



СОЛИД
ИНВЕСТИЦИОННО-ФИНАНСОВАЯ
КОМПАНИЯ

Еженедельный обзор инвестиций 24-28 августа

24
авг
Понедельник

Автор
Донецкий Дмитрий



Комментарий по рынкам

S&P500 и Nasdaq 100 обновляют исторические максимумы. Дональд Трамп сообщил, что регулирующие органы США выдали экстренное разрешение на использование плазмы крови выздоровевших пациентов для лечения больных Covid-19. Также администрация Трампа рассматривает экстренное использование антиковидной вакцины от Astrazeneca до выборов президента США.

США и ЕС договорились о снижении импортных тарифов на ежегодную сумму в несколько сотен миллионов долларов и надеются, что за этим соглашением последуют новые договоренности в области торговли. Мы ожидаем, что ближе к выборам США мы будем видеть всё больше «побед» администрации Трампа в международных отношениях, что будет

приводить к росту рынков.

На российском рынке состоялось важное событие. Теперь акции из индекса S&P500 торгуются на Московской бирже в рублях. Пока Мосбиржа запустила торги только 19 акциями, в скором времени добавится ещё Apple. В ближайшее время мы также выпустим инвестиционные идеи по этим бумагам.

Однако на сентимент в РФ есть определённое давление, вызванное протестами в Белоруссии и потенциальным отравлением Алексея Навального. Мы призываем быть осторожными и готовыми к коррекции на отечественном рынке. Также не забывайте про валютные активы, среди которых мы выделяем в наших инвестициях привилегированные акции Сургутнефтегаза.

Сводная таблица Инвестиций

Компания	Тикер	Цель	Потенциал	EV/EBITDA TTM	P/E скорр. TTM	DY 2020	Рекомендация	Краткое обоснование
РусАква	AQUA	390	77%	6.4	6.9	6%	Покупать	Рост бизнеса, выплата дивидендов и байбэк
Юнипро	UPRO	3.5	28%	5.7	8.6	8%	Покупать	Ввод в эксплуатацию 3 энергоблока БГРЭС
ФСК ЕЭС	FEES	0.23	15%	2.9	2.5	10%	Покупать	Высокие дивиденды
Газпром нефть	SIBN	400	26%	4.1	4.9	10%	Покупать	Восстановление индустрии, низкие мультипликаторы
Эталон	ETLN	140	23%	4	8.6	11%	Покупать	Восстановление индустрии + высокие дивиденды
ВТБ	VTBR	0.045	10%	-	3	3%	Держать	Низкие мультипликаторы
Сбербанк-п	SBERP	230	5%	-	6.3	9%	Держать	Рост дивидендов и чистой прибыли
Сургут-п	SNGSP	42	11%	5.63	5.5	4%	Покупать	Переоценка долларowego депозита

Русская Аквакультура

Русская Аквакультура - это лидер по производству атлантического лосося и морской форели в акватории Баренцева моря в Мурманской области. Также компания занимается выращиванием речной форели в озерах Карелии и имеет 2 смолтовых завода в Норвегии для производства малька.

По мультипликаторам сейчас имеется относительно низкая оценка. Компания торгуется с дисконтом к мировым аналогам, но среди российского агросектора такая оценка является нормой. Тем не менее, нынешние котировки не учитывают ожидаемый рост показателей за 2020 год и перспективы удвоения бизнеса через 5 лет.

Компания впервые решила выплатить

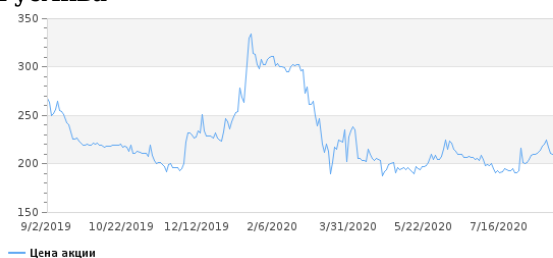
Акции			
Код Блумберг	AQUA RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	220		
Целевая цена	390		
Потенциал	77%		
Free float	9%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020e
Выручка	5.2	11.3	13.4
EBITDA	2.6	3.9	5.3
Чистая прибыль	2.2	3.2	4.7
EPS	26.70	37.40	54.80
Оценка			
ND/EBITDA	1.60	1.00	0.80
EV/EBITDA	6.09	6.69	4.20
P/E	5.30	6.90	3.80
DY	0.0%	0.0%	5.5%



