

# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

---

**ДОНЕЦКИЙ ДМИТРИЙ**  
АНАЛИТИК ИФК «СОЛИД»

20.01.2020 – 24.01.2020





# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКАМ

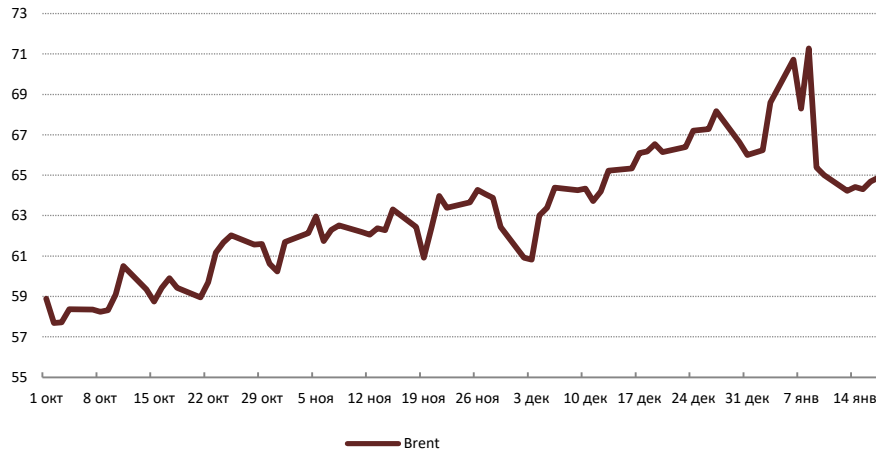
«Покупая high, второй high в подарок!» - теперь так можно охарактеризовать российский рынок акций. Низкая инфляция, снижение ставок при одновременном укреплении рубля делает российский рынок чрезвычайно привлекательным для российских и иностранных инвесторов. В то же время, снижение доходностей на бондовом рынке способствует перетоку средств между секторами рынка в пользу акций. Все наши идеи, озвученные в конце года в самом первом обзоре, кроме ТМК, уже выстрелили. Поэтому по большинству бумаг мы понизили рекомендацию до «держать». Отставка правительства РФ, назначение нового премьера и подписание «Фазы 1» между Китаем и США, еще сильнее развязывают руки даже самым осторожным инвесторам. Все что нам остается делать – наблюдать за ростом портфеля и занимать выжидательную позицию, балансируя вложения и покупая лишь отдельные идеи, которые пока ещё не реализовались.

Рис. 1. Наши инвестиционные идеи

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	DY 2020
Юнипро	UPRO	3,5	17%	10,64%
ТМК	TRMK	75	28%	4%
Газпром нефть	SIBN	600	29%	8,6%
Детский мир	DSKY	111	-3%	8,6%
Мечел-п	MTLRP	150	34%	19,6%

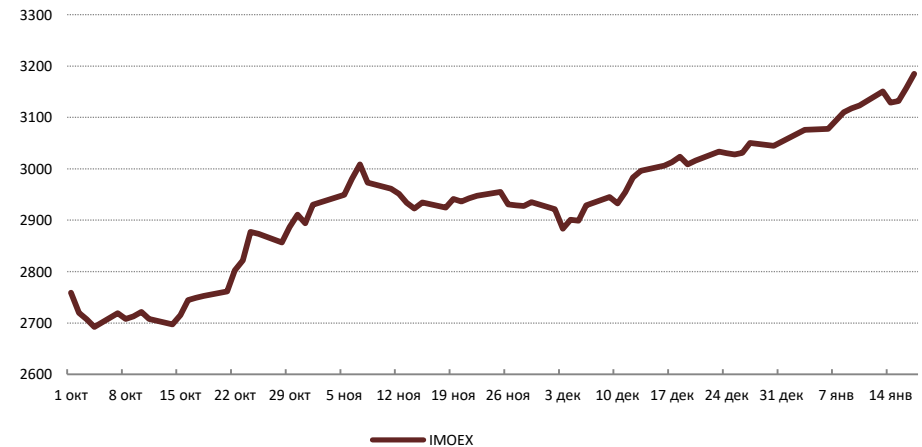
Источник: АО ИФК «Солид»

