



СОЛИД
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ
КОМПАНИЯ

Еженедельный обзор инвестиций 21-25 июня 2021

21
ИЮН
Понедельник

Автор
Донецкий Дмитрий



Комментарий по рынкам

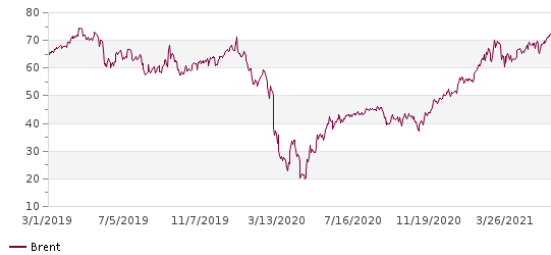
Прошлая неделя была для рынков долгожданной. Заседание ФРС в среду было охарактеризовано ястребиным настроением. Прогнозы по повышению ставки сдвинулись на более ранний срок. Позже в пятницу член ФРС Буллард заявил, что подъем ставки может начаться уже в конце 2022 года, хотя рынок ранее ожидал подъем только в 2023 году. Такая риторика вызвала укрепление доллара ко всем мировым валютам и обвал золота. Рынки отреагировали остро, но к большой коррекции это ожидаемо не привело. Пока поводов для большой коррекции нет.

Отечественный рынок даже после умеренно-позитивной встречи Путина и Байдена стал корректироваться вместе с мировыми рынками на фоне риторики ФРС. Однако несмотря на сентимент, у российских индексов есть все шансы для дальнейшего роста на фоне высоких цен на нефть.

На этой неделе мы включили бумаги Сегежа Групп в список наших инвестиций. До этого мы рекомендовали эти акции на IPO. Компанию только начинают расторгивать, поэтому динамика всё ещё нейтральная. Тем не менее, мы считаем, что сейчас хорошая возможность для покупки перспективной растущей компании. Основная идея в Сегеже - это рост производства и рост цен на пиломатериалы.

P.S. Мы опубликовали на YouTube-канале [запись](#) нашего стратегического вебинара по итогам отчетностей за 1 кв. 2021. Обязательно к просмотру!

Нефть Brent



Индекс Мосбиржи



Сводная таблица Инвестиций

| Компания | Тикер | Цель | Потенциал | EV/EBITDA TTM | P/E скорр. TTM | DY 2021 | Рекомендация | Краткое обоснование |
|--------------|-------|------|-----------|---------------|----------------|---------|--------------|--|
| Сегежа Групп | SGZH | 10.2 | 33% | 7.5 | - | 5% | Покупать | Рост производства, высокие цены на продукцию, дисконт к мировым аналогам |



| | | | | | | | | |
|-----------------|------|------|-----|------|------|-----|----------|---|
| ViacomCBS | VIAC | 75 | 89% | 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 | 35% | 5.8 | 12.2 | 6% | Покупать | Рост бизнеса, IPO онлайн-сегмента, низкая оценка по мультипликаторам |
| Mail Ru Group | MAIL | 2530 | 56% | 14 | 37 | 0% | Покупать | Восстановление рынка рекламы и рост сегмента игр, низкие мультипликаторы |
| РусГидро | HYDR | 1 | 18% | 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 |

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 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

| Акции | | | |
|----------------------|----------|------|-------|
| Код Блумберг | SGZH RX | | |
| Рекомендация | Покупать | | |
| Текущая цена | 7.69 | | |
| Целевая цена | 10.2 | | |
| Потенциал | 33% | | |
| 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 | 4.6% | | |



древесину и пиломатериалы, что должно привести к росту цен на продукцию Сегежа Групп, а значит большему доходу в 2021 году.

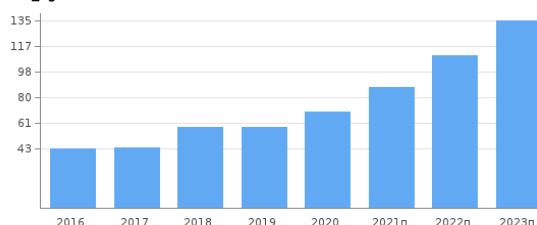
Недавно Совет директоров Сегежа Групп утвердил новую дивидендную политику. Менеджмент компании планирует выплачивать не менее 3 млрд. рублей на дивиденды, но и не более 5,5 млрд. в 2021-2023 годах. По нашим оценкам, дивидендная доходность будет около 4-5%.

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.