промежуточные дивиденды в размере 5 рублей на акцию (дивидендная доходность 2,4%) и продлила программу байбэка на 600 млн. рублей (3,5% капитала) до июня 2021 года. Такие действия компании свидетельствуют о заинтересованности менеджмента в увеличении акционерной стоимости.

Мы видим очень высокий потенциал роста акций Русской Аквакультуры с учетом ожидаемого роста показателей за 2020 год и оценки рынком в 7x EV/EBITDA.

РусАква



Плюсы:

- + высокая маржинальность по EBITDA и чистой прибыли
- + лидер рынка
- + компания роста с понятной стратегией
- + дисконт по мультипликаторам
- + начало программы байбэка и выплат дивидендов

Минусы:

- низкая ликвидность
- биологический риск: заражение рыб, как это было в 2015 году
- низкая раскрываемость информации

Группа Эталон

Как известно, акции циклических секторов нужно покупать на дне цикла. Сейчас, когда пандемия в России сходит на нет, а вакцины уже созданы и проходят финальные испытания, можно смело говорить о начале нового цикла. Строительный сектор или девелопмент как раз

Акции	
Код Блумберг	ETLN RX
Рекомендация	Покупать
Последняя цена	114
Целевая цена	140
Потенциал	23%



относится к таким секторам. А акции Эталона, на наш взгляд, являются наиболее привлекательными.

Даже несмотря на провальные операционные показатели за первое полугодие (падение продаж на 24%), которые были вызваны снижением потребительской активности и запретами на строительство в Москве на фоне пандемии, бизнес Эталона показывает признаки восстановления. Стоимость заключенных контрактов в июне выросла на 78% по сравнению с маем 2020 года. Доля ипотечных сделок также увеличилась с 36% в 1 квартале до рекордных 44% во 2 квартале 2020 года. Это свидетельствует о зарождении нового цикла в строительной отрасли.

Пожалуй, самым главным драйвером, способным привести к росту бизнес девелоперов, является снижение процентных ставок по ипотеке, а также госпрограмма 2020 с льготными 6,5% на новостройки до начала ноября 2020 года. Мы ожидаем всплеск продаж во второй половине года, что неминуемо отразится на акциях девелоперов.

Также немаловажным фактором выступает решение Совета Директоров о следовании новоутвержденной дивидендной политике, которая предусматривает минимальную выплату в 12 рублей на акцию, что при цене акции в 110 рублей сулит почти 11% дивидендную доходность. Поэтому мы считаем, что сейчас прекрасное время для покупок депозитарных расписок Эталона (тикер ETLN) себе в портфель.

ETLN-гдр



Плюсы:

- + высокая дивидендная доходность
- + мажоритарий АФК Система, что позитивно для корп. управления и дивидендов
- + восстановление индустрии

Free float	74%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020e
Выручка	72.0	84.0	85
ЕВITDA	5.6	11.8	11.0
Чистая прибыль	3.9	3.1	4.7
EPS	13.60	10.70	11.39
Оценка			
P/S	0.55	0.32	0.38
EV/ЕВITDA	6.60	4.00	5.30
P/E	10.00	8.60	9.10
DY	8.8%	10.5%	10.5%