Рис. 2. Нефть Brent



Источник: Bloomberg

Рис. 3. Индекс Мосбиржи



Источник: Bloomberg



## ВАЖНЫЕ СОБЫТИЯ КОМПАНИЙ НА ПРОШЕДШЕЙ НЕДЕЛЕ

### Мечел

**"Мечел" не воспользовался офертой на выкуп 34% в проекте разработки Эльгинского угольного месторождения у Газпромбанка (ГПБ), сообщил "Интерфаксу" представитель банка.**

"Мечел" не перечислил в срок Газпромбанку средства в рамках акцептованной им ранее оферты на выкуп 34% Эльгинского проекта. Таким образом, "Мечел" не использовал возможность реализовать содержащееся в акционерном соглашении преимущественное право на выкуп этой доли. Газпромбанк будет рассматривать различные варианты дальнейших действий", - отметил представитель ГПБ. "Мечел" отказался от реализации опциона в связи с тем, что поступило альтернативное предложение, изучение которого требует дополнительного времени и консультаций со всеми сторонами, включая крупнейших кредиторов компании, так как такое решение не может быть принято в отрыве от реструктуризации текущей задолженности", - пояснила директор департамента по связям с общественностью компании Екатерина Видеман. "Мечел" рассчитывает, что предложенное решение будет поддержано кредиторами, добавила она.

*Источник: Интерфакс*



*Эльгинское месторождение. Фото: Андрей Рудаков / Bloomberg*

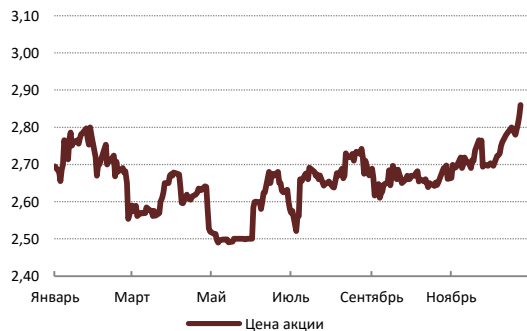


# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

### Юнипро

Акции			
Код Блумберг	UPRO RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	2,98		
Целевая цена	3,5		
Потенциал	17%		
Free float	16,3%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019e	2020e
Выручка	77,8	81,5	94
ЕБИТДА	27,2	29,6	39,2
Чистая прибыль	17,6	19,2	26,1
EPS	0,28	0,30	0,41
Оценка			
P/S	2,1	2,1	1,83
EV/ЕБИТДА	6,11	5,59	4,22
P/E	10	8,95	6,70
DY	8%	8%	10,64%



Источник: Bloomberg, АО ИФК «Солид»

Юнипро – это одна из «дивидендных коров» российского рынка. Главная идея в ней на данный момент - это повышенные дивиденды вследствие восстановления третьего энергоблока Березовской ГРЭС в начале 2020 года, который работает по программе ДГМ. В конце 3 квартала менеджмент подтвердил приверженность выплачивать 20 млрд. руб. в виде дивидендов до 2022 года, что в пересчете на одну акцию составляет 0,317 руб. Текущая дивидендная доходность равна 10,6%.

По результатам 9 месяцев компания демонстрирует хорошую динамику показателей. Важно понимать, что перед нами не компания роста, поэтому такие результаты вполне впечатляющие. Рост выручки на 8%, рост ЕБИТДА на 12,1%, рост скорректированной чистой прибыли на 20%.

Одним из факторов риска видится возможная смена главного акционера. Сейчас главным мажоритарием является компания Uniper SE с долей 83,73% акций. Тем не менее, менеджмент Uniper SE не намерен в ближайшие годы, ожидая повышения прибыли от Юнипро, отдавать актив. Поэтому нужно пользоваться этим дисконтом и наслаждаться неприлично высокими дивидендами.

На всём российском фондовом рынке Юнипро на данный момент является одной из самых прибыльных и надежных компаний с прекрасным корпоративным управлением.

