



**СОЛИД**  
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ  
КОМПАНИЯ

# Еженедельный обзор инвестидей 27 сентября - 1 октября 2021

27  
сен  
Понедельник

Автор  
Донецкий Дмитрий



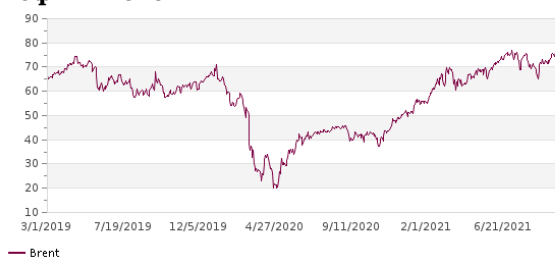
## Комментарий по рынкам

После непродолжительной коррекции американские индексы вновь были выкуплены. Потенциальные проблемы Китая с застройщиком Evergrande стремительно ушли с повестки дня мировых СМИ. Новая «жвачка» - это вопрос потолка госдолга, за повышение которого должен проголосовать Конгресс США. В период межсезонья любой небольшой негативный повод может раздуться и приводить к волатильности на рынках. Однако, по большому счету, рынкам всё это не мешает расти. Но и поводов для ралли также нет.

Российский рынок в шаге от обновления исторического максимума по индексу МосБиржи. Нефтегазовые тяжеловесы индекса вытаскивают рынок «на север». Стоимость нефти в рублях находится на исторических максимумах, как и стоимость газа. В Европе происходит энергетический кризис, вызванный нехваткой энергоносителей. Пока что, такая конъюнктура очень привлекательна для российских нефтяников. Однако газа и нефти в мире полно, поэтому коррекция цен рано или поздно наступит. А пока можно зарабатывать сверхприбыли акционерам и государству.

Одна из наших старых инвестиций - Газпром нефть - уже подошла вплотную к историческим максимумам. Идея была выпущена ещё до ковидного кризиса, однако вовремя не была закрыта. Пришлось ждать практически полтора года её реализацию. Долгосрочный потенциал ещё остаётся, однако краткосрочный уже иссякает. В ближайшее время эту идею мы, возможно, будем закрывать, при появлении признаков разворота. 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
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	55%		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	39%	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	67%	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	480	2%	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 серьезным 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 использования долгового капитала (сейчас есть поручительство по долгу IRC)
- Скрытые проблемы, которые могли остаться после прошлого менеджмента

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



**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.

**Негативные факторы и риски:**

- сопоставимый комиссионный заработок может снижаться при снижении цен криптовалют из-

Акции		
Код Блумберг	COIN US	
Рекомендация	Покупать	
Текущая цена	232	
Целевая цена	360	
Потенциал	55%	
Финансы (млрд. долл.)	2020	2021п
Выручка	1.1	7.0
EPS	0.6	11.5
Оценка		
P/E	22	
DY	0.0%	



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, 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

Акции			
Код Блумберг	VTBR RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	0.054		
Целевая цена	0.09		
Потенциал	67%		
Free float	30%		
Финансы (млрд. руб)			
Чистый проц. доход	2019	2020	2021
	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**



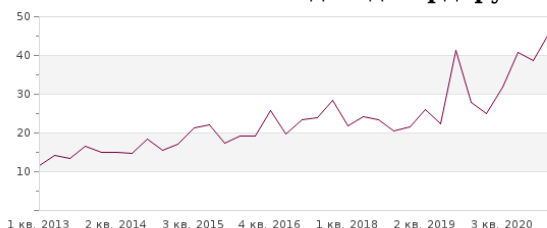
правлению ВТБ у рынка

- Риск недостаточности капитала и, как следствие, снижение нормы выплат дивидендов

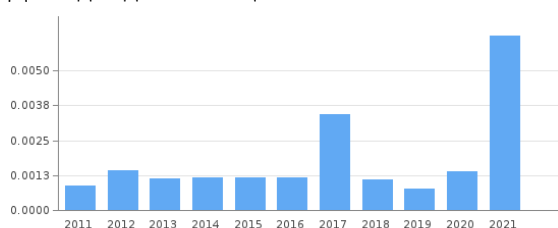
**Основная идея: сильный дисконт по форвардным мультипликаторам из-за роста прибыли и выплата дивидендов за 2021 год в размере 0,0063 рубля (13% дивдоходность)**



**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 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

Акции			
Код Блумберг	SGZH RX		
Рекомендация	Покупать		
Текущая цена	8.82		
Целевая цена	10.6		
Потенциал	20%		
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	4.0%		



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.

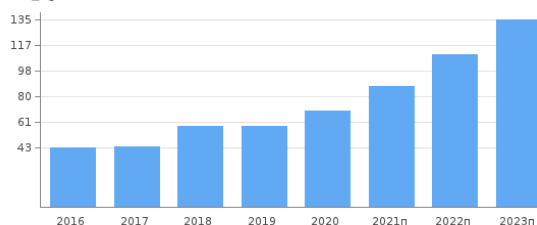
Недавно Совет директоров Сегежа Групп утвердил новую дивидендную политику. Менеджмент компании планирует выплачивать не менее 3 млрд. рублей на дивиденды, но и не более 5,5 млрд. в 2021-2023 годах. По нашим оценкам, дивидендная доходность будет около 4-5%.

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.

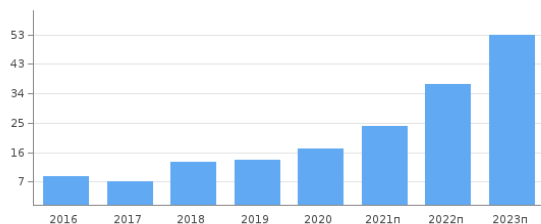
### Что нам нравится в Сегежа Групп?

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.



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.

© 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