Чистая прибыль млрд. руб

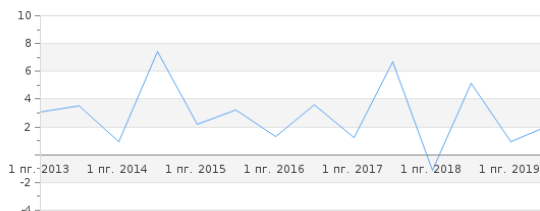


+ прогнозируемый рост ВВП РФ в 2021 году более чем в 3%

+ льготная ставка по ипотеке

+ снижение ключевой ставки ЦБ

+ крупный бренд и 2 место по объемам после ПИК



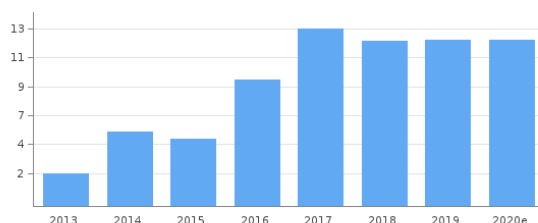
Минусы и риски:

- относительно высокий долг

- риск неодобрения дивидендов на ГОСА

- вторая волна кризиса

Дивиденды на акцию



ФСК ЕЭС

ФСК – это одна из немногих электросетевых компаний, которая заслуживает внимания. Большинство мелких «дочек» Россетей крайне нестабильны. Самая частая проблема – это списание дебиторской задолженности, что серьезно занижает чистую прибыль и дивиденды. У ФСК ЕЭС мы не наблюдаем в последние годы серьезных проблем такого характера.

В первом квартале 2020 года компания показала снижение скорректированной EBITDA всего на 0,8%, что при таких внешних условиях как теплая зима и пандемия COVID-19 является очень сильным показателем. Бизнес компании стабилен и это главный плюс.

В конце апреля ФСК представила в годовом отчете план финансовых показателей на будущие периоды. Менеджмент ожидает снижения EBITDA в 2020 году всего на 6%, и более серьезного сокращения капитальных затрат на 13%. Поэтому свободный денежный поток может вполне удержаться на уровне 2019

Акции			
Код Блумберг	FEES RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	0.2		
Целевая цена	0.23		
Потенциал	15%		
Free float	19%		
Финансы (млрд. руб)			
Выручка	254	249	252
EBITDA	133	136	134
Чистая прибыль	101	94	73
EPS	0.08	0.074	0.06
Оценка			
P/S	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	3.1	2.9	3.0
P/E	2.3	2.5	2.9
DY	9%	10%	9%



года. За 2019 год на дивиденды выделили почти весь свободный денежный поток. В крайнем случае, компания может без труда нарастить долговую нагрузку, чтобы удержать уровень выплат, если менеджмент этого захочет.

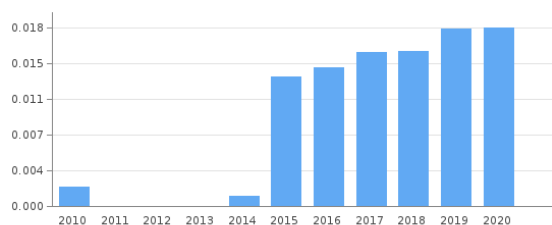
ФСК ЕЭС



Плюсы:

- + стабильный бизнес, устойчивый к внешним кризисным явлениям
- + стабильные повышающиеся дивиденды
- + возможность компании поддержать уровень дивидендов не ниже прошлого года
- + ожидаемая дивдоходность 10% за 2020 год
- + снижение ключевой ставки подталкивает инвесторов к покупке дивидендных бумаг
- + технический паттерн на закрытие нынешнего гэпа

Дивиденды на акцию



Минусы и риски:

- объединение топ-менеджмента с Россетями
- невыполнение планов на 2020 год

Сургутнефтегаз ап

Сургутнефтегаз - это нефтяная компания с огромным долларовым депозитом. В конце каждого квартала в отчете образуется валютная переоценка, поэтому прибыль по большей части зависит от курса доллара, как, соответственно, и дивиденды.