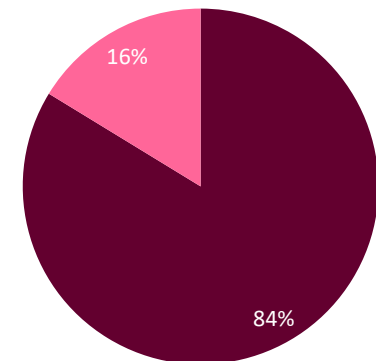
Рис. 4. Дивиденды «Юнипро»



Источник: АО ИФК Солид, данные компании

Рис. 5. Структура собственности «Юнипро»

### Структура собственности



■ Uniper Russia Holding GmbH ■ В свободном обращении

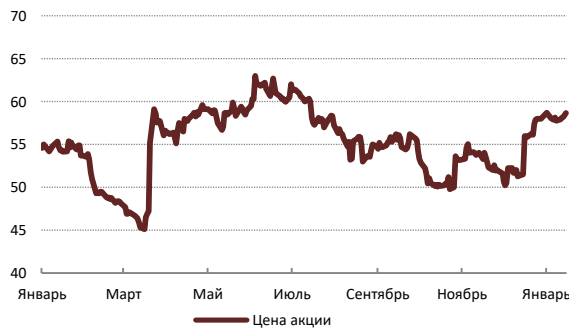
Источник: АО ИФК «Солид», данные компании



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## ТМК

Акции			
Код Блумберг	ТМК RХ		
Рекомендация	покупать		
Последняя цена	58,7		
Целевая цена	75		
Потенциал	28%		
Free float	29,6%		
Финансы (млрд. руб)			
	2018	2019е	2020е
Выручка	320,2	298,6	234
ЕБИТДА	45,1	42,0	32,9
Чистая прибыль	-0,1	7,9	9,1
EPS	0,00	10,17	10,66
Оценка			
P/S	0,1563	0,2	0,25
EV/ЕБИТДА	4,7444	5,63	7,18
P/E	-	5,57	5,31
DY	0%	5%	5%



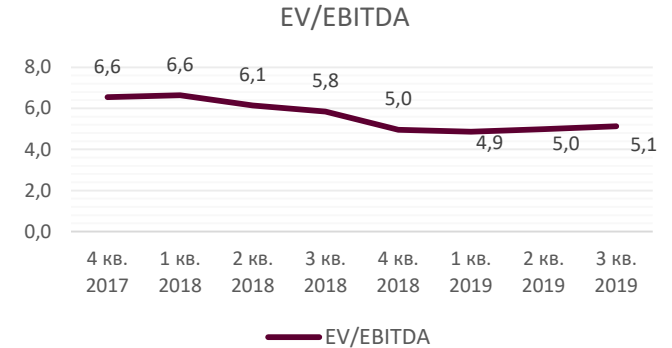
Источник: Bloomberg, АО ИФК «Солид»

Компания ТМК не является лидером в металлургическом секторе. Низкий уровень дивидендов (и то нестабильных), а также высокая закредитованность (3.8x) не прибавляют очков отечественному металлургу. Тем не менее, у компании сейчас есть один мощный драйвер, который перечеркивает все недостатки. Речь идет о продаже американского дивизиона IPSCO.

В марте 2019 года менеджмент объявил о продаже своего американского подразделения компании Tenaris. Сумма сделки составляет 1209 млн. долл.. 18 декабря 2019 года Министерство юстиции США одобрило эту сделку, на что акции отреагировали ростом более чем 8% к закрытию дня.

Менеджмент уже объявил о том, что вырученные деньги пойдут на погашение долга. А это значит, что стоимость компании может серьезнейшим образом поменяться. Для того чтобы понять потенциал движения, мы воспользуемся методом мультипликаторов. Сейчас компания оценивается в среднем около 5 EV/ЕБИТДА.

Рис. 6. EV/ЕБИТДА «ТМК»



Источник: АО ИФК «Солид»

«ПАО «ТМК» сообщает, что Компания заключила договор купли-продажи акций с Tenaris, производителем бесшовных и сварных труб, на продажу 100% акций IPSCO Tubulars Inc. Общая цена сделки составляет 1 209 млн долларов США, без учета денежных средств и долговых обязательств на балансе, но включает в себя 270 млн долларов США оборотного капитала. Условием совершения сделки является соблюдение и выполнение определенных Договором купли-продажи предварительных условий (включая, в том числе, получение всех необходимых разрешений и одобрений).»

