



СОЛИД
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ
КОМПАНИЯ

Еженедельный обзор инвестиций 9-13 августа 2021

09
авг
Понедельник

Автор
Донецкий Дмитрий



Комментарий по рынкам

Август – традиционно не самый лучший месяц для рынков. Хотя по текущему положению индексов такого не скажешь. Американские рынки продолжают штурмовать максимумы хоть и достаточно вяло. Тем не менее, поводов для роста всё меньше и меньше. В пятницу вышли данные по безработице, которые превзошли ожидания рынка. Господин Пауэлл, глава ФРС, ранее заявлял, что при принятии решения о сворачивании стимулов будет руководствоваться ситуацией на рынке труда. После выхода пятничной статистики шансы на сворачивание стимулов в сентябре резко возрастают. Золото уже отреагировало негативно, в дальнейшем мы ожидаем некоторое охлаждение индексов.

Российский рынок, однако, продолжает рост. Локомотивом выступает Сбербанк, чьи акции обновляют исторические максимумы на хорошей отчетности и ожиданиях рекордных дивидендов. Также не можем не упомянуть череду происшествий на крупных предприятиях в Газпроме и НЛМК. Реакция рынка была соответствующая, хотя серьезных проблем эти аварии не должны принести.

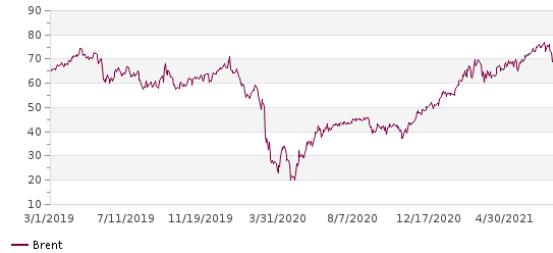
На прошлой неделе мы выпустили инвестицию по акциям ВТБ. В прошлом году наш опыт с бумагами ВТБ был неудачен. Сейчас же мы видим, что слова менеджмента подтверждаются отчетностью и рыночными трендами, поэтому решили вновь открыть идею с покупкой ВТБ с очень высоким апсайдом. Более подробно вы можете прочитать про идею ниже.

Также мы хотим напомнить, что в рамках этого обзора представлена только малая часть инвестиционных идей. Большинство идей мы выпускаем в рамках тарифа «Персональный брокер». Ознакомиться с условиями можно по ссылке: https://solidbroker.ru/personal-broker?utm_source=solid_youtube

P.S. На выходных мы выпустили **большой выпуск** с ответами на ваши вопросы, которые вы задавали в нашем **телеграм-канале**. Настоятельно рекомендуем к просмотру. Информация ценнейшая.

Индекс Мосбиржи

Нефть Brent





Сводная таблица Инвестиций

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	EV/EBITDA TTM	P/E скорр. TTM	DY 2021	Рекомендация	Краткое обоснование
ВТБ	VTBR	0.09	84%	-	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)
Белуга	BELU	3600	36%	5.8	12	2%	Покупать	Белуга планирует увеличить выручку в 2 раза к 2024 году и повысить маржинальность EBITDA с 14,5% до 17%. Белуга планирует расширить сеть супермаркетов «Винлаб» в 4 раза к 2024 году. Недооценка по форвардным мультипликаторам относительно сектора и историческая. Технический разворотный сигнал.
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	37%	5.8	12.2	6%	Покупать	Рост бизнеса, IPO онлайн-сегмента, низкая оценка по мультипликаторам
Mail Ru Group	MAIL	2530	63%	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	25%	4.22	6.7	11%	Покупать	Ввод в эксплуатацию 3 энергоблока БГРЭС
Газпром нефть	SIBN	470	11%	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%

Акции

Код Блумберг	VTBR RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	0.049		
Целевая цена	0.09		
Потенциал	84%		
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%	12.9%