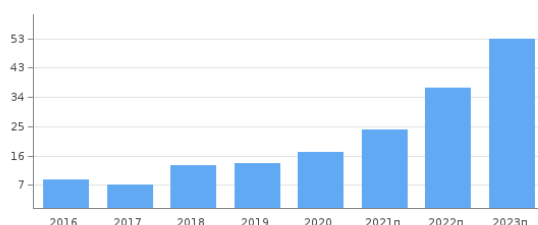
Что нам нравится в Сегежа Групп?

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

Выручка



OIBDA



ViacomCBS

ViacomCBS - это американский медиа-конгломерат. Основные активы компании включают Paramount Pictures кино и телевизионные студии, CBS Entertainment

Акции

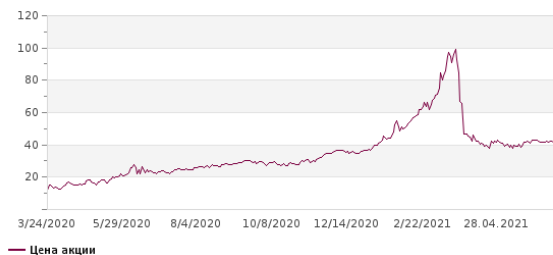
| | |
|---------------------------|-------------------------|
| Код Блумберг | VIAC US |
| Рекомендация | Покупать |
| Последняя цена | 39.76 |
| Целевая цена | 75 |
| Потенциал | 89% |
| Free float | 94% |
| Финансы (\$ млрд.) | 2020 2021п 2022п |



Group, кабельные каналы (включая MTV, Nickelodeon, BET, Comedy Central и Showtime), стриминговые сервисы PlutoTV, Paramount + и другие. Бизнес компании в основном заключается в создании и трансляции контента. Доходы компании складываются из рекламной выручки, платежей от подписок, продажи лицензий на трансляции контента, а также дохода с показов фильмов в кинотеатрах.

| | | | |
|---------------|------|------|------|
| Выручка | 26 | 28 | 29 |
| ЕБИТДА | 5.2 | 5.1 | 5.2 |
| EPS | 4.3 | 4.3 | 4.5 |
| Оценка | | | |
| P/S | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/ЕБИТДА | 12.0 | 7.5 | 7.0 |
| P/E | 17.3 | 9.7 | 9.4 |
| DY | 2.3% | 2.5% | 2.6% |

VIAC



Что нам нравится в ViacomCBS?

Рост стримингового сервиса.

В начале 2021 года компания провела День Инвестора, на котором были озвучены планы по росту количества подписчиков стримингового сервиса и доходов от рекламного бизнеса. Компания планирует поддерживать высокие инвестиции в контент, что сопоставимо с расходами Netflix. Таким образом, ожидается, что выручка от стриминговых сервисов вырастет с текущих \$2,6 млрд до \$7 млрд к 2024 году. Количество подписчиков при этом должно вырасти с 30 млн до 65-75 млн.

Восстановление рынка рекламы.

В 2021 году мы ожидаем восстановление рынка рекламы, а также рост количества спортивных мероприятий, часть из которых была отменена в 2020 году из-за пандемии. Доходы от трансляции и рекламы в спортивных мероприятиях в прошлые годы являлись одними из основных.

Низкая оценка по мультипликаторам.

ViacomCBS имеет довольно низкую оценку по мультипликаторам. Компания торгуется с форвардными показателями P/E 2021п 9,7х, EV/ЕБИТДА 2021п 7,5х, при этом выплачивает



дивиденды, доходность по которым составляет 2,5% по текущим ценам.

Восстановление после технической коррекции.

Недавно акции ViacomCBS снизились более чем на 50% из-за банкротства фонда Archegos Capital, который имел большие позиции в этих акциях с плечом. Крупные банки, выступавшие кредиторами этого фонда, были вынуждены закрывать позиции фонда по любым ценам, что вызвало такой массивный обвал. Мы считаем, что крупные продавцы в акциях ViacomCBS закончились, и теперь нет препятствий для дальнейшего роста бумаг.

Больше идей по американскому и глобальным рынкам мы предоставляем в рамках услуги "Персональный брокер". Узнать подробнее можно по ссылке: <https://solidbroker.ru/personal-broker>

X5 Retail Group

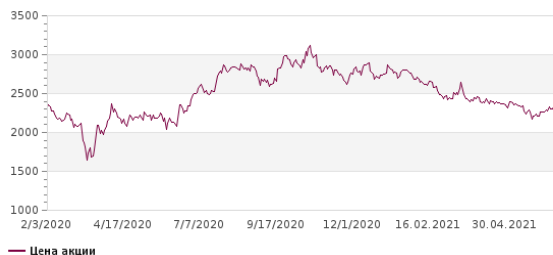
X5 Retail Group - это лидер продуктового ритейла в РФ. Компания занимает долю рынка в 12% и имеет оборот в почти 2 трлн рублей в год. Пандемия подтвердила защитный статус компании, т.к. несмотря на локдаун крупные продуктовые ритейлеры во главе с X5 смогли нарастить выручку и не растерять сопоставимые 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 | 2412 | | |
| Целевая цена | 3250 | | |
| Потенциал | 35% | | |
| 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 | 1627 | | |
| Целевая цена | 2530 | | |
| Потенциал | 56% | | |
| 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 | | | |

