ТИНЬКОФФ ИНВЕСТИЦИИ
Премиум

БОЛЬШОЙ ОБЗОР

Segezha IPO

Инвестиции в российский лес без зависимости от рубля

19.04.2021

Коротко

Промышленный цикл продолжает набирать обороты после обвала весной прошлого года из-за пандемии и массового карантина. Индекс PMI, который показывает настрой рынков относительно перспектив промышленных отраслей, в развитых странах превышает уровень 50, что говорит об ожиданиях дальнейшего роста. В США он сейчас находится на максимумах за последние практически тридцать лет — на уровне 64,7 по итогам марта. В Европе он также бьет рекорды: с майских минимумов вырос в два раза и добрался до отметки 62,5. В России ситуация похуже. Промышленный PMI чуть выше 50. Но, учитывая, что в конце апреля прошлого года он едва превышал 30, тенденция к росту тоже довольно явно прослеживается.

Растущая промышленность порождает рост спроса на сырьевые товары, в том числе на лесные строительные материалы и бумагу из древесины. Их производит герой нашего обзора — ведущая российская лесопромышленная компания Segezha Group. Недавно она сообщила о планах провести публичное размещение акций на Московской бирже. Размещение должно состояться в ближайшее время. Аудитор Ernst & Young оценил компанию в 124 млрд рублей ($1,7 млрд). В случае выпуска новых акций на 30 млрд рублей, которые рассчитывает привлечь Segezha, ее стоимость может вырасти до 154 млрд рублей ($2 млрд), считает аудитор.

Главный акционер Segezha и фактически материнский холдинг — инвесткомпания АФК Система. Среди ее активов уже есть громкие IPO. В конце осени 2020-го на биржу вышел онлайн-ритейлер Ozon, собрав более $1 млрд. С тех пор его капитализация увеличилась практически вдвое.

Почему IPO Segezha может быть успешным — читайте далее в обзоре.

Аналитический обзор составлен в соответствии с Методикой оценки ценных бумаг Тинькофф Банка.

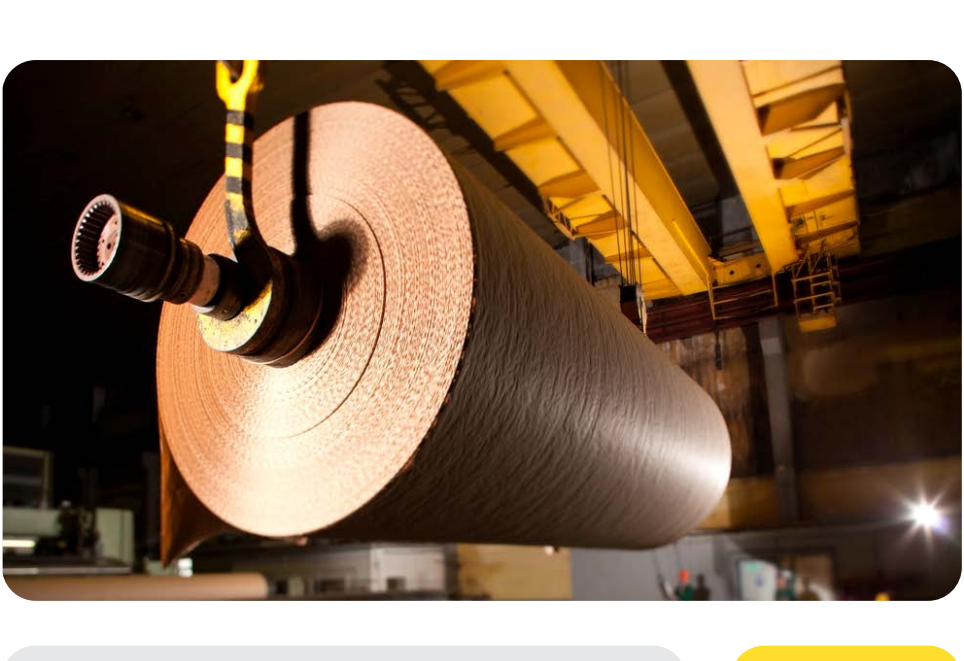
О компании

Segezha Group появилась на свет в 2014 году в результате слияния трех компаний, одна из которых принадлежала АФК Система, а две другие — Банку Москвы.

По итогам того года объединенная компания сразу же попала в пятерку лидеров рейтинга ТОП-50 лесопромышленных компаний России. И по сей день находится в нем, занимая третье место по выручке и уступая только Илим Групп и Монди СЛПК (дочернее российское предприятие глобальной Mondi Group).

Mondi специализируется исключительно на производстве бумаги и упаковке. Для Илим и Segezha это направление тоже основное, но не единственное.

У Segezha производство бумаги и упаковки приносит половину всех продаж. Основной спрос создает строительная промышленность.



Бумага и упаковка

52% выручки за 2020

Ключевая продукция:

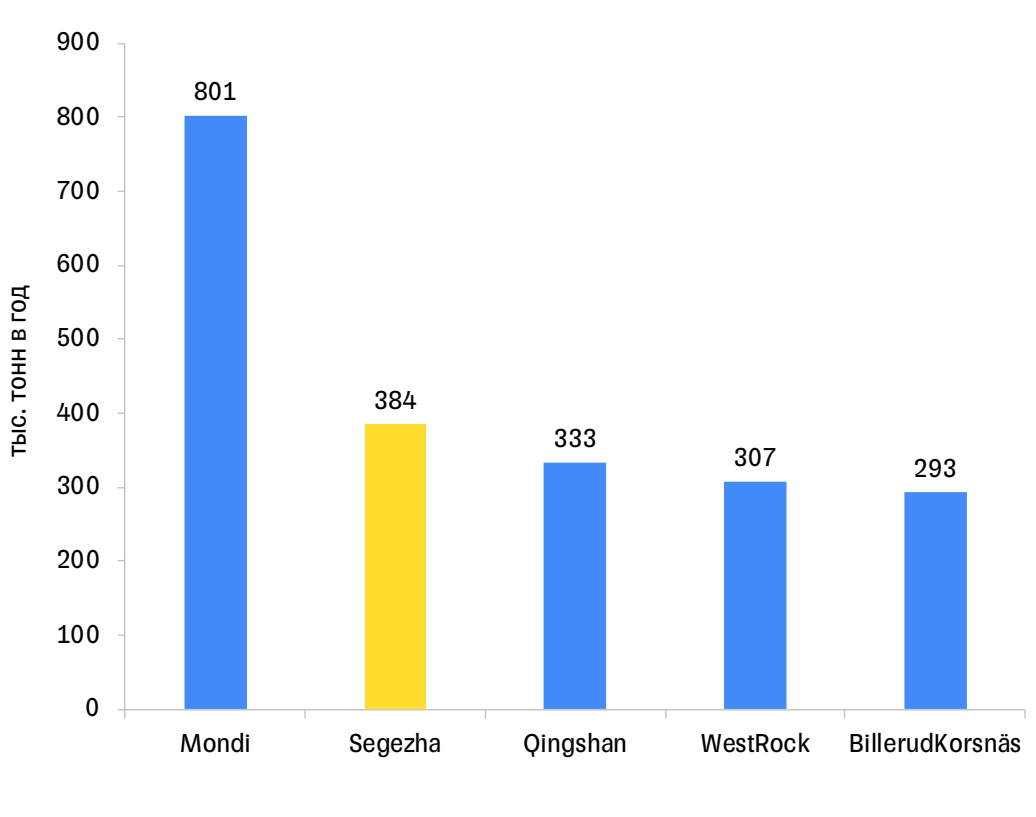
- многослойная мешочная бумага (№2 в мире, №1 в России);
- бумажные мешки и пакеты (№2 в мире, №1 в России).