Сейчас, после серьезной девальвации рубля, привилегированные акции Сургутнефтегаза не выросли так сильно, как доллар. И мы здесь видим временную раскорреляцию, которой надо пользоваться. Чтобы посчитать образовавшийся

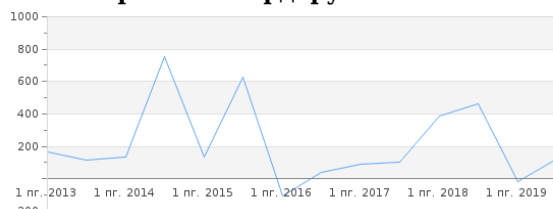
Акции			
Код Блумберг	SNGSP RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	37.71		
Целевая цена	42		
Потенциал	11%		
Free float	100%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020е
Выручка	1556.0	1814.0	1538
ЕБИТДА	512.8	464.0	398.5
Чистая прибыль	875.2	106.1	382.7
EPS	24.50	2.40	8.37



дисконт, нам надо рассчитать чистую прибыль и дивиденды за 2020 год.

Мы предположим, что к концу года средняя цена нефти будет 40 долларов при курсе доллара в 70, т.е. равна 2800 рублей. Объем добычи нефти Сургутом в последние годы не менялся, поэтому возьмем примерные данные по операционной прибыли прошлых лет, соответствующие ценам 2800 руб/бар. Получаем 240 млрд. руб.

Чистая прибыль млрд. руб



Доход от курсовых разниц при курсе доллара на конец 2020 года в 70 рублей составит 380 млрд. руб. Проценты от размещения депозита с учетом снизившихся валютных ставок, по нашим расчетам, составят 45 млрд. руб. Добавив доход от участия в других организациях в 0,8 млрд. руб. получаем прибыль до налогообложения в 666 млрд. руб. и чистую прибыль равную 559,8 млрд. руб. Получается, при курсе доллара в 70 рублей на конец 2020 года и средней цене нефти в 2800 рублей/бар. дивиденды на «префы» будут равны 5,16р.,

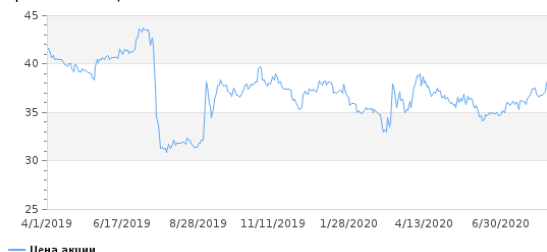
&

На конференс-звонке по итогам II квартала финансовый директор банка сообщила, что Сбербанк намерен выплатить дивиденды за 2019 в размере 50% от чистой прибыли, чуть позже Герман Греф подтвердил это решение. Так почему же Сбербанк должен заплатить?

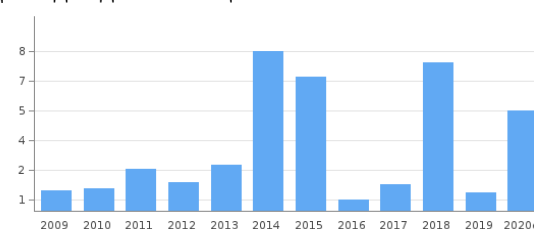
1. Хорошая динамика основного бизнеса. Чистые процентные доходы установили новый рекорд (+13% г/г) благодаря росту кредитного портфеля, снижению ключевой ставки, которая влияет в первую очередь на стоимость фондирования, вызывая рост процентной маржи.

Оценка			
P/S	0.62	0.20	0.25
EV/EBITDA	0.21	5.63	7.18
P/E	1.13	5.50	4.58
DY	18%	4.0%	14.0%

Цена акции



Дивиденды на акцию



что по текущим котировкам равно 14% дивидендной доходности. Дисконт очевиден. Исходя из истории, «префы» Сургута начинают выравниваться к соответствующему дивиденду во второй половине года. Поэтому ещё не поздно приобрести «долларовый депозит» со скидкой. Риск здесь может быть лишь в той ситуации, когда в течение всего 2020 года будут крайне низкие цены на нефть, а в конце года курс рубля придет к значениям начала года в 62 рубля. Однако мы рассматриваем этот сценарий как маловероятный.