Источник: www.tmk-group.ru



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

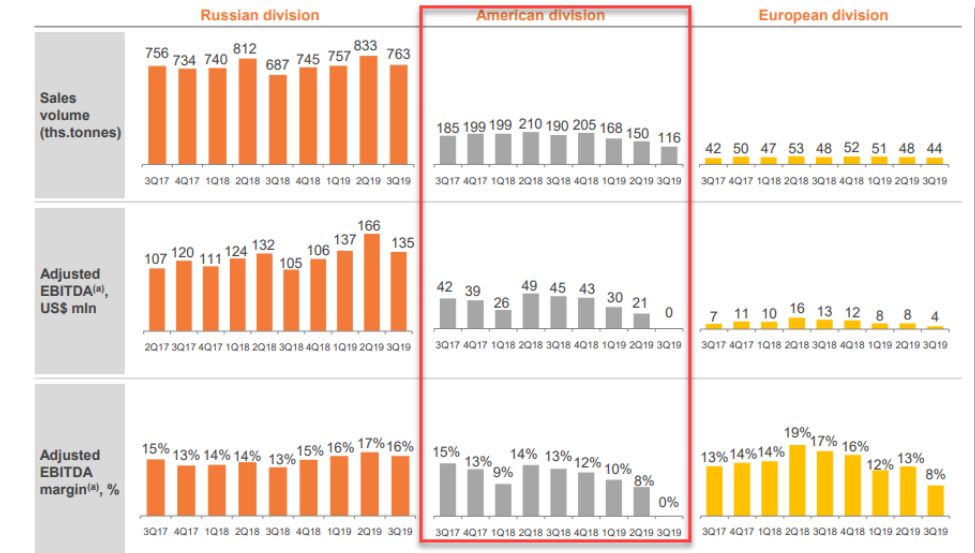
Американский дивизион вносил не такой большой вклад в общую EBITDA группы, поэтому с учетом стабильного прогноза на ближайшее время от менеджмента, ожидаем EBITDA в 4 квартале порядка 140 млн. долл., а в следующий год в среднем 135 млн. долл. в квартал.

По нашим расчетам, при  $EV/EBITDA=5$  и с учетом гашения долга на сумму, оговоренную в сделке, компания должна стоить порядка 77,5 млрд. руб., или 75 руб. за одну акцию.

Это значит, что даже при текущих ценах и ожидаемой EBITDA за 2020 год в размере 540 млн. долл. получается апсайд порядка 30%.

Стоит также помнить, что если начнется кризис и вся металлургическая отрасль придёт в упадок, то ТМК тоже не устоит, и весь нынешний апсайд растворится.

Рис. 7. EBITDA «ТМК» по дивизионам



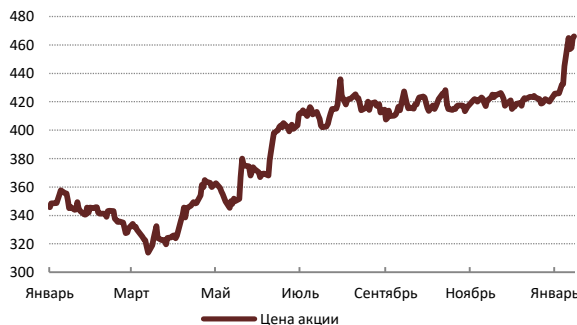
Источник: данные компании



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## Газпром нефть

Акции			
Код Блумберг	SIBN RX		
Рекомендация	Держать		
Последняя цена	465		
Целевая цена	600		
Потенциал	29%		
Free float	4,0%		
Финансы (млрд. руб)			
	2018	2019e	2020e
Выручка	2489,3	2477,6	2520
ЕБИТДА	636,5	628,7	624,8
Чистая прибыль	390,8	402,8	389,8
EPS	82,83	84,79	81,81
Оценка			
P/S	0,66	0,8	0,79
EV/ЕБИТДА	3,68	4,19	4,21
P/E	4,34	4,95	5,13
DY	4,5%	7,8%	8,6%



Источник: Bloomberg, АО ИФК «Солид»

Совсем недавно менеджмент Газпрома объявил о новой дивидендной политике. До 2022 года компания должна перейти к выплатам дивидендов в размере 50% от чистой прибыли по МСФО. Также было заявлено, что такая практика распространится на «дочки» Газпрома, причем Газпром нефть может перейти к выплатам в 50% от МСФО раньше материнской компании. За первое полугодие 2019 года компания выплатила 40% от чистой прибыли. В 2020 году мы ожидаем выплаты на уровне 50%.

