

# Еженедельный обзор инвестиций 1-5 апреля 2024

01  
Apr  
Monday

Автор  
Донецкий Дмитрий



## Комментарий по рынкам и идеям

Март для российского рынка выдался весьма удачно. Индекс Мосбиржи вырос на 2,3%, а индекс РТС закрыл месяц с символическим 1%. Однако в течение месяца мы видели обновление максимумов прошлого года. Сейчас рынок торгуется уже выше, чем в феврале 2022 года. При этом сейчас, как никогда, заметна разница между инвестированием в индекс и в отдельные акции. Например, наша флагманская стратегия [ДУ «Дивидендный рантье»](#) показала прирост за месяц сразу на 6,1%, более чем в 2 раза обойдя индекс. С начала года доход составил +14%, что сопоставимо с лучшими годовыми депозитами банков, только всего лишь за квартал. Во многом такой результат обеспечен инвестированием именно в наши инвестиции.

Прокомментируем события по нашей ключевой идее X5 Group.

Минпромторг подал в суд на X5 Group о приостановлении корпоративных прав на ее российскую дочернюю компанию ООО «Корпоративный центр Икс 5». Во многих непрофильных СМИ такой заголовок вызвал ужас и непонимание у читателей. Хотя мы именно такого иска и ждали. Это и есть запуск процедуры принудительной редомициляции в пользу российских акционеров депозитарных расписок X5. Всё происходит по плану и даже быстрее, чем мы ожидали. Московская биржа сегодня отменила шорты по этим бумагам, а после объявила о приостановке торгов с 5 апреля (2 апреля для физлиц). Почему же тогда бумаги упали? Это в первую очередь технические продажи, т.к. гдр X5 является индексной бумагой, где находится много арбитражеров, которые вынуждены закрывать позиции по любой цене. Также многие не готовы сидеть в замороженных на месяц-полтора (может до 4 месяцев) бумагах из-за маргинальных позиций (на плечо), т.к. ставки риска по такой позиции становятся 100% и она не принимается в обеспечение (в отчете будет отражаться с нулевой стоимостью). А это почти все позиции брокеров-дилеров. Поэтому это явление происходит всегда, когда по любой относительно крупной бумаге идет приостановка торгов. Да и есть те, кто просто не хочет морозить капитал на несколько месяцев. Самое главное, что процедура редомициляции запущена, заседание суда назначено на 23 апреля. Всего процедура перехода прав собственности с гдр X5 Group на акции «КЦ Икс 5» должна занять не более 4 месяцев с даты вынесения решения суда согласно 470-ФЗ. Но мы надеемся, что торги новой компанией могут начаться и ранее, т.к. не видим препятствий для задержки процедуры. Закон предусматривает, что владельцы гдр X5 Group должны проинформировать дочернюю «КЦ Икс 5» о своей обязанности вступить в права собственности. Как мы понимаем, акционеры в НРД не должны ничего подавать, всё пройдет автоматически, а тем, кто держит в Евроклире, возможно придется подавать заявление. Пока остается не ясным, что компания будет делать иностранными миноритариями, т.к. они в таком случае могут не вступить в права «КЦ Икс 5» (но могут и вступить и остаться на счетах С), а сама голландская X5 Group больше не будет владеть российским бизнесом после решения суда. Закон предусматривает компенсацию от «КЦ Икс 5» в пользу X5 Group для тех инвесторов (т.е. недружественных нерезидентов) в размере «рыночной стоимости акций, определенной в соответствии с законодательством, регулирующим оценочную деятельность в Российской Федерации, по состоянию на дату вступления в законную силу решения арбитражного суда о приостановлении осуществления иностранной холдинговой компанией корпоративных прав в отношении экономически значимой организации». Будет ли в итоге выплачена компенсация и в каком размере (не ясно, что считать рыночной ценой, т.к. X5 торговалась и на внебирже в Евроклире), как мы понимаем, зависит от правкомиссии, иначе эта компенсация остается на счетах «С» внутри РФ. Если предположить, что компенсация будет на размер 30% free-float (предполагаемый размер долей недружественных нерезидентов) по текущей цене на Мосбирже (2900 рублей), то компания должна будет потратить 236 млрд. рублей на фактически обратный выкуп. Если брать с дисконтом в 50%, то соответственно 118 млрд. рублей (почти равно сумме отложенных депозитов на конец 2023 года). Но вовсе не факт, что выплата вообще будет. Итого получается, что прибыль на акцию в 2024 году при выкупе 30% составит по нашему прогнозу 615 рублей и вся она может быть направлена на дивиденды (дивидендность 21,2%). Поэтому мы считаем, что X5 так или иначе остается интересной бумагой, даже в случае выплаты компенсации по текущей рыночной цене на Мосбирже, и подтверждаем целевую цену в 5110 рублей на горизонте 12 месяцев.