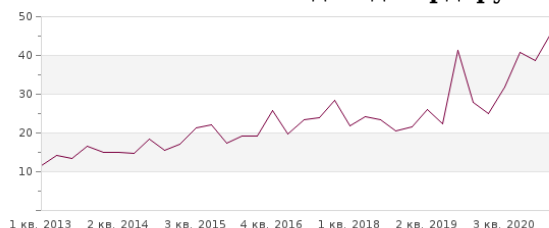
- Снижение расходов по резервам по обесценению кредитных активов
- Высокие ожидания менеджмента по чистой прибыли по итогам 2021 и 2022 года
- Дисконт по мультипликаторам, даже с учетом привилегированных акций
- Высокая ожидаемая дивидендная доходность

Негативные факторы и риски:

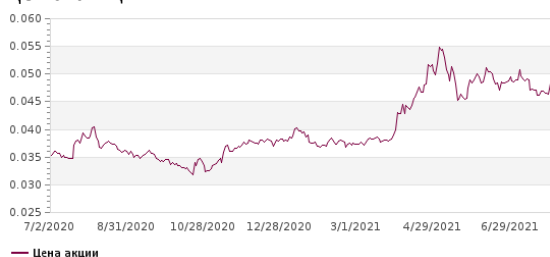
- Качество активов ВТБ хуже, чем у Сбера, что выражается в большей стоимости риска (на 50-60 б.п. выше) и в случае кризиса или новых локдаунов банк будет менее устойчив
- Хроническое недоверие к менеджменту и правлению ВТБ у рынка
- Риск недостаточности капитала и, как следствие, снижение нормы выплат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

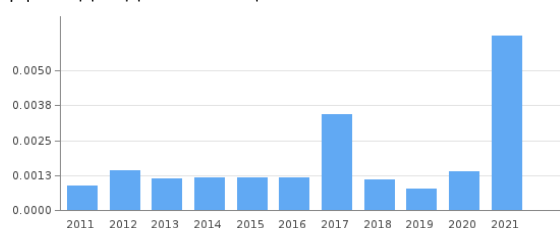
Чистый комиссионный доход млрд. руб.



Цена акции



Дивиденды на акцию



Белуга Групп

Белуга Групп - один из крупнейших производителей и импортёров крепкого алкоголя в России. Занимает первое место по производству водки и ликеро-водочных изделий, а также бренди в РФ и лидирует в премиальном сегменте.

Компания показывает рост операционных показателей, несмотря на сокращение потребления крепкого алкоголя в РФ. В плане экспорта компания сфокусирована на

Акции

Код Блумберг	BELU RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	2707		
Целевая цена	3600		
Потенциал	33%		
Free float	27%		
Финансы (млрд. руб.)	2020	2021п	2022п
Выручка	63	76	91
ЕБИТДА	9	11	14
EPS	197	232	218
Оценка			
P/S	0.6	0.5	0.4
EV/ЕБИТДА	6.0	5.0	4.1
P/E	16.2	11.2	8.2
DY	3.1%	2.1%	3.1%

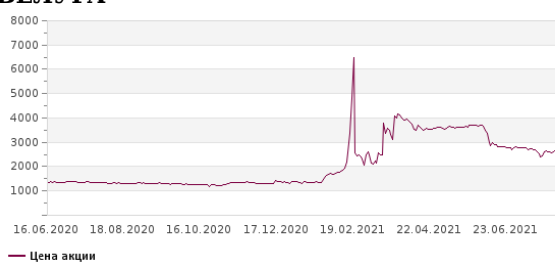


продвижении бренда суперпремиальной водки BELUGA, примерно половина продаж которой приходится на иностранные рынки. Помимо этого, компания развивает сеть алкогольных супермаркетов «Винлаб», половина точек которой сосредоточена на Дальнем Востоке, а остальные в Москве и Санкт-Петербурге, и ограниченно инвестирует в производство продуктов питания.

Структура выручки выглядит следующим образом: 64% приходится на продажу собственной алкогольной продукции, 32% на дистрибуцию сторонних брендов и 4% занимает непрофильный бизнес в виде производства и продажи продуктов питания, от которого Белуга Групп постепенно избавляется.

