



**СОЛИД**  
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ  
КОМПАНИЯ

# Еженедельный обзор инвестиций 20-24 сентября 2021

20  
сен  
Понедельник

Автор  
Донецкий Дмитрий



## Комментарий по рынкам

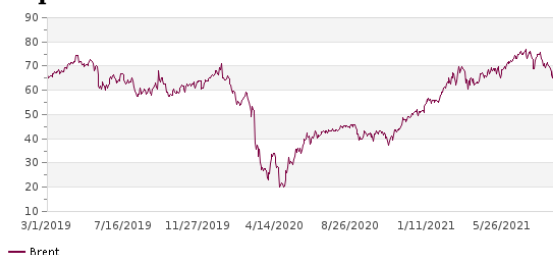
Ещё в прошлом еженедельном обзоре мы говорили, что американские индексы уж слишком напоминают графики полной доходности облигаций, и что такая ситуация долго продолжаться не может. И вот в последние дни индекс S&P500 уже пробил 50-дневную скользящую среднюю и скорректировался на 4% с максимумов. Причин этому мы видим несколько. Во-первых, отсутствие позитива. По сути, все драйверы, которые были ранее, иссякли. У индексов больше нет поводов для роста. Во-вторых, корпорации сообщают, что из-за инфляции будут пересмотрены прогнозы по прибыли в третьем квартале. Рост инфляции при снижении экономического роста, т.н. стагфляция, сейчас выходит на повестку дня у американских инвесторов. В-третьих, проблемы в Китае, где ожидается банкротство крупнейшего застройщика Evergrande, что может ударить по финансовой системе Китая и замедлить рост ВВП, а рост всей мировой экономики. В такой ситуации коррекции индексов уже никак не избежать. Мы ожидаем, что индекс S&P500 может смело откатиться от максимумов на 5-10%, после чего трейдеры, следуя любимому правилу «buy the dip», начнут выкупать просадку.

Отечественный рынок хоть и выглядит сильнее американского, но, так или иначе, снижается под влиянием внешнего фона. Поддержку нашим индексам оказывают высокие котировки нефти и газа. Ряд инвестдомов ставят на то, что рост цен на нефть может продолжиться до \$100 за баррель. На российском рынке рекордная форвардная дивидендность, что, по идее, не должно соблазнять «медведей» на более серьёзные действия. Поэтому мы рекомендуем пользоваться любой просадкой для набора позиций по российским акциям.

P.S. На выходных вышло очередное [ВИДЕО](#) с ответами на ваши вопросы. Рекомендуем к просмотру!

P.P.S. 23 сентября в четверг в 20:00 МСК состоится наш традиционный стратегический вебинар по российскому рынку акций. Ссылка для регистрации [ТУТ](#).

**Нефть Brent**



**Индекс Мосбиржи**



## Сводная таблица Инвестиций

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	EV/EBITDA TTM	Р/Е скорр. TTM	DY 2021	Рекомендация	Краткое обоснование
Петропавловск	POGR	39	79%	5.5	-	0%	Покупать	Основная идея: переоценка за счёт разворота производственных показателей и снижения себестоимости добычи, начало выплат дивидендов, презентация новой стратегии в октябре
Coinbase	COIN	360	46%	-	22	0%	Покупать	Основная идея: рост выручки на фоне дальнейшего проникновения обращения криптовалют среди ритейл- и институциональных инвесторов.
ВТБ	VTBR	0.09	67%	-	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	29%	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	10.6	20%	6.7	-	4%	Покупать	Рост производства, высокие цены на продукцию, дисконт к мировым аналогам



ViacomCBS	VIAC	75	81%	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	39%	5.8	12.2	6%	Покупать	Рост бизнеса, IPO онлайн-сегмента, низкая оценка по мультипликаторам
Mail Ru Group	MAIL	2530	68%	14	37	0%	Покупать	Восстановление рынка рекламы и рост сегмента игр, низкие мультипликаторы
РусГидро	HYDR	1	20%	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

## Петропавловск

Петропавловск - одна из крупнейших золотодобывающих компаний России, как по производству, так и по золоторудным запасам и минеральным ресурсам. Входит в топ-5 по добыче золота в РФ. Обладает сложными огнеупорными рудами, для переработки которых был создан Покровский автоклавный комплекс. Имеет 3 основных месторождения: Пионер, Албын, Маломыр.

### Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Выход на полную мощность Покровского АГК
- Замещение переработки сторонних руд на собственные, что должно серьёзным образом снизить себестоимость добычи
- Рост производства золота вследствие запуска флотационного комбината на Пионере в начале лета
- Потенциальное начало выплаты дивидендов со следующего года
- Снижение операционных расходов после «наведения порядка» новым менеджментом
- Новый опытный менеджмент из Highland Gold Mining
- Презентация новой стратегии в октябре
- Потенциальное слияние с ЮГК - компанией, которой владеет мажоритарий

### Негативные факторы и риски:

- Незавершенный корпоративный конфликт, что привело к спаду производства и росту себестоимости
- Снижение цен на золото
- Проблемы с продажей железнорудной дочки IRC и, как следствие, ограничение

Акции		
Код Блумберг	POGR RX	
Рекомендация	Покупать	
Последняя цена	21.8	
Целевая цена	39	
Потенциал	79%	
Free float	65%	
Финансы (млрд. руб.)		
Выручка	71 59.1	74.4
ЕБИТДА	25.3 20.6	32.1
Маржинальность ЕБИТДА	36% 35%	43%
Оценка		
Чистый долг/ЕБИТДА	1.46 1.77	1.10
EV/ЕБИТДА	5.47 5.56	3.60



использования долгового капитала (сейчас есть поручительство по долгу IRC)

- Скрытые проблемы, которые могли остаться после прошлого менеджмента

**Основная идея: переоценка за счёт разворота производственных показателей и снижения себестоимости добычи, начало выплат дивидендов, презентация новой стратегии в октябре**

## Coinbase

Coinbase - вторая в мире по объему сделок криптобиржа, представляет собой полностью регулируемую и лицензированную организацию, предоставляющую доступ к торгам всем штатам США, кроме Гавайских островов.

Американская компания Coinbase основана в 2012г. и базируется в Сан-Франциско, штат Калифорния. Coinbase предлагает электронный кошелек и платформу для проведения сделок и хранения (депозитарий) соответственно 83 и 142 криптовалют.

Менеджмент видит рост бизнеса путем вовлечения в «крипто-экономику» до 1 млрд людей по всему миру. **Основные драйверы роста:**

- добавление новых крипто-инструментов для торговли и депозитарного хранения;
- развитие сервисов на зарубежных рынках;
- добавление интеграций с другими финансовыми, платежными системами для формирования пользовательской экосистемы.

**Положительные факторы инвестиционной идеи:**

+ крупнейшая криптобиржа в США, подчиняющаяся требованиям регуляторов;

+11-кратный г-г рост выручки за 2-й кв. 2021г.;

+привлекательная модель бизнеса: компания зарабатывает на торговых комиссиях при любой фазе цикла крипто-индустрии.

Акции		
Код Блумберг	COIN US	
Рекомендация	Покупать	
Текущая цена	242	
Целевая цена	360	
Потенциал	49%	
Финансы (млрд. долл.)	2020	2021п
Выручка	1.1	7.0
EPS	0.6	11.5
Оценка		
P/E	22	
DY	0.0%	



### Негативные факторы и риски:

-сопоставимый комиссионный заработок может снижаться при снижении цен криптовалют из-за охлаждения интереса к индустрии;

-регуляторные риски со стороны финансовых служб и институтов США и других стран;

-высокая волатильность капитализации криптоиндустрии в целом и акций соответствующих компаний.

**Основная идея: рост выручки на фоне дальнейшего проникновения обращения криптовалют среди ритейл- и институциональных инвесторов.**

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

### Негативные факторы и риски:

- Качество активов ВТБ хуже, чем у Сбера,

### Акции

Код Блумберг	VTBR RX
Рекомендация	Покупать
Последняя цена	0.054
Целевая цена	0.09
Потенциал	67%
Free float	30%

Финансы (млрд. руб)	2019	2020	2021
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

### Оценка

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%	11.7%

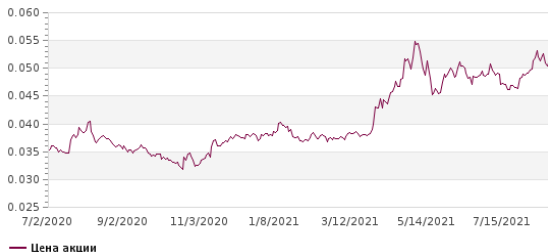
### Цена акции



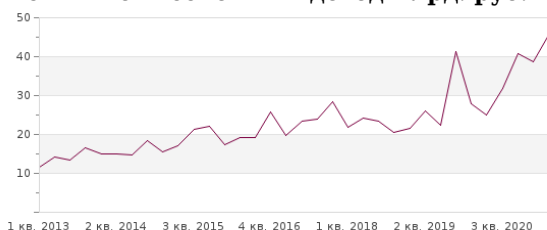
что выражается в большей стоимости риска (на 50-60 б.п. выше) и в случае кризиса или новых локдаунов банк будет менее устойчив