## ЮГК

Южуралзолото Группа Компаний (ЮГК) – одна из крупнейших российских золотодобывающих компаний. Компания входит в ТОП-4 крупнейших производителей золота в РФ (436 тыс. унций за 2022 год) и обладает второй по размеру ресурсной базой (40,7 млн унций), которая обеспечивает её на 30 лет вперед. Группа ведет добычу в России в двух хабах — Уральский хаб (Челябинская область) и Сибирский хаб (Красноярский край, Хакасия). Стратегия компании предусматривает попадание в ТОП-3 к 2026 году за счет роста добычи золота на пятилетнем горизонте на 109%. Компания имеет три ключевых инвестпроекта, которые находятся в финальной стадии: Курасан на Урале, а также Коммунар и Высокое в Сибири, что позволит ежегодно наращивать добычу.

### Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Рост добычи на 109% на горизонте 5 лет - самые высокие темпы роста в секторе
- Уровень себестоимости близкий к уровню Полиметалла (второго золотодобытчика в РФ) и высокая рентабельность по EBITDA (46-50%)
- Ставка на рост золота и девальвацию рубля
- Снижение капитальных затрат в ближайшие годы, что способствует росту свободного денежного потока
- Дивидендная политика предусматривающая выплаты в размере 50% от скорректированной чистой прибыли
- Ожидаемое снижение долговой нагрузки за счет роста свободного денежного потока

### Негативные факторы и риски:

- Падение цен на золото
- Укрепление рубля
- Большая доля мажоритарного акционера

Компания	ЮГК
Тикер	UGLD
Сектор	Золотодобыча
Дивидендная доходность	4%
Целевая цена	1,6 руб.
Горизонт идеи	1 год



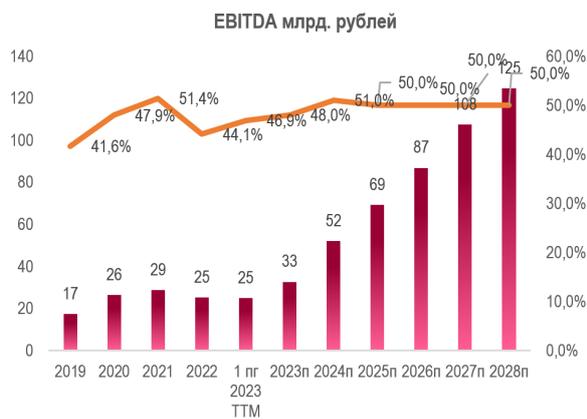
- Не самые лучшие инвестиции в прошлом (кейс Петропавловска)

- Риск роста налоговой нагрузки

- Риск попадания в санкционные списки

**Основная идея: вход в золото через лучшую компанию в секторе**

Ключевые показатели (млрд. руб.)	2022	2023п	2024п
Выручка	57	68	102
ЕБИТДА	25	33	52
Прибыль на акцию	0,057	0,075	0,122
P/E		10,3	4,5
EV/ЕБИТДА		7,1	6,3
Дивиденд на акцию руб.		0,03	0,05



## X5 Group

X5 Group – это лидер продуктового ритейла в РФ. Компания занимает долю рынка в 13% и имеет оборот более чем в 2,6 трлн рублей в год. X5 управляет сетевыми магазинами «Пятёрочка», «Перекрёсток», «Карусель», «Чижик», онлайн-гипермаркетом «Vprok.ru» и



др.

### Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Ежегодный рост выручки более 10%, менеджмент таргетирует темп в 20% в ближайшие годы
- Бенефициар продуктовой инфляции
- Компания поддерживает стабильный уровень маржинальности несмотря на меняющуюся макроэкономическую среду - очень эффективная бизнес-модель
- К 2027 году компания планирует открыть 5000 новых магазинов «Чижик» в сегменте жестких дискаунтеров, что приведет к росту выручки при меньших капзатратах
- Компания продолжает экспансию в Восточной Сибири и на Дальнем Востоке
- Единственный крупный продуктовый ритейлер со стабильным ростом трафика
- Компания имеет запасы кэша для выплаты дивидендов или байбэка после смены юрисдикции
- Исторически низкая оценка по мультипликаторам и самая дешевая оценка в секторе, что аномально для лидера отрасли

Компания	X5 Group
Тикер	FIVE
Сектор	Ритейл
Ключевой индекс присутствия	Индекс МосБиржи
Целевая цена	5110
Горизонт идеи	1 год

### Негативные факторы и риски:

- Отсутствие дивидендов из-за иностранной прописки
- Высокая конкуренция на рынке онлайн-ритейла



**Основная идея: покупка компании роста с низкой оценкой, ставка на скорую редомициляцию в РФ**

Ключевые показатели (млрд. руб.)	2022	2023	2024п
Выручка	2602	3070	3776
ЕБИТДА	189	218	268
EPS	210	332	431
P/E	7,2	8,5	6,6
EV/ЕБИТДА	2,9	3,9	3,1
Дивиденд на акцию руб.	0	0	431

## Европлан

ЛК Европлан - крупнейшая независимая автолизинговая компания в РФ. Основой бизнеса выступает финансовый лизинг с низким остатком чистой инвестиции в конце срока. Компания предоставляет в лизинг легковой,



грузовой, коммерческий и специальный автотранспорт. Также оказывает сервисные автомобильные услуги и получает комиссионные от страховых продуктов.

Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Лидерство в сегменте независимых лизинговых компаний, а также третье место по объему портфеля среди всех игроков

- Высокая диверсификация по клиентам и автопарку

- Высокие темпы роста основных финансовых метрик: за последние 6 лет CAGR операционного дохода 29%, лизингового портфеля 34%, чистой прибыли 38%

- Высокая доля непроцентных доходов в структуре операционного дохода (42%)

- Европлан имеет качественный портфель: NPL 90+ дней всего 0,16% в 2023 году, стоимость риска ниже 1%

- Компания имеет высокую рентабельность капитала (ROE около 40%), и соблюдает с запасом нормативы достаточности капитала

- Дивидендная политика предполагает выплаты в размере 50% от чистой прибыли

- Невысокий free-float после размещения

- Оценка на IPO с дисконтом к рыночному консенсусу и нашей оценке (140 млрд. руб.)

Компания	Европлан
Тикер	LEAS
Сектор	Финансовый
Целевой объем размещения	12,5-13,1 млрд. рублей
Дивидендная доходность	9,8%
Ценовой диапазон IPO	835-875 руб.
Целевая цена Солид Брокер	1170 руб.
Free-float после IPO	12,5%

### Негативные факторы и риски:

- Снижение цен на автомобили

- Снижение доли рынка в последние 5 лет в пользу крупных банковских групп

- Рост стоимости фондирования из-за высокой



ключевой ставки

Ключевые показатели (млрд. руб.)	2023	2024п	2025п
Чистые процентные доходы	17,7	22,1	27,6
Прочие лизинговые доходы	12,7	17,1	23,0
Лизинговый портфель	229,6	307,7	412,4
Прибыль на акцию	123	171	229
P/E	7,1	5,1	3,8
P/B	2,3	1,8	1,4
ROE %	37,7	40,1	40,2

## Лукойл

ЛУКОЙЛ — одна из крупнейших публичных вертикально интегрированных нефтегазовых компаний в мире, на долю которой приходится около 2% мировой добычи нефти и около 1% доказанных запасов углеводородов. Лукойл – это крупнейшая российская частная нефтяная



компания и «голубая фишка».