lt;h2>Сбербанк

Акции			
Код Блумберг	SBERP RX		
Рекомендация	Держать		
Последняя цена	219		
Целевая цена	230		
Потенциал	5%		
Free float	100%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020e
Чистый проц. доход	1396	1415	1472
Чистый комис. доход	445	498	597
Чистая прибыль	831	845.0	700
EPS	38.5	39.1	31.00
Оценка			
ROE ttm %	21.6%	18.8%	15%



2. Высокий уровень достаточности капитала. По стандартам Базель 3.5 норматив достаточности общего капитала составил 15,23%. После выплаты дивидендов он снизится до 13-13,5%, что даже для ключевого банка РФ считается высоким уровнем.

3. Снижение расходов по созданию резервов по кредитным убыткам. Но тем не менее, пока их уровень высокий.

4. Восстановление потребительских расходов на докризисный уровень (лишь в последнюю неделю июля удалось достичь), и восстановление промышленного производства.

Банк также представил прогноз по уровню рентабельности капитала на уровне 11-13%, что по нашим расчетам говорит об ожидании чистой прибыли на уровне 500-600 млрд. рублей по итогам 2020 года. Поэтому ориентир по дивидендам мы ставим на уровне 11-14 рублей, хотя дивиденды за 2021 год мы ожидаем больше, чем 20 рублей. В наших прошлых обзорах мы призывали покупать «префы» Сбербанка ниже 200 рублей, однако если ваши инвестиционные горизонты свыше 3 лет, то можно смело докупать и по текущим ценам.

P/BV	1.20	1.2	1.1
P/E	5.5	6.3	6.4
DY	8.9%	8.5%	5.9%

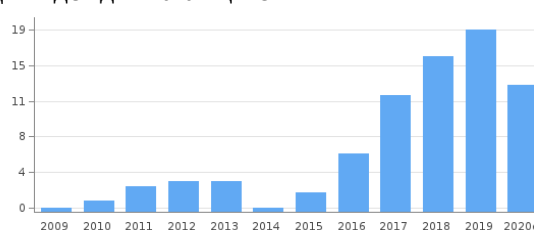
Цена акции



Чистая прибыль млрд. руб.



Дивиденды на акцию



ВТБ

ВТБ отчитался о снижении чистой прибыли на 93%.

В принципе, ничего удивительного в этом нет. Менеджмент ещё в прошлом квартале сообщал, что планируется отражение убытка от валютной переоценки и обесценение ВТБ Арены. Также мы следили за ежемесячной динамикой показателей и уже предполагали провал в начале июня. Что же теперь ожидать от ВТБ? Но для начала разберем основные моменты отчета:

1. Рост чистых процентных доходов на 21% из-за роста процентной маржи. Это произошло в

Акции			
Код Блумберг	VTBR RX		
Рекомендация	Держать		
Последняя цена	0.0362		
Целевая цена	0.04		
Потенциал	10%		
Free float	28.1%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020е
Чистый проц. доход	468.6	440.6	470
Чистый комис. доход	90.0	108.5	118.8
Чистая прибыль	178.8	201.2	81.0
EPS	0.014	0.016	0.01
Оценка			
ROE ttm %	11.7%	12.2%	5%
P/BV	0.31	0.37	0.4
P/E	2.6	3.0	2.9



результате снижения ключевой ставки ЦБ РФ вкуче со снижением взносов в систему страхования вкладов.

2. Падение чистых комиссионных доходов из-за падения деловой активности в апреле с постепенным восстановлением к концу квартала.

3. Рост стоимости риска и резервов по ожидаемым кредитным убыткам. Основное создание резервов пришлось как раз на второй квартал. В следующие кварталы величина должна быть меньше.

4. Норматив достаточности капитала находится на уровне 11,8%, при минимальном уровне в 11,5%. Если бы ВТБ решил выплатить дивиденды не в 10%, а в 50% от чистой прибыли за 2019 год, то было бы нарушение норматива.