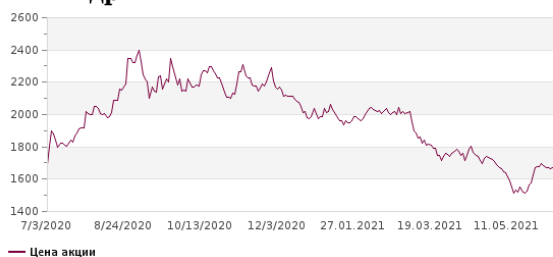


Бизнес MRG можно разделить на несколько сегментов: интернет-реклама, игры, платные услуги в соцсетях и сегмент экспериментов. Ядро бизнеса - это социальные сети Вконтакте и Одноклассники. Вокруг них строится экосистема MRG, в которую входят доставка еды, такси, онлайн-школы, доски объявлений, медиасервисы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

Отчет за 1 кв. 2021 был выше прогнозов. Выручка выросла на 27%. Рынок рекламы практически восстановился до докризисных уровней, а сегмент игр показывает органический рост на 34%. Также быстро развиваются образовательные площадки Skillbox и GeekBrain. Менеджмент прогнозирует рост по году ориентировочно на 20%.

ЕБИТДА прибавила всего 8%. Это было вызвано большими инвестициями 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.

МАИЛ-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.

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



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

РусГидро

Русгидро – это одна из самых крупных компаний в российской электроэнергетике. Компания большую часть доходов получает с выработки электроэнергии на гидроэлектростанциях. Однако помимо ГЭС за Русгидро также числятся дальневосточные активы, где достаточно много тепловой генерации. В последние 3 года Русгидро регулярно производило обесценение этих активов, из-за чего страдала чистая прибыль, а вместе с ней и дивиденды. Но сейчас мы видим, что ситуация может поменяться.

По итогам 4 кв. 2020 выработка электроэнергии выросла на 2%, что сопровождалось высоким уровнем наполненности водохранилищ. Менеджмент ожидает в 2021 году также высокие уровни наполненности, что будет определять операционные и финансовые результаты в этом году. Главная интрига была в части одноразовых обесценений активов, которые влияют на итоговую прибыль. В итоге обесценения составили более 26 млрд. рублей, что немного выше, что мы ожидали. В результате чистая прибыль составила 46,6 млрд. рублей. Без учета обесценений прибыль составила рекордные 78 млрд. рублей.

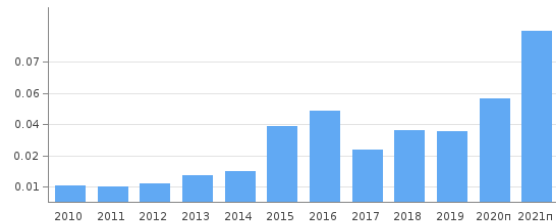
РусГидро

| Акции | | | |
|----------------------|----------|-------|-------|
| Код Блумберг | HYDR RX | | |
| Рекомендация | Покупать | | |
| Последняя цена | 0.85 | | |
| Целевая цена | 1 | | |
| Потенциал | 18% | | |
| Free float | 26% | | |
| Финансы (млрд. руб.) | | | |
| Выручка | 2019 | 2020 | 2021п |
| EBITDA | 407 | 430 | 461 |
| Чистая прибыль | 97.5 | 120.2 | 124.4 |
| | 0.60 | 47 | 75 |
| Оценка | | | |
| P/S | 0.45 | 0.66 | 0.61 |
| EV/EBITDA | 3.53 | 3.70 | 3.34 |
| P/E | 305 | 3.90 | 3.76 |
| DY | 5.4% | 6.8% | 10.4% |



По итогу дивиденды за 2020 год составят 0,053 рубля. На 2021 год мы прогнозируем рост до 0,07-0,08 рублей на акцию, что должно привести к переоценке стоимости акций. Целевая цена 1 рубль за акцию. Менеджмент ещё раз подтвердил, что в 2021 году не будет серьезных обесценений активов и одноразовых списаний. Прогноз по водности водохранилищ позитивный. Поэтому у РусГидро есть все основания для дальнейшего роста дивидендов и стоимости акций.

Дивиденды на акцию





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