



Еженедельный обзор инвестиций 25-29 марта 2024

26
Mar
Tuesday

Автор
Донецкий Дмитрий



Комментарий по рынкам и идеям

Прошлая неделя для российского рынка была коррекционной. После обновления максимумов 2023 года мы наблюдали фиксацию позиций. Пока речи о продаже нет. Коррекция была отчасти вызвана падением таких бумаг как Роснефть, Газпром, Газпром нефть, т.к. ранее их не могли продавать ПИФы, где находились недружественные нерезиденты. В целом можно сказать, что это технические продажи. По основным бумагам индекса, Сберу и Лукойлу, мы наблюдаем боковую динамику. Теракт в Крокус Сити Холле, безусловно, добавил пессимизма инвесторам, как и риторика российских властей на него. Рынок в принципе любит, когда всё спокойно, стабильно и прогнозируемо, поэтому любой виток эскалации будет отыгран через котировки.

Также среди важных событий прошлой недели мы выделим заседание ЦБ РФ, где в целом не было сказано ничего нового. ЦБ по-прежнему планирует начать снижение ставки во втором полугодии этого года. При этом мы видим, что доходности по длинным ОФЗ значительно выросли в последние недели. Правда, это связано проводимыми аукционами Минфина и удовлетворением заявок с премией ко вторичному рынку. Для рынка акций это негативно, т.к. рост доходностей по ОФЗ вызывает рост безрисковой ставки, которая влияет на требуемую доходность акций. В текущих условиях рынку расти тяжело, поэтому снижение ставки будет хорошим облегчением для инвесторов. В целом из драйверов помимо ставки мы видим начавшийся дивидендный сезон. Сегодня уже состоялась первая дивидендная отсечка по Новатэку, а в ближайшие недели должен отчитаться Сургутнефтегаз, что позволит более точно рассчитать дивиденды за 2023 год.

Среди наших идей произошли изменения. На прошлой неделе мы открыли и закрыли инвестицию по акциям ТКС Холдинга. Рынок остро негативно отреагировал на объявленную допэмиссию на 130 млн акций по цене 3423 рубля. Правда, она включает в себя запас, необходимый для исполнения преимущественного права у нынешних акционеров ТКС (право сохранить свою текущую долю). Сколько в итоге будет выкуплено в рамках этой допэмиссии мы не знаем, поэтому предлагаем дождаться её итогов или самой оценки Росбанка, после чего уже принять решение о повторном входе в позицию или вовсе пропустить эту идею. Пока же вместо ТКС мы добавляем в наш топ покупку акций Европлана на IPO на этой неделе. Потенциал по верхней границе размещения составляет 33%. Также мы повысили целевую цену по бумагам X5 до 5110 рублей после выхода отчетности за 2023 год.

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

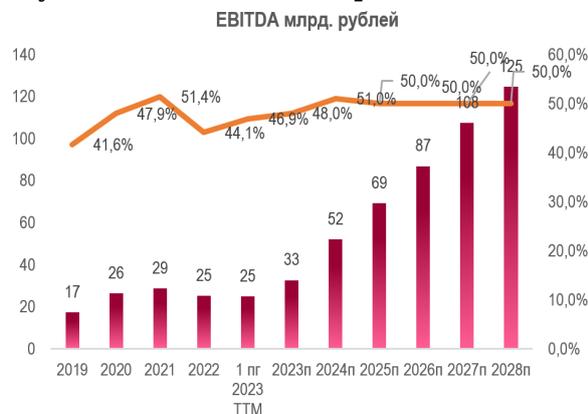
Компания	ЮГК
Тикер	UGLD
Сектор	Золотодобыча
Дивидендная доходность	4%
Целевая цена	1,6 руб.
Горизонт идеи	1 год

**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
- 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	2023г	2024г
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

Негативные факторы и риски:

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



- 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.)

Негативные факторы и риски:

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%



- 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, % ¹	13,5
Целевая цена	9090
Горизонт идеи	1 год

¹ 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, %	1,4
Целевая цена	350
Горизонт идеи	12 месяцев

Негативные факторы и риски:



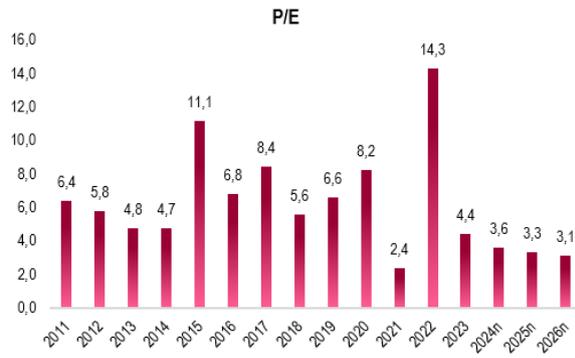
- Риски падения экономики и проблем у заёмщиков при падении цен на нефть или резких потрясениях

- 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

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.