Компания реализует свою продукцию и продукцию брендов, дистрибьютором которых является, через свою сеть алкогольных супермаркетов «Винлаб». Согласно стратегии компании, количество магазинов «Винлаб» к 2024 году должно вырасти с 645 до 2500 штук, т.е. почти в 4 раза. При этом почти половину выручки к 2024 году должны составлять продажи через эти магазины.

БЕЛУГА



Помимо этого, компания продает алкоголь через онлайн-канал. Тем не менее, продажи происходят не по классической модели e-commerce, когда вы делаете заказ в приложении и курьер вам доставляет заказ, а по модели сборки заказа через приложение в ближайшем магазине или складе с самовывозом. Менеджмент рассчитывает, что в ближайшее время законодательство поменяется в пользу расширения доставки алкоголя на дом. Даже если этого не произойдет, преимущество онлайн-канала в том, что здесь выше средний чек покупки.



Главная ценность Белуги в том, что согласно стратегии компания удвоит выручку к 2024 году при плавном росте маржинальности.

Дивиденды согласно дивполитике выплачиваются исходя из 25% чистой прибыли. За 2020 год менеджмент направил 50% от чистой прибыли, дивдоходность составила порядка 3%. Мы предполагаем, что с учетом стремительного развития бизнеса менеджмент в следующие годы до 2024 года будет направлять на дивиденды порядка 25% от чистой прибыли, затем перейдет на выплату 50% от чистой прибыли.

Резюме идеи:

- Компания планирует увеличить выручку в 2 раза к 2024 году и повысить маржинальность EBITDA с 14,5% до 17%, что не учтено рынком
- Белуга планирует расширить сеть супермаркетов «Винлаб» в 4 раза к 2024 году
- Дисконт по форвардным мультипликаторам относительно сектора и исторической оценки
- Справедливая оценка, по нашим расчетам, на 2021 год 3600 рублей

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

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%		



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 объёмы 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.

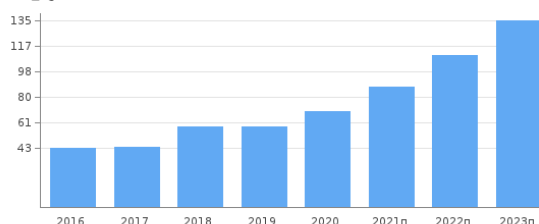
Недавно Совет директоров Сегежа Групп утвердил новую дивидендную политику. Менеджмент компании планирует выплачивать не менее 3 млрд. рублей на дивиденды, но и не более 5,5 млрд. в 2021-2023 годах. По нашим оценкам, дивидендная доходность будет около 4-5%.

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.

Выручка

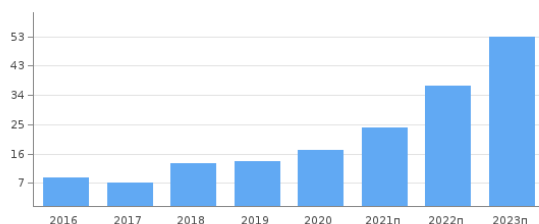




3. Высокая самообеспеченность сырьём, что защищает от волатильности цен и даёт большую маржу при росте цен на конечную продукцию.

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

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	2380
Целевая цена	3250
Потенциал	37%
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%	7.5%



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	1503		
Целевая цена	2530		
Потенциал	68%		
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			



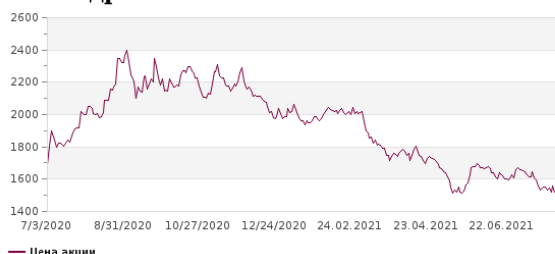
Бизнес MRG можно разделить на несколько сегментов: интернет-реклама, игры, платные услуги в соцсетях и сегмент экспериментов. Ядро бизнеса – это социальные сети Вконтакте и Одноклассники. Вокруг них строится экосистема MRG, в которую входят доставка еды, такси, онлайн-школы, доски объявлений, медиасервисы 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 Яндекс: 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

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