Газпром нефть – прекрасная компания с множеством новых проектов и эффективным менеджментом. Из всего нефтяного сектора в России, мы считаем её одной из лучших. Но, так или иначе, доход нефтяной компании во многом зависит от цен на нефть.

По итогам 9 месяцев компания сохранила скорректированную ЕБИТДА на уровне 615 млрд. рублей и увеличила чистую прибыль на 7%, даже несмотря на снижение средней цены на нефть в рублях. В этих условиях, на наш взгляд, Газпром нефти удастся сохранять высокую эффективность. Компания постепенно наращивает как прибыль, так и относительный размер выплат от неё.

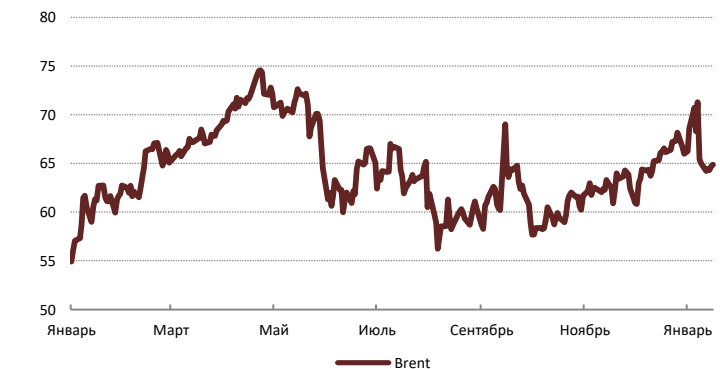
В связи с ростом котировок мы понизили рекомендацию до «держать».

Рис. 8. Дивиденды «Газпром нефть»



Источник: АО ИФК «Солид», данные компании

Рис. 9. Цена нефти Brent



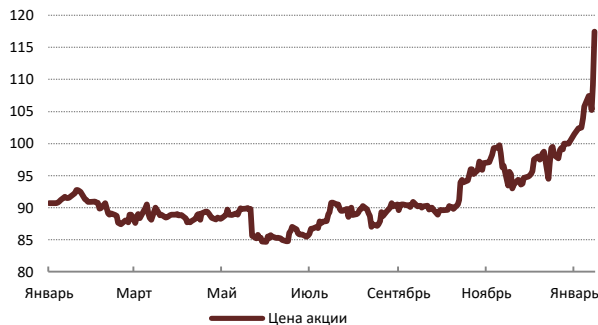
Источник: Bloomberg



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## Детский мир

Акции			
Код Блумберг	DSKY RX		
Рекомендация	держать		
Последняя цена	114,5		
Целевая цена	111		
Потенциал	-3%		
Free float	57,6%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019e	2020e*
Выручка	110,9	129,1	145
ЕБИТДА	20,5	15,9	18,0
Чистая прибыль	5,8	7,4	8,5
EPS	7,92	10,16	12,03
Оценка			
P/S	0,60	0,57	0,5
EV/ЕБИТДА	5,62	8,2	7,25
P/E	11,72	10,16	12,03
DY	10,0%	8,7%	10,2%



Источник: Bloomberg, АО ИФК «Солид», \*консенсус Bloomberg

Детский мир – это лидер в секторе ритейла, специализирующийся на продаже товаров для детей. В 2019 году компания открыла уже 780 магазинов и планирует открыть еще более 300 магазинов до 2022 года.

Темп роста выручки в 3 квартале 2019 года составил 19%, что является лучшим показателем компании за последние 2 года и лучшим показателем среди всего сектора крупного ритейла.

Помимо роста за счет экспансии, у компании прекрасная динамика LFL продаж. Шикарные 8,2% за 9 месяцев, что опять-таки является лучшим показателем в секторе.