Область применения:

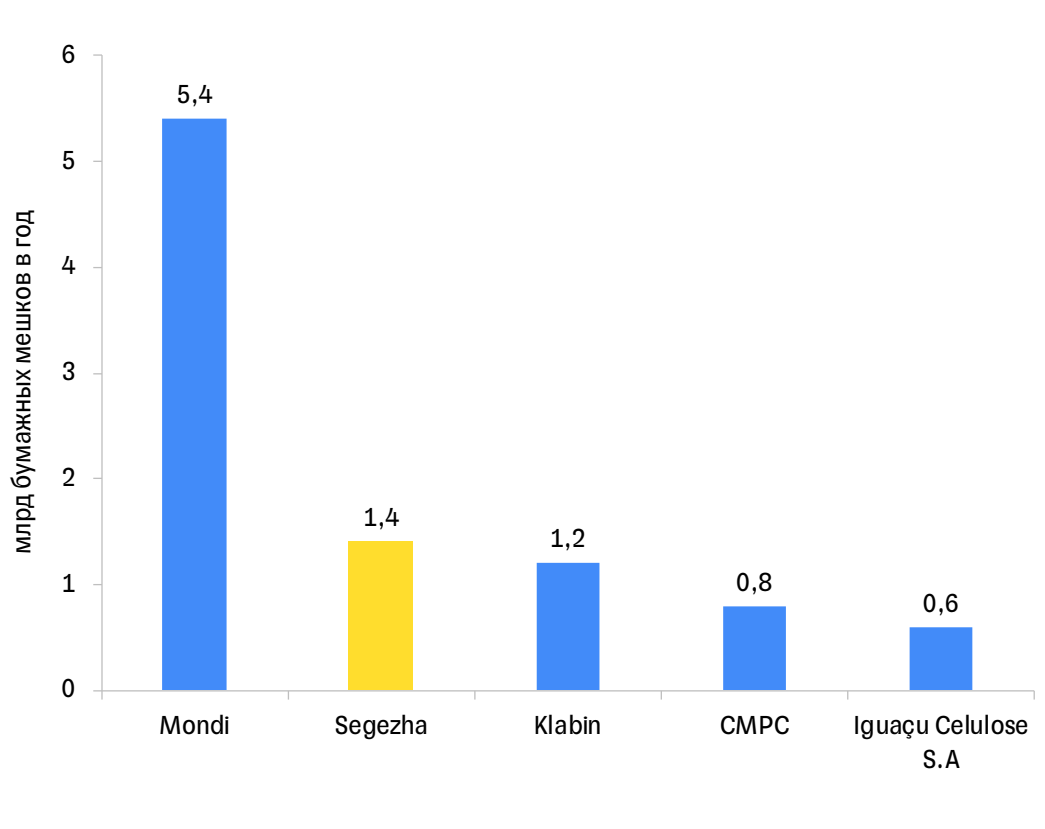
- строительная промышленность;
- сельскохозяйственная промышленность;
- пищевая промышленность и розничная торговля;
- химическая промышленность.

Главными продуктами в этом сегменте являются многослойная мешочная бумага и мешки и пакеты из этой бумаги. По данным исследовательской компании Fischer International, которая специализируется на целлюлозно-бумажной промышленности, Segezha идет второй в мире по объему производства этих продуктов.

Глобальный рынок многослойной мешочной бумаги



Глобальный рынок промышленных бумажных мешков



Примечание. Рейтинги основаны на производственных мощностях в 2020 г.

Источник: Fisher International, Vision Hunters

Второй по значимости сегмент для компании — это деревообработка, в результате которой получают пиломатериалы, древесноволокнистые плиты, пеллеты и щепу. Основной спрос тоже создает строительная отрасль. Этот сегмент приносит около 30% всего дохода.

Деревообработка

28% выручки за 2020

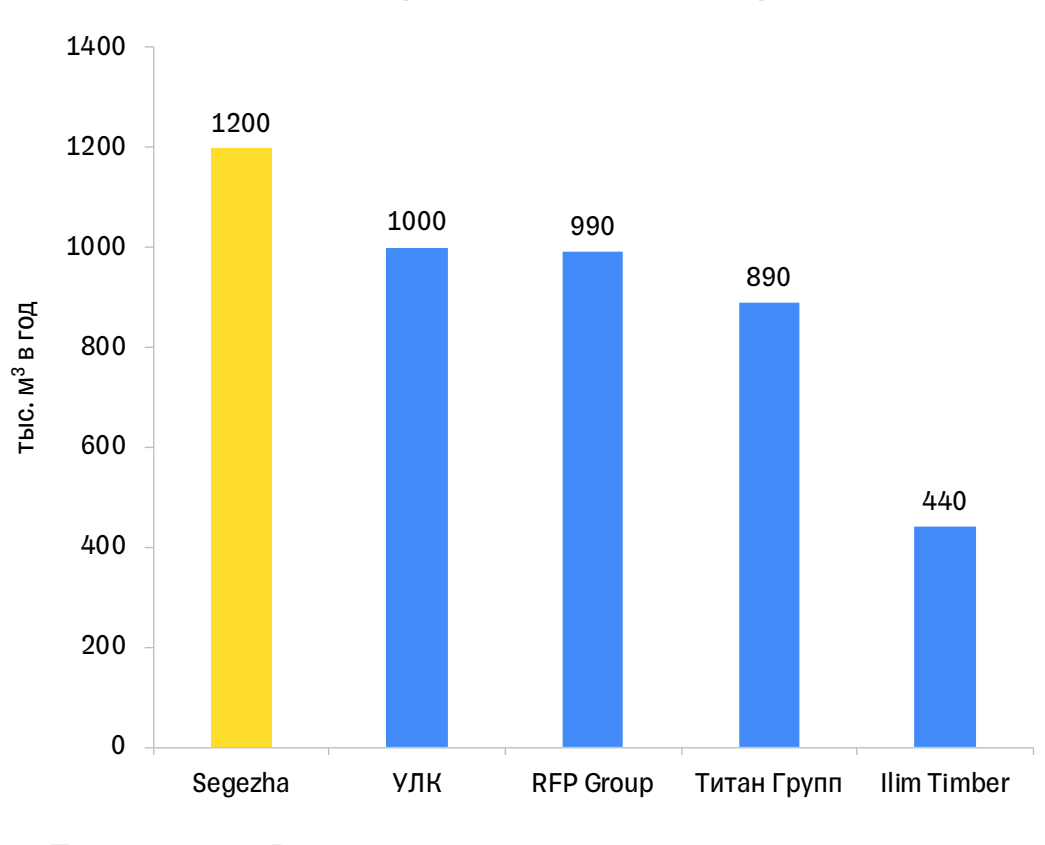
Ключевая продукция — пиломатериалы (№1 в России).