Пока ВТБ проходит кризис далеко не по самому оптимистичному сценарию. Банк не настолько эффективен как Сбербанк или тем более Тинькофф. И это его ахиллесова пята. Кризис показывает, «кто плавал голым». Однако, скорее всего, худшее уже позади, а восстановление впереди. На данный момент нет существенных драйверов роста в краткосрочной перспективе. Но потенциал восстановления среди банков самый высокий и именно на это мы делаем ставку. По сути, это спекулятивная идея с длинным сроком реализации.

DY **3.0% 10.8% 3.9%**

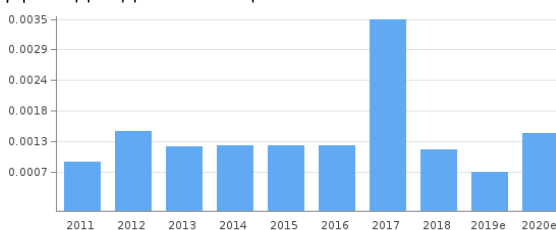
Цена акции



Чистый комиссионный доход млрд. руб.



Дивиденды на акцию



Газпром нефть

Газпром нефть является одной из наших инвестиционных идей. Это компания, которая вкладывается в разработку новых месторождений и увеличивает добычу, а также с прошлого года распределяет 50% чистой прибыли на дивиденды. Однако, как и у любой сырьевой компании, большую роль в доходах играют цены на продукцию. 2 квартал был одним из худших кварталов для рынка нефти в этом тысячелетии. Сейчас основной драйвер для роста – это восстановление цен на нефть.

Акции			
Код Блумберг	SIBN RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	318		
Целевая цена	400		
Потенциал	26%		
Free float	4.0%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020e
Выручка	2489.3	2485.0	2520
EBITDA adj.	799.0	795.0	802.0
Чистая прибыль	376.0	402.0	410.0
EPS	79.40	84.40	86.50



Поэтому при покупке нужно выбирать компанию с наибольшим потенциалом восстановления. И на наш взгляд, Газпром нефть как раз такой компанией и является.

Добыча углеводородов упала всего на 1,7% из-за соглашения ОПЕК+. Это результат гораздо лучше остальных нефтяных компаний РФ.

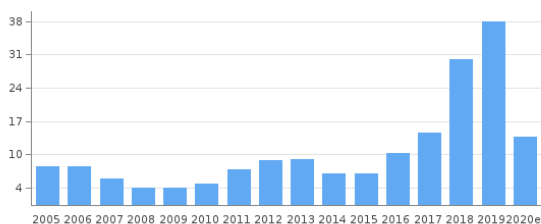
При восстановлении цен на нефть в район \$60 за баррель компания сможет выплачивать 40-45 рублей на дивиденды, в таком случае мы должны увидеть обновление исторических максимумов, т.е. потенциал 50-100%.

Промежуточные дивиденды менеджмент решил отложить и рассмотреть их по итогам 9 месяцев, чтобы не выплачивать символическую сумму. По итогам года мы ожидаем порядка 15 рублей на акцию, что соответствует 4,7% дивидендной доходности.

По мультипликаторам оценка средняя. EV/EBITDA 3,7. P/E 8. Относительно других нефтяных компаний Газпром нефть выглядит дешевле, и имеет более перспективный бизнес.

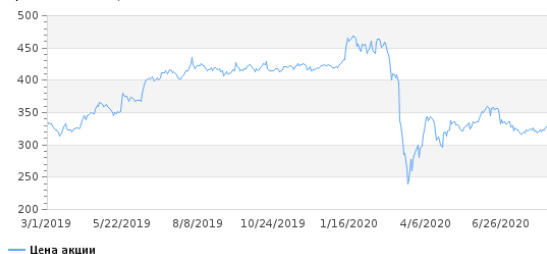
Мы считаем, что в расчете на восстановление цен на нефть лучше всего брать несколько нефтяных компаний, и Газпром нефть будет в этом списке точно.