### Положительные факторы инвестиционной идеи:

- Рост средних рублевых цен на нефть до исторических максимумов
- Потенциальный байбэк до 25% акций нерезидентов с дисконтом в 50% к рыночной цене
- Более триллиона рублей кэша на балансе
- Рекордные доходы в 2023 году и рост маржинальности
- 100% скорректированного свободного денежного потока направляется на дивиденды
- Отсутствие потребности в высоких капзатратах
- Низкий риск подъема налогов, т.к. отрасль уже имеет самую высокую нагрузку

Компания	Лукойл
Тикер	ЛКОН
Сектор	Нефтегаз
Ключевой индекс присутствия	Индекс МосБиржи
Дивидендная доходность, % <sup>1</sup>	13,5
Целевая цена	9090
Горизонт идеи	1 год

<sup>1</sup> Доходность указана до вычета налогов

### Негативные факторы и риски:

- Цикличность бизнеса
- Зависимость от рынка нефти
- Отсутствие роста добычи нефти



**Основная идея: ставка на высокие дивиденды и байбэк вследствие рекордных доходов от высоких цен на нефть**



## Сбербанк ап

**СберБанк — крупнейший банк в России, Центральной и Восточной Европе, один из ведущих международных финансовых институтов.**

**Положительные факторы инвестиционной**

**идеи:**

- Крупнейший системообразующий банк
- Рост кредитного портфеля несмотря на санкции и экономическую обстановку
- Бенефициар ухода зарубежных банков и отказа финансирования российских предприятий за рубежом
- Рост чистой процентной маржи даже в условиях роста ключевой ставки
- Ожидаемый рекордный доход за 2024 год
- Низкая оценка капитализации банка по мультипликаторам и DDM-модели
- Умеренный запас по достаточности капитала
- Ожидаемые рекордные дивиденды за 2023 и 2024 год

Компания	Сбербанк ап
Тикер	SBERP
Сектор	Финансовый
Ключевой индекс присутствия	IMOEX
Дивидендная доходность, %	11,4
Целевая цена	350
Горизонт идеи	12 месяцев

**Негативные факторы и риски:**

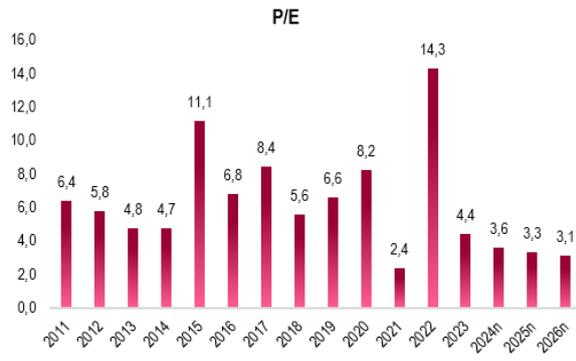
- Риски падения экономики и проблем у заёмщиков при падении цен на нефть или резких потрясениях
- Ужесточение макронадбавок и регулирования от ЦБ РФ



•Риск стагнации ипотечного портфеля в 2024 году

**Основная идея: высокие форвардные дивиденды и снижение ставки во втором полугодии 2024**

Ключевые показатели (млрд. руб.)	2023	2024п	2025п
Чистый процентный доход	2564	3058	3256
Чистый комиссионный доход	764	840	941
Чистая прибыль	1508	1829	1978
Капитал	6584	7659	8723
ROE%	24,3	25,7	24,2
P/E	4,4	3,6	3,3
P/Bv	1	0,9	0,8
Дивиденды на акцию	33,4	40,5	44





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.