Область применения:

- строительство;
- производство мебели;
- транспорт;
- производство электроэнергии.

Согласно анализу Fischer International, Segezha — крупнейший производитель пиломатериалов в России. Российская Илим Групп, о которой мы писали выше как о компании номер один в лесопромышленности России, производит не сами пиломатериалы, а основу для них — круглые лесоматериалы (отрезки стволов деревьев), или, как их еще называют, пиловочники. Поэтому Илим в списке Fischer нет.

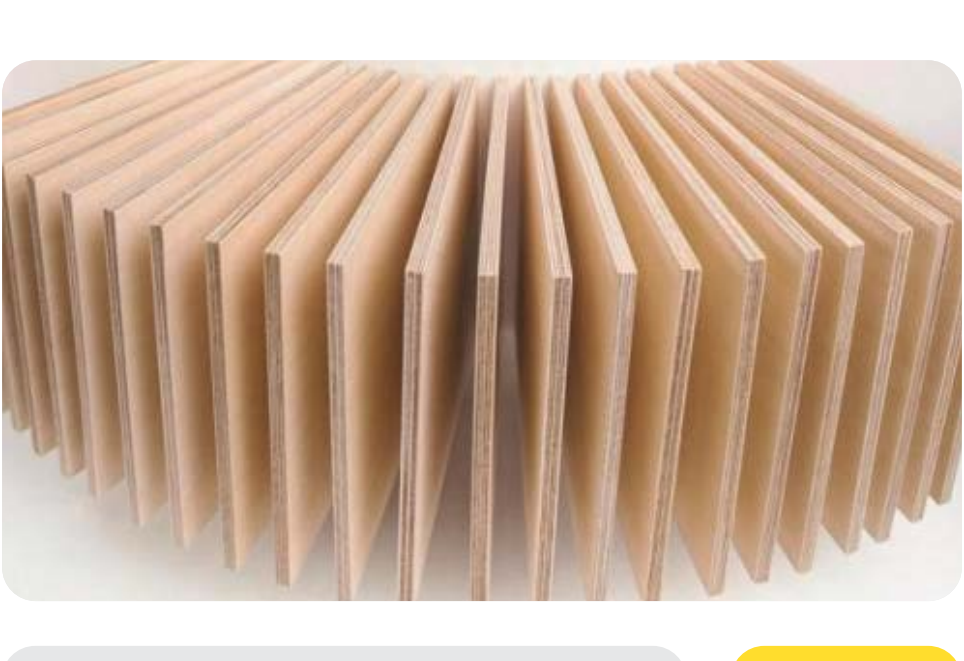
Российский рынок пиломатериалов



Примечание. Рейтинг основан на производственных мощностях в 2020 г.

Источник: Fisher International, Vision Hunters

Третий по объему выручки сегмент для Segezha — это производство фанеры из березового шпона, которую в строительной сфере часто используют для облицовки. Она приносит около 11% всех продаж.



Фанера и плиты

11% выручки за 2020

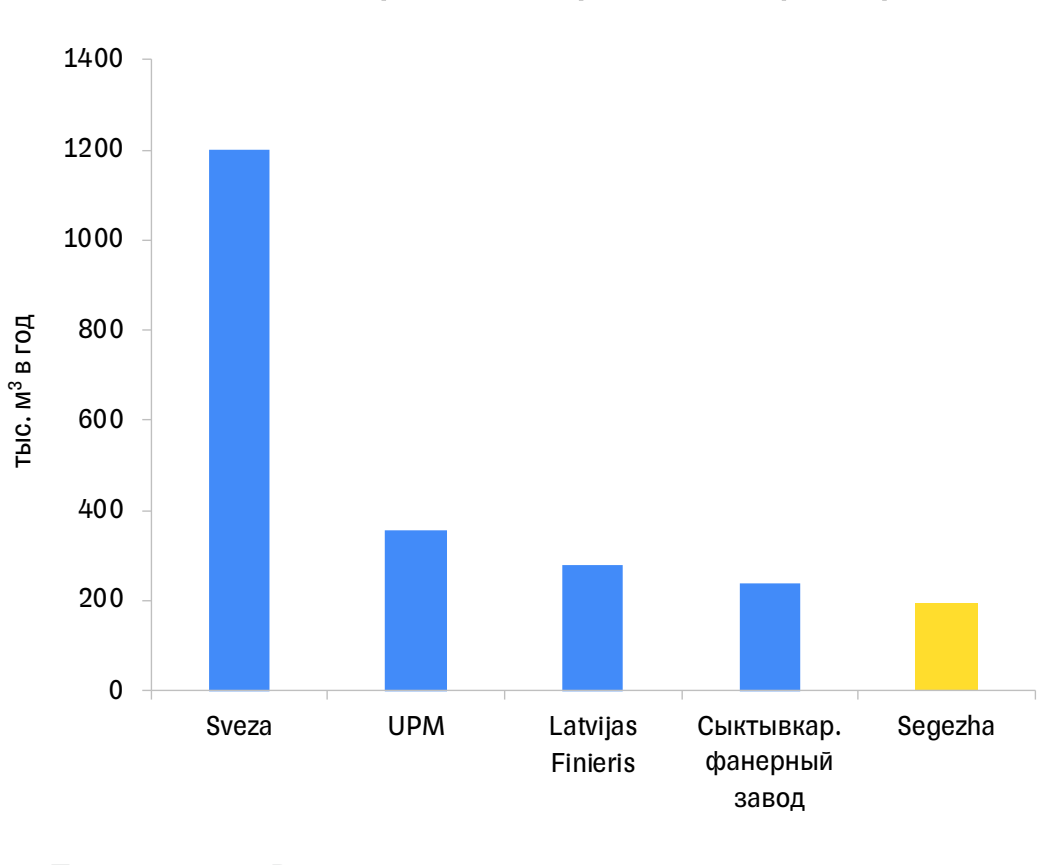
Ключевая продукция — березовая фанера (№5 в мире).

Область применения:

- строительство;
- производство мебели;
- транспорт;
- напольные покрытия.

По объемам производства компания входит в пятерку лидеров мировой индустрии. Безоговорочный номер один — российская деревообрабатывающая компания Sveza, которая специализируется исключительно на березовой фанере.