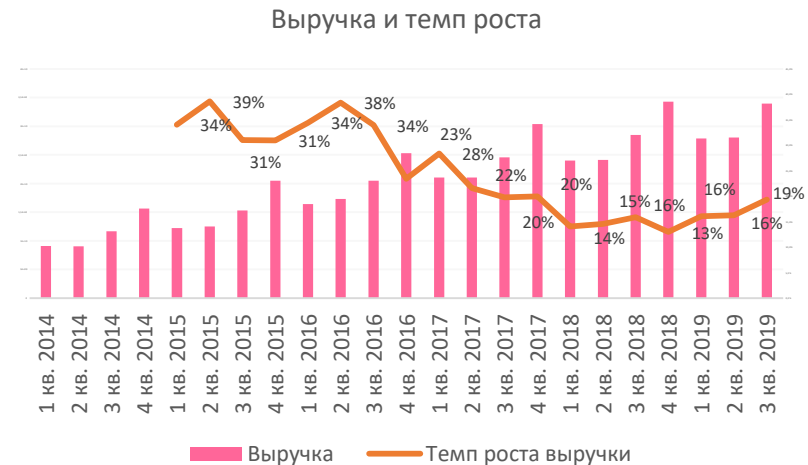
И самое главное, что при такой экспансии удастся сохранить маржинальность. Детский мир старается получать прямые контракты от производителей и развивать собственные торговые марки, что позволяет при тех же ценах извлекать больше прибыли.

Рис. 10. Кол-во магазинов «Детского мира»



Источник: данные компании

Рис. 11. Выручка и темп роста «Детского мира»



Источник: данные компании





# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

За 9 месяцев 2019 года скорректированная чистая прибыль выросла на 12%, что является результатом эффективного управления компанией. Менеджмент старается платить 100% от чистой прибыли по РСБУ или порядка 90% от чистой прибыли по МСФО. В последнее время темп роста дивидендов составляет 15%. За 9 месяцев 2019 года менеджмент уже рекомендовал промежуточный дивиденд в размере 5,06 руб.

По итогам года суммарно мы ожидаем 10 руб. дивидендов на акцию, что соответствует уже 9% дивидендной доходности.

В ноябре основные акционеры компании АФК Система и РКИФ инициировали SPO Детского мира. В результате их доля сократилась с 52% до 33%, и с 14% до 9% соответственно. Тем не менее, они остались также главными мажоритариями, что исключило риск продажи, по крайней мере в ближайшее время, долей другому стратегическому инвестору. Положительным моментом SPO является увеличение free-float компании до 57,6%.

Мы считаем, что Детский мир является хорошей компанией в дивидендном портфеле инвесторов, особенно с учетом снижающихся ставок. На наш взгляд, нынешняя цена акций близка к справедливой оценке.

Рис. 12. Чистая прибыль «Детского мира»



Источник: данные компании

Рис. 13. Дивиденды «Детского мира»



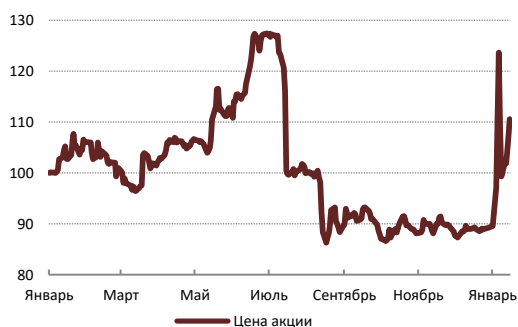
Источник: АО ИФК «Солид», данные компании



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## Мечел-п

Акции			
Код Блумберг	MTLRP RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	112		
Целевая цена	150		
Потенциал	34%		
Free float	100%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019e	2020e*
Выручка	312,6	331,6	270
ЕВITDA	72,5	57	37,3
Чистая прибыль	13,5	15,2	-11,7
EPS	22,75	27	—
Оценка			
P/S	0,10	0,08	0,10
EV/ЕВITDA	6,43	7,78	12,00
P/E	3,30	2,29	—
DY	15%	19,6%	0,0%



Источник: Bloomberg, АО ИФК Солид,  
\*консенсус Bloomberg

Начался 2020 год и некоторые компании выстреливают как новогодние фейерверки. У инвесторов вновь проснулся аппетит к риску ввиду крайне низких ставок. Одной из таких «аппетитных» компаний является Мечел. Сама компания сейчас находится в ожидании реструктуризации долга. На неделе Мечел объявил о том, что не собирается докупать долю в Эльгинском месторождении и получил «альтернативное предложение». Скорее всего речь идет о полной продаже доли стратегическому инвестору. Но независимо от этого, согласно уставу (если вдруг не решат нарушить) компания выплачивает на привилегированные акции 20% от чистой прибыли.

