «Пятерочка» и «Перекресток» с улучшенным ассортиментом с приоритетом на готовую и свежую продукцию.
5. Проведение цифровой трансформации, способствующей росту рентабельности.

Мы считаем, что компания успешно достигнет заявленных целей, т.к. они довольно консервативны. Также мы ожидаем определенную переоценку компании из-за IPO онлайн-маркетплейса, которое может состояться уже в 2022 году. Наша целевая цена на 2021 год - 3250 рублей, что соответствует прогнозируемому мультипликатору EV/EBITDA 2021 6,6x.

## Mail Ru Group

Mail Ru Group - это одна из двух главных интернет-компаний в РФ. Mail Ru Group (далее MRG) работает уже более 20 лет и более 10 лет торгуется на биржах. В прошлом году гдр компании получили листинг на МосБирже. По итогам ноябрьского пересмотра бумаги MRG вошли в Индекс MSCI Russia.

Акции			
Код Блумберг	MAIL RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	1493		
Целевая цена	2530		
Потенциал	69%		
Free float	50%		
Финансы (млрд. руб.)	2019	2020	2021п
Выручка	87	107.4	128.9
EBITDA	27.1	26.9	36.0
Чистая прибыль	14.4	10.0	21.9
Оценка			



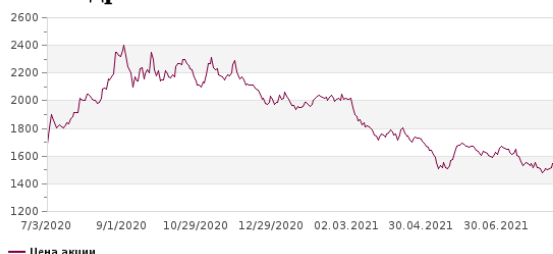
Бизнес MRG можно разделить на несколько сегментов: интернет-реклама, игры, платные услуги в соцсетях и сегмент экспериментов. Ядро бизнеса - это социальные сети Вконтакте и Одноклассники. Вокруг них строится экосистема MRG, в которую входят доставка еды, такси, онлайн-школы, доски объявлений, медиасервисы и прочее. Доля рекламной выручки на 2019 год составляла 42%.

P/S	3.00	4.14	3.10
EV/EBITDA	10.40	16.80	10.50
P/E	18.5	44.00	17.20
DY	0.0%	0.0%	0.0%

Отчет за 2 кв. 2021 был на уровне наших ожиданий. Выручка выросла на 18%. Рынок рекламы восстановился до докризисных уровней и смог показать рост, а сегмент игр характеризуется сохранением стабильных результатов после высокой базы прошлого года. Также быстро развиваются образовательные площадки Skillbox и GeekBrain. Менеджмент прогнозирует рост по году ориентировочно на 20%.

EBITDA незначительно снизилась, однако мы уже наблюдаем разворот маржинальности. Рынок сейчас обращает внимание именно на это. Второй квартал является последним кварталом, когда в Mail.ru были большие инвестиции в маркетинг и персонал. Напомним, что тут такая же ситуация как в Яндексе: в IT-компаниях инвестиции в основном идут через операционные расходы, а не через капитальные, т.к. это непроизводственные компании. Поэтому и относиться к падению маржинальности нужно как к инвестициям в будущий рост. Менеджмент заверяет, что в следующих кварталах нас ждет рост маржинальности по всем фронтам, поскольку повышенные инвестиции уже сделаны.

### MAIL-гдр





По любым вопросам касательно данного обзора, пожалуйста,  
обращайтесь к аналитику Донецкому Дмитрию

Донецкий Дмитрий  
Аналитик АО ИФК «Солид»  
+7 (495) 228-70-10  
d.donetskiy@solidbroker.ru

## АО ИФК «Солид»

Телефон: +7 (495) 228-70-10  
E-mail: [solid@solidbroker.ru](mailto:solid@solidbroker.ru)

Хорошевское шоссе, д. 32А  
Москва, 125284, Россия

Лицензии на осуществление:

- брокерской деятельности - № 045-06790-100000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия;
- дилерской деятельности - № 045-06793-010000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия;
- деятельности по управлению ценными бумагами - № 045-06795-001000, выдана ФКЦБ России 24 июня 2003 г. без ограничения срока действия;
- депозитарной деятельности - деятельности - № 045-06807-000100, выдана ФКЦБ России 27 июня 2003 г. без ограничения срока действия.

При подготовке данного обзора использована информация из следующих источников: Bloomberg, Cbonds, Financial Times, Reuters, Wall Street Journal, Ведомости, РИА Новости, Интерфакс, Коммерсант, РБК, Росстат, Прайм-Тасс и других.

Настоящий документ не может рассматриваться в качестве публичной оферты. Информация и мнения, представленные в данном отчете, подготовлены компанией АО ИФК «Солид». АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность представленной в настоящем документе информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники не несут ответственность за инвестиционное решение клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. АО ИФК «Солид», ее руководство и сотрудники, также не несут ответственность за прямые или косвенные потери или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какойлибо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Рекомендации и мнения, высказанные в данном отчете, являются исключительно мнением АО ИФК «Солид», и не являются предложением о покупке или продаже ценных бумаг, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Без разрешения АО ИФК «Солид» данный отчет запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в электронную форму, переводить на другие языки, рекламировать, включать в базы данных.