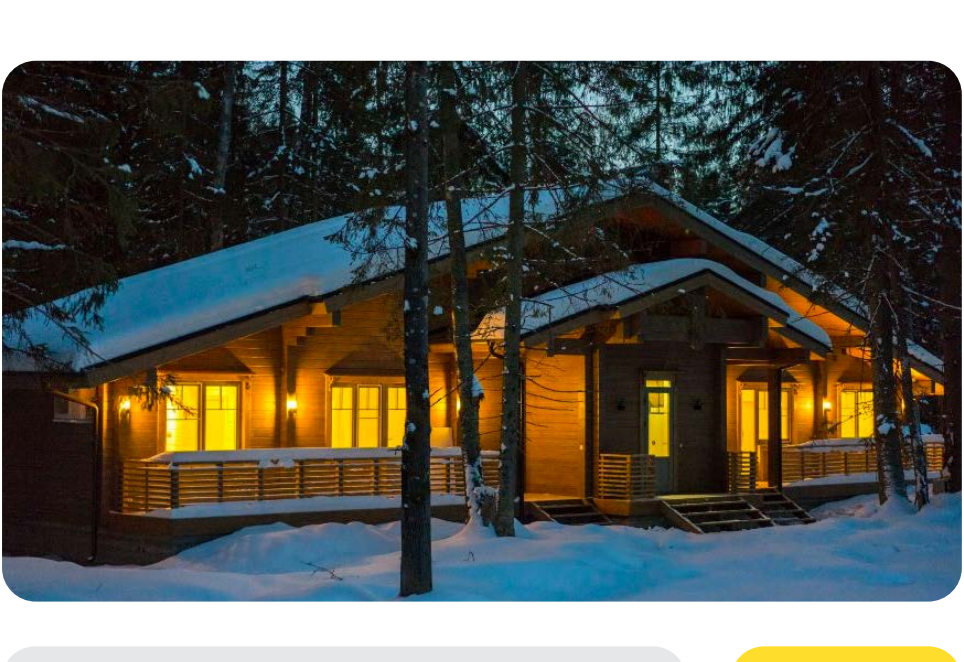
Глобальный рынок березовой фанеры



Примечание. Рейтинг основан на производственных мощностях в 2020 г.

Источник: Fisher International, Vision Hunters

Остальные продукты Segezha, такие как клееные конструкционные балки и дома из клееного бруса на заказ, приносят оставшиеся 9% выручки.



Прочее

9% выручки за 2020

Ключевая продукция:

- домокомплекты;
- клееные деревянные конструкции;
- CLT-панели.

Segezha — №1 в России в этом сегменте.

Область применения:

- строительство;
- домостроение;
- несущие конструкции;
- потолки в многоэтажных домах.

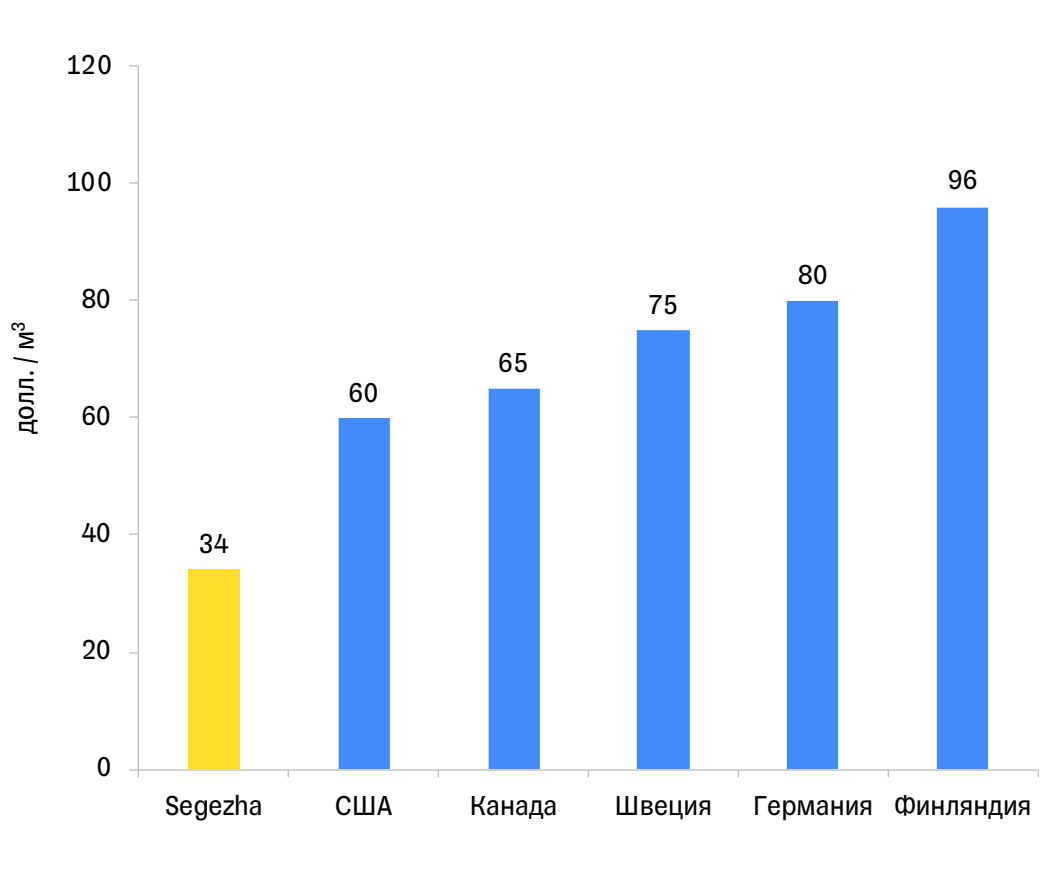
Преимущества Segezha

Важно отметить, что 80% всех продуктов Segezha производит из собственного сырья. Компания арендует лесные территории на длительный срок (сейчас средний срок контрактов — 49 лет с возможностью продления). В ее лесном фонде насчитывается 8,1 млн гектаров арендованных лесных участков и может быть еще 1,1 млн гектаров в случае реализации новых инвестпроектов. Такой масштаб впечатляет. Особенно если сравнить с той же Илим Групп: она по объемам выручки в два раза превосходит Segezha, но лесной фонд у нее даже чуть меньше — 7,9 млн гектаров. Получается, ей приходится больше закупать у сторонних поставщиков, что увеличивает производственные издержки.