- Хроническое недоверие к менеджменту и правлению ВТБ у рынка
- Риск недостаточности капитала и, как следствие, снижение нормы выплат дивидендов

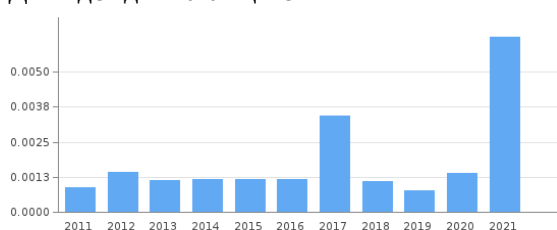
**Основная идея: сильный дисконт по форвардным мультипликаторам из-за роста прибыли и выплата дивидендов за 2021 год в размере 0,0063 рубля (13% дивдоходность)**



#### Чистый комиссионный доход млрд. руб.



#### Дивиденды на акцию



## 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 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

#### Акции

Код Блумберг	SGZH RX		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена	8.82		
Целевая цена	10.6		
Потенциал	20%		
<b>Финансы (млрд. руб.)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021п</b>
Выручка	59.0	69.0	87.0
OIBDA	14.0	18.0	24.0
Чистая прибыль	5.0	1.2	8.7
<b>Оценка</b>			
P/S	1.80		
EV/OIBDA	7.50		
ND/OIBDA	2.77	2.80	1.10
DY	4.0%		



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.

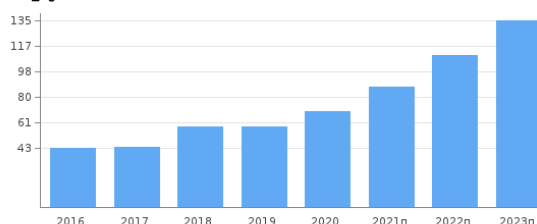
Недавно Совет директоров Сегежа Групп утвердил новую дивидендную политику. Менеджмент компании планирует выплачивать не менее 3 млрд. рублей на дивиденды, но и не более 5,5 млрд. в 2021-2023 годах. По нашим оценкам, дивидендная доходность будет около 4-5%.

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 10,6 рубля.

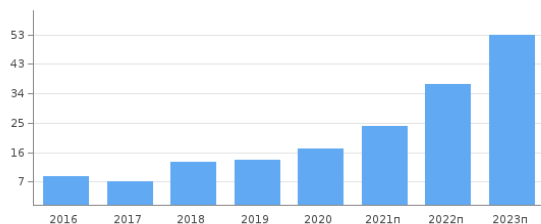
### Что нам нравится в Сегежа Групп?

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 маржу при росте цен на конечную продукцию.
4. Хорошие текущие финансовые показатели, грамотная политика менеджмента и мажоритарного акционера АФК Системы

### Выручка



### 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



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

1. Развитие жестких дискаунтеров «Чижик» - формата магазинов, который набирает популярность.

Акции			
Код Блумберг	FIVE RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	2334		
Целевая цена	3250		
Потенциал	39%		
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%	7.7%



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 6,6х.

## 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.

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%.

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.

Акции			
Код Блумберг	MAIL RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	1572		
Целевая цена	2530		
Потенциал	61%		
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			
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%



Также быстро развиваются образовательные площадки Skillbox и GeekBrain. Менеджмент прогнозирует рост по году ориентировочно на 20%.

ЕБИТДА 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



MRG сможет показать по итогам 2021 года рост выручки на уровне 20% и увеличить маржинальность на фоне восстановления более рентабельного рекламного бизнеса. Компания является хорошим кандидатом на добавление в портфели роста. Мы определили целевую цену акций на 2021 год 2530 рублей на основании метода мультипликаторов. Считаем, что текущие цены являются крайне привлекательными для покупок.

#### Что нам нравится в MRG:

- ставка на восстановление рынка рекламы и возврат к прежним темпам роста в 15-20%
- восстановление маржинальности после окончания основных инвестиций
- быстрорастущий сегмент игр, который может выйти на IPO
- валютная выручка сегмента игр



- кратный рост сегмента экспериментов
- дисконт по форвардным мультипликаторам к аналогам и к исторической оценке компании



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

© 2020 АО ИФК «Солид». Все права защищены.  
Телефон: +7 (495) 228-70-10 Сайт: [www.solidbroker.ru](http://www.solidbroker.ru)  
Хорошевское шоссе, д. 32А, Россия, Москва, 125284