Мы ожидаем годовую EBITDA на уровне 57 млрд. руб., расходы на амортизацию порядка 16 млрд. руб., чистые финансовые расходы в районе 40 млрд. руб. Таким образом, без учета курсовых разниц ожидаемая прибыль до налогов равна 1 млрд. руб. С учетом курсовых разниц (бумажная переоценка) мы ожидаем прибыль до налогообложения порядка 19,5 млрд. руб., а чистую прибыль на уровне 15,2 млрд. руб.

Согласно формуле расчета дивидендов на привилегированные акции получаем ожидаемый дивиденд на уровне 21,9 руб., что по текущим ценам равно примерно 19,6% дивидендной доходности.

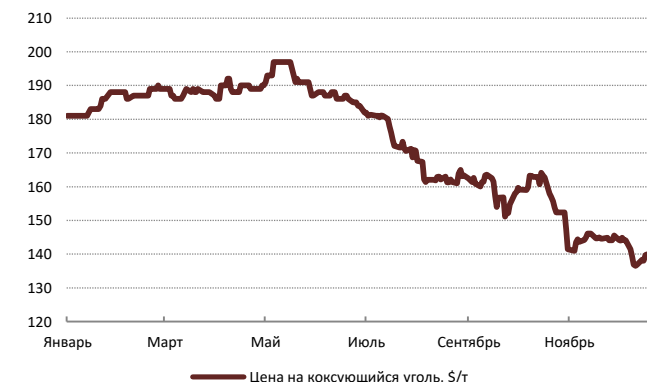
Основной риск в том, что выплаты в следующем году уже может и не быть. Цены на уголь сейчас на минимумах последнего года, что подрывает рентабельность компании. Еще раз предупредим, что Мечел – это высокорискованная компания и подходит только опытным инвесторам.

Рис. 14. Дивиденды «Мечел-п»



Источник: Bloomberg, АО ИФК «Солид»

Рис. 15. Цены на коксующийся уголь



Источник: Bloomberg



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	EV/EBITDA TTM	P/E скорр. TTM	DY 2020	Рекомендация	Краткое обоснование
Юнипро	UPRO	3,5	17%	5,5	8,2	10,6%	Покупать	Ввод в эксплуатацию 3 энергоблока Березовской ГРЭС и повышенные дивиденды
ТМК	TRMK	75	28%	5,1	12	4%	Покупать	Продажа американского подразделения и делеверидж
Газпром нефть	SIBN	600	29%	3	5	8,6%	Держать	Изменение дивполитики до 50% от ЧП по МСФО и высокая цена на нефть
Детский мир	DSKY	111	-3%	6,5	9,3	8,6%	Держать	Высокие дивиденды и рост бизнеса
Мечел-п	MTLRP	150	34%	6,43	3,3	19,6%	Покупать	Рост дивидендов за счет валютной переоценки



# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ

## КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ НА НЕДЕЛЕ

### Понедельник 20 января

**ФосАгро**

**ВОСА по дивидендам**

**НЛМК**

**Операционные результаты за 2019 год**

### Вторник 21 января

**ММК**

**Операционные результаты за 2019 год**

### Четверг 23 января

**Алроса**

**Операционные результаты за 2019 год**

**Полиметалл**

**Операционные результаты за 2019 год**

**ТМК**

**Операционные результаты за 2019 год**

### Пятница 24 января

**Детский мир**

**Операционные результаты за 2019 год**

**Распадская**

**Операционные результаты за 2019 год**

# ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ



## Контакты

По любым вопросам касательно данного обзора, пожалуйста, обращайтесь к аналитику Донецкому Дмитрию



**d.donetskiy@solidbroker.ru**



**+7(495)228-70-10**



**solidbroker.ru**

@2020 АО ИФК «Солид». Все права защищены. Информация и мнения, представленные в данном обзоре, подготовлены специалистами компании АО ИФК «Солид». Полное или частичное предоставление материалов третьим лицам возможно в случаях и на условиях, определенных законодательством. Настоящая информация не может рассматриваться в качестве публичной оферты. АО ИФК «Солид», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционное решение клиента, основанное на информации, содержащейся в обзоре.

Размещенная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, носит исключительно информационный характер, может не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, инвестиционным целям.

Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов.

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 – № 045-06807-000100, выдана ФКЦБ России 27 июня 2003 г. без ограничения срока действия.