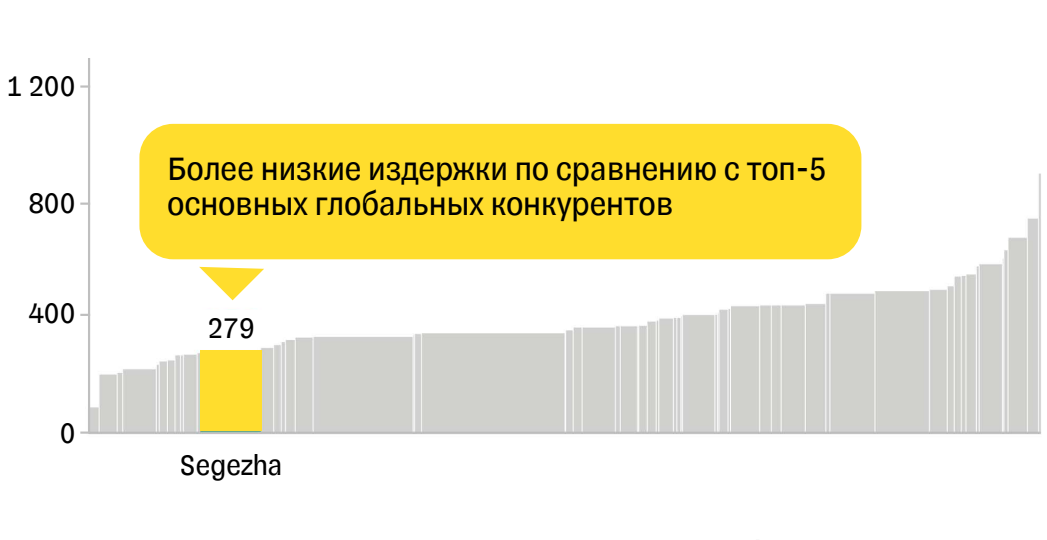
Segezha, наоборот, удается их сократить благодаря собственным ресурсам и предлагать более конкурентоспособные цены на свои продукты.

К концу текущего десятилетия компания планирует увеличить общую площадь своего лесного фонда в 2—2,5 раза, до 15—20 млн гектаров.

Отпускная цена на бревна хвойных пород в четвертом квартале 2020 года



Сравнительная себестоимость мешочной бумаги у разных производителей в третьем квартале 2020 года ($ / т)

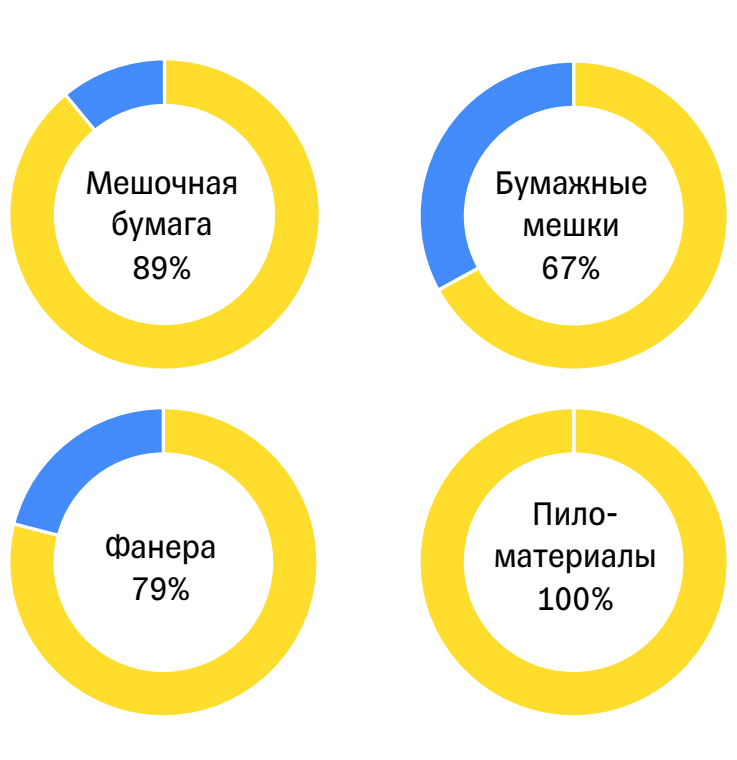


Источник: Fisher International, Vision Hunters

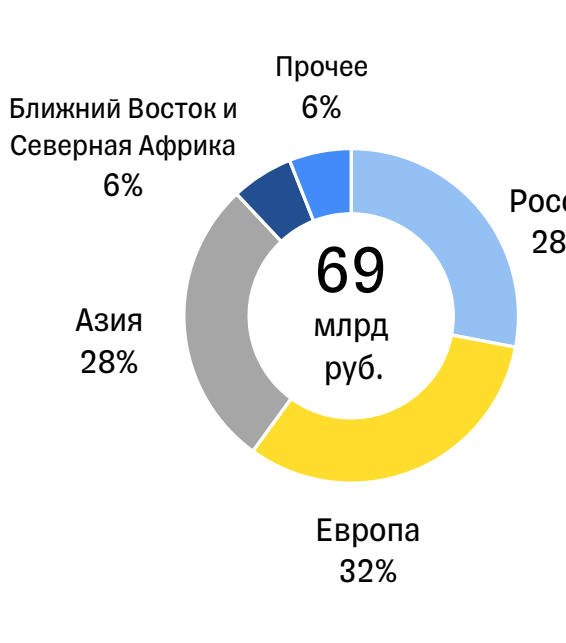
Еще одно преимущество — широкая диверсификация. И речь не только об ассортименте продуктов, который мы рассмотрели выше, но и о сбыте и производстве. Более 70% выручки приносят продукты, экспортируемые за рубеж. География экспорта включает 100 стран мира. Основные рынки сбыта — Европа и Азия. Более того, цены в России на продукты Segezha также привязаны к валюте.

Это позволяет компании защищать свои доходы от колебаний рубля, а также снижает риск в случае спада на одном из рынков сбыта.

Доля экспорта в продажах в 2020 году по сегментам



Структура продаж в 2020 году по регионам



72% выручки в валюте

цены в России привязаны к валюте

Источник: данные компании

Что касается производства, то Segezha активно разворачивает его как в России, так и в Европе — на главных рынках сбыта. Это позволяет сократить транспортные издержки и повысить рентабельность. С 2015 года компания вложила в расширение производства уже 49 млрд рублей. Сейчас она управляет 15 заводами и еще два находятся в стадии строительства.

На достигнутом останавливаться она не собирается и планирует в течение ближайших пяти лет увеличить производственные мощности еще в полтора раза.