Дивиденды «Газпром нефти»

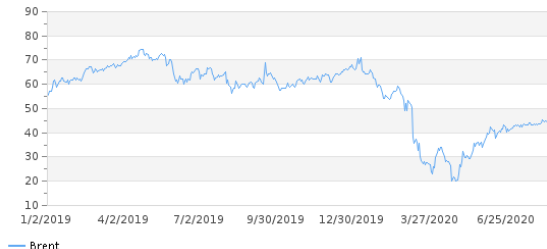


Оценка			
P/S	0.66	0.8	0.79
EV/EBITDA	3.68	4.19	4.21
P/E	4.34	4.95	5.13
DY	8.8%	11.9%	6.3%

Цена акции



Цена нефти Brent



Юнипро

Идея по Юнипро мы выпустили ещё в начале года. Её суть заключалась в вводе энергоблока БГРЭС в 2020 году (уже несколько раз переносили), повышении дивидендных выплат и выравнивание доходности к 8% вследствие переоценки акций. Но в очередной раз этот момент затягивается. Как поработала компания и что ожидать от неё дальше?

1. Выручка снизилась на 14% г/г. Всё дело в

Акции			
Код Блумберг	UPRO RX		
Рекомендация	Покупать		
Последняя цена	2.74		
Целевая цена	3.5		
Потенциал	28%		
Free float	16.3%		
Финансы (млрд. руб)	2018	2019	2020e*
Выручка	77.8	80.2	94
EBITDA	27.2	29.6	39.2
Чистая прибыль	17.6	19.6	26.1



том, что в этом году повышенная водность рек. Системный оператор переводит мощности именно на ГЭС с тепловых станций (как у Юнипро). Также из-за пандемии и снижения деловой активности снизился спрос на электричество. В результате снизилась выработка и цены, а за ней и выручка. По сути, фактор разовый.

2. EBITDA упала на 27% из-за падения выручки и создания резервов по сомнительным долгам контрагентов. Эта давняя болезнь российской электроэнергетики.

3. Ввод в эксплуатацию 3-его энергоблока перенесен на I кв. 2021 года из-за задержки ремонта на фоне пандемии. Осталось проинвестировать ещё 6 млрд. рублей и капитальные затраты снизятся, а свободный денежный поток увеличится.

4. Все блоки, работающие по ДПМ, не считая БГРЭС, в следующем году переходят на стандартную программу КОМ. Поэтому ожидается выбытие повышенных платежей. Но ввод 3-его энергоблока Березовской ГРЭС должен поддержать показатели.

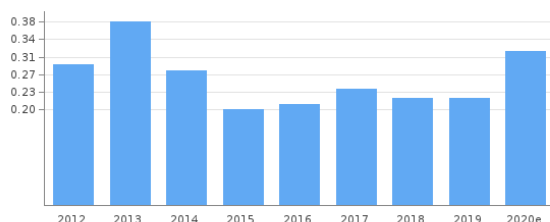
5. Менеджмент нацелен на продление дивидендной политики до 2024 года. Речь идет о выплатах в размере 0,317 рублей на акцию за год. По текущим котировкам доходность 11,4%.

6. Компания не будет участвовать в этом году в конкурсе по отбору блоков на ДПМ-2, но в следующих годах рассчитывает получить квоты, поэтому Юнипро сохраняет перспективы и дальше.

Ничего страшного с Юнипро не произошло, хотя нам не очень нравится очередной перенос ввода энергоблока. Менеджмент дает сигнал инвесторам, что удержание Юнипро на долгосрок выгодно. Мы в этом солидарны. Но стоит покупать акции сейчас? В моменте дисконта нет, как и нет краткосрочных драйверов роста. Но на перспективу Юнипро – прекрасная компания для удержания в дивидендном портфеле.

EPS	0.28	0.31	0.41
Оценка			
P/S	2.1	2.1	1.83
EV/EBITDA	6.11	5.7	4.22
P/E	10	8.60	6.70
DY	8%	8%	11.57%

Дивиденды «Юнипро»



Цена акции





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.