О драйверах роста

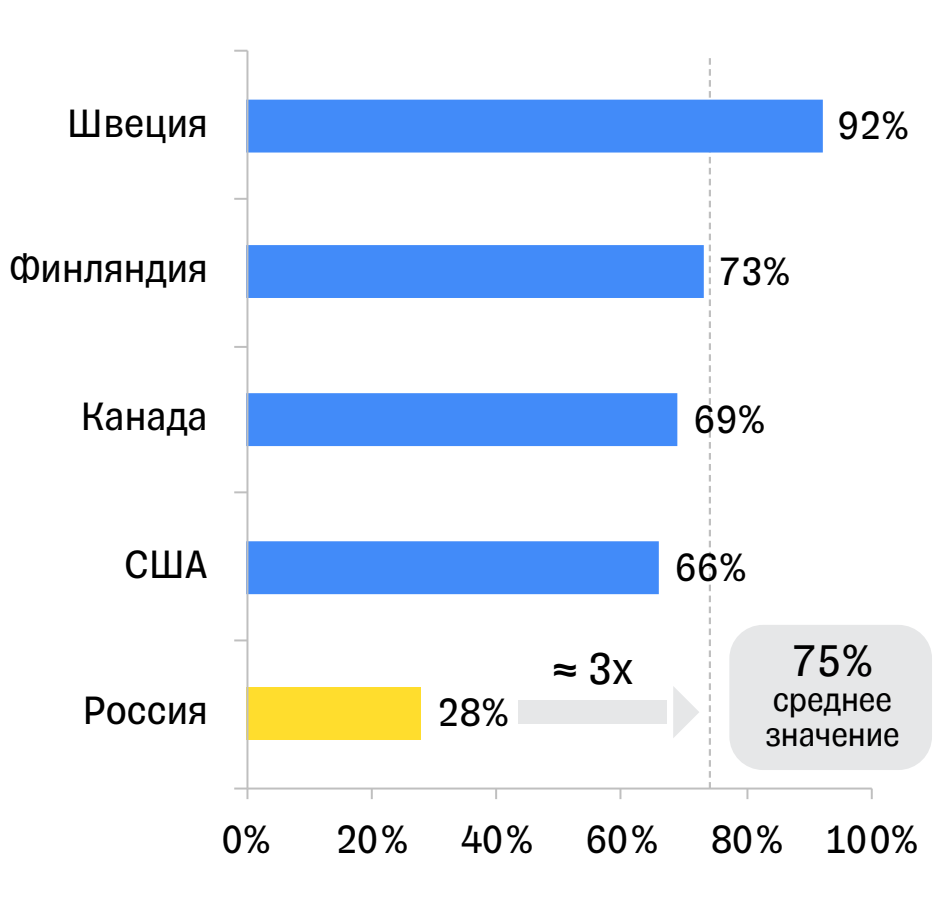
Во-первых, Segezha базируется в России — стране с самыми большими запасами лесных ресурсов.

На Россию приходится 15% всех мировых запасов, а если говорить о запасах хвойных пород, то цифра еще более впечатляющая — 50%.

При этом лесная промышленность в России использует только 28% лесов, отведенных для рубки, подсчитали Segezha и консалтинговая компания Vision Hunters, которая специализируется на лесной и энергетической индустриях. Для сравнения: среднее значение в мире достигает 75%.

Получается, что лесная промышленность в России имеет потенциал роста в 2,5—3 раза. А значит, есть куда расти и самой Segezha.

Лесозаготовка по отношению к объемам лесов, отведенных для рубки



Источник: Глобальная оценка лесных ресурсов (2015/20 гг.), Vision Hunters

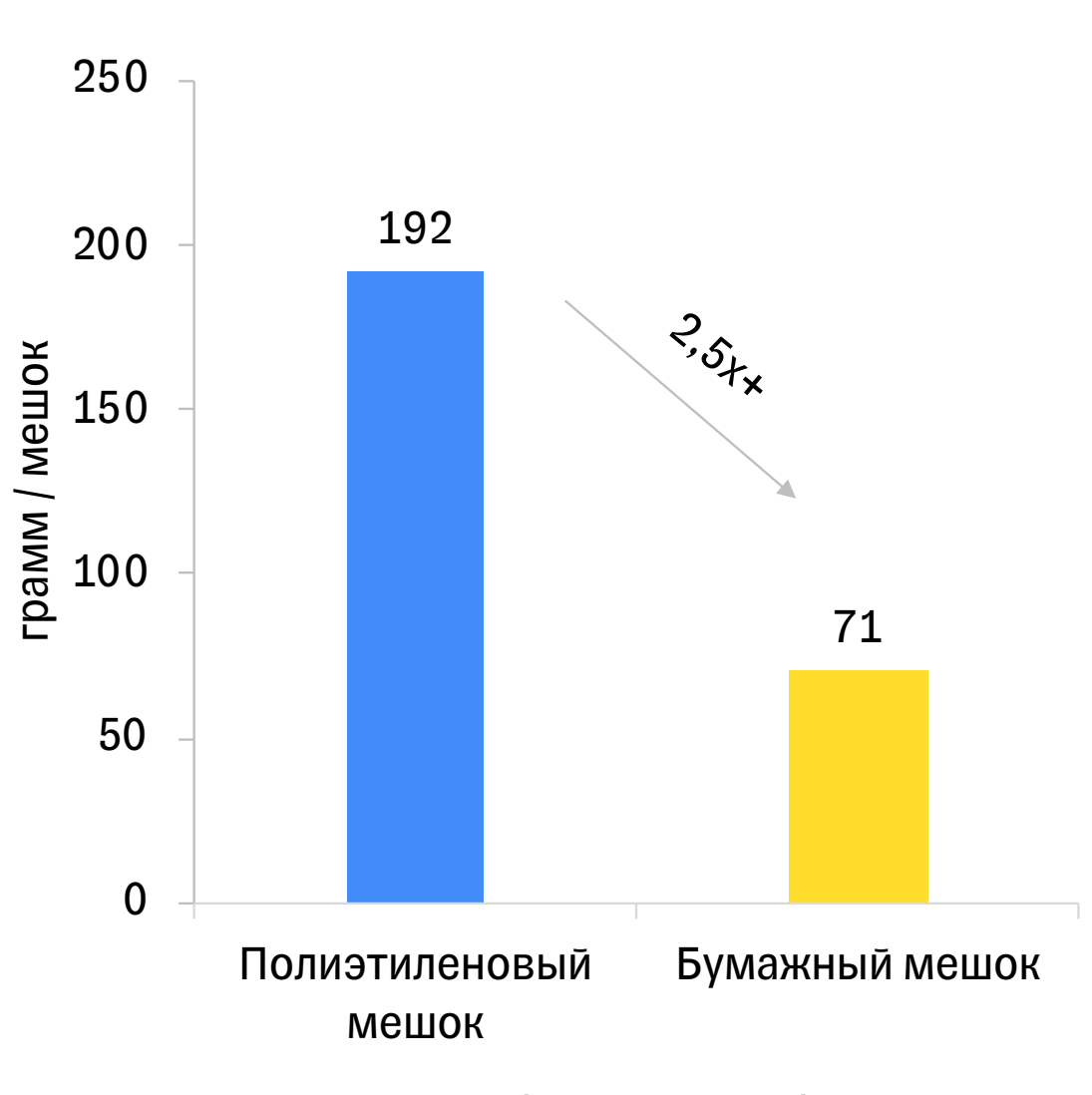
Кроме того, восстанавливается после пандемии главный потребитель — строительная отрасль.

По прогнозам Fisher International, Fitch Solutions, Международного валютного фонда и Vision Hunters, в этом году она вырастет на 9%, а в последующие пять лет вернется к докризисным темпам роста на 5% в год.

Не стоит забывать и об общемировом тренде на зеленую экономику. Например, главный рынок сбыта для Segezha, Европа, собирается вложить не менее €1 трлн в течение ближайшего десятилетия для сокращения выбросов вредных газов в атмосферу и борьбы против изменения климата.

На этом фоне древесные мешки, а также упаковка Segezha выигрывают у полиэтиленовых аналогов. Мало того что они отличаются высокой прочностью, потому что сделаны из хвойных пород, так еще их производство и утилизация в разы экологичнее.

Выброс CO_2 в производстве мешка для цемента



Источник: Fisher International, Vision Hunters

В целом компания и аналитики ожидают роста всех сегментов бизнеса.

Ожидаемый средний темп роста спроса в год в 2019 – 2025 гг.

Многослойная мешочная бумага	Бумажные мешки и пакеты	Упаковка

- Рост строительного рынка (ок. 60-80% спроса);
- Рост розничной торговли и электронной коммерции;
- Переход к бумаге с повышенной прочностью и эластичностью на фоне падения спроса на пластиковую упаковку.

+2,5% в год	+2,5% в год	+5% в год

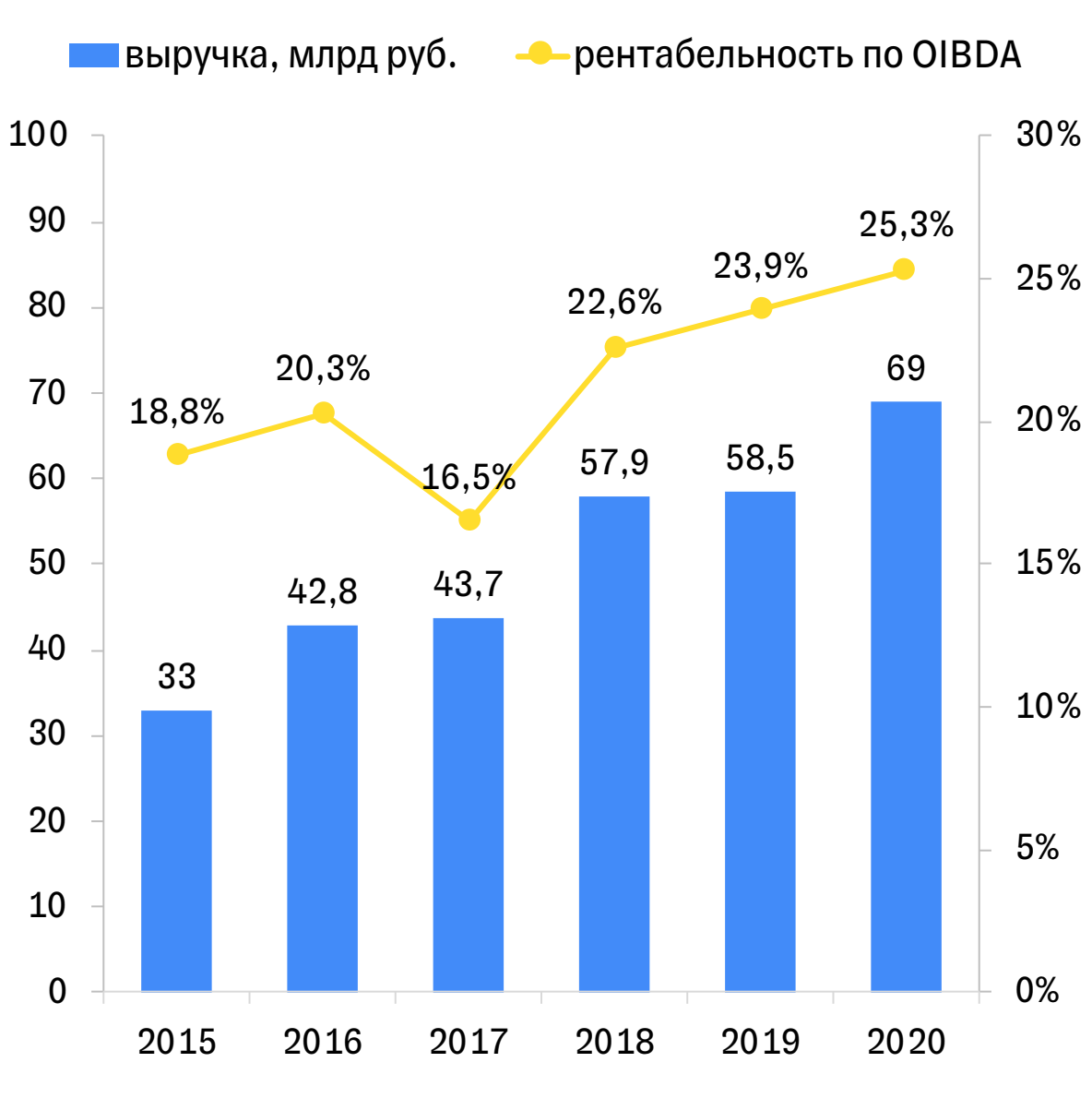
Березовая фанера	Пиломатериалы
- Рост рынка DIY («сделай сам»); - Рост строительства и производства мебели.	- Рост жилищного строительства; - Устойчивое развитие; - Рост экспорта, особенно в Китай.
+1,4% в год	+2% в год

Источник: Fisher International, Fitch Solutions, МВФ, Vision Hunters, данные компании

О финансах

Несмотря на пандемию и замедление спроса со стороны строительной отрасли, Segezha увеличила выручку на 18% год к году в 2020-м. Этому способствовал рост объемов продаж и производства, а также повышение цен на пиломатериалы и фанеру. Также положительное влияние оказало укрепление доллара и евро к рублю — на 14% и 11% соответственно. Напомним, что более 70% выручки компании приносит экспорт, а российские цены на ее продукты также привязаны к иностранным валютам. В целом среднегодовой рост выручки за последние пять лет составляет 16,6% в год.

Доходы Segezha

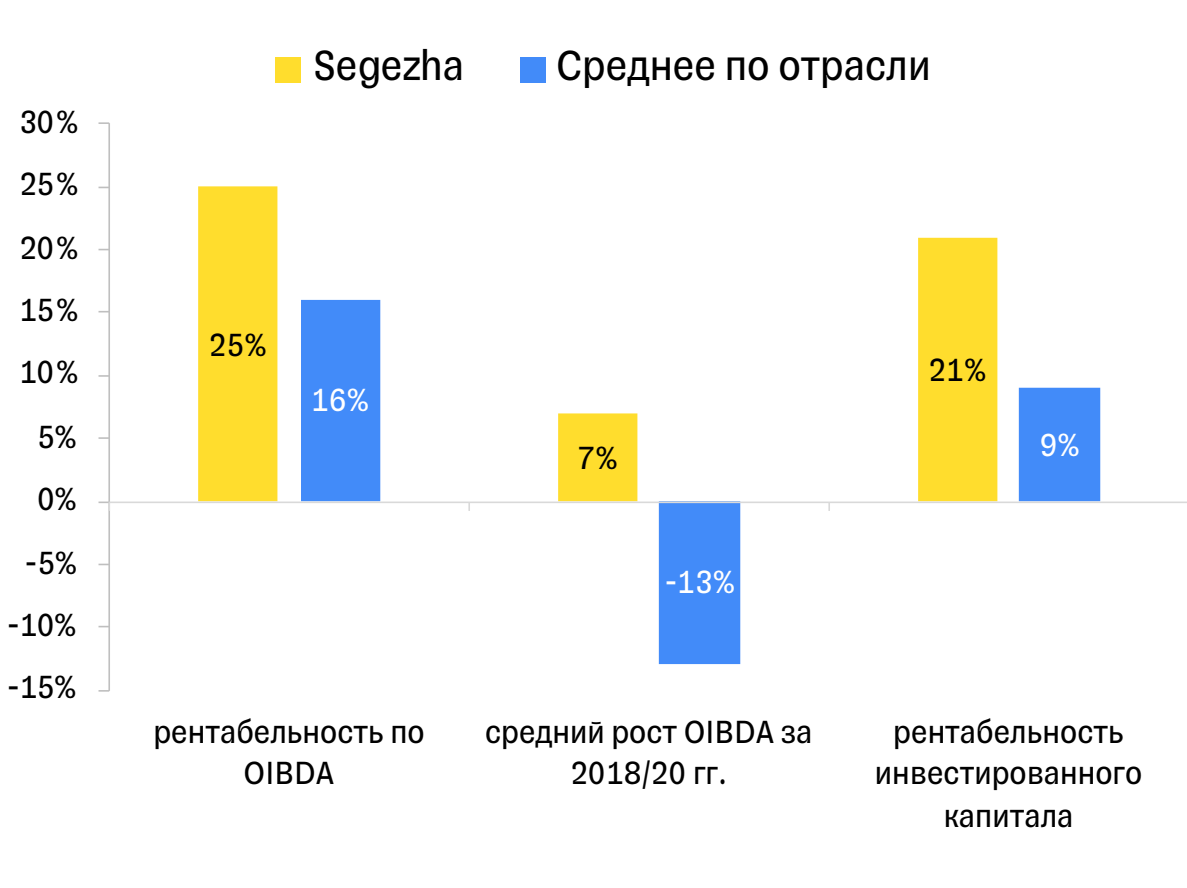


Источник: отчетности компании

Важно обратить внимание и на показатель рентабельности по OIBDA (операционный доход до вычета амортизации основных средств и нематериальных активов), который отражает эффективность бизнеса.

На протяжении последних трех лет он уверенно растет и превышает отметку 20%. Таким высоким показателем могут похвастаться далеко не все ведущие игроки в отрасли.

Сравнение показателей Segezha с отраслевыми



Примечание. Среднее по отрасли рассчитано на основе показателей таких компаний, как BillerudKorsnäs, DS Smith, Holmen, Metsa Board, Mondi, Sappi, SCA, Smurfit Kappa, Stora Enso и UPM.

Источник: отчетности компаний

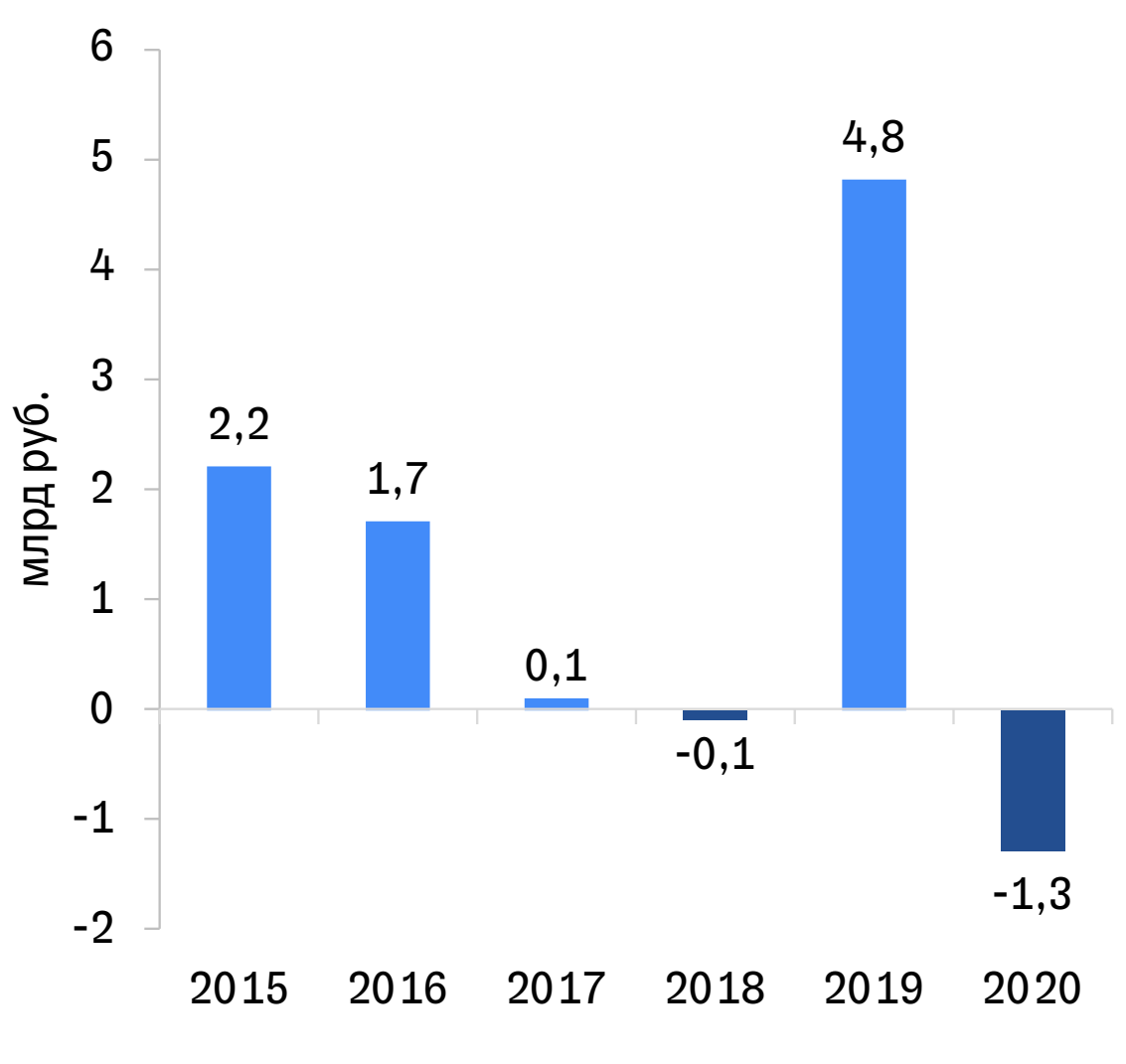
Кроме того, на графике выше видно, насколько инвестиции Segezha эффективнее по сравнению со среднеотраслевыми показателями.

- В 2020 году компания увеличила расходы на инвестиционные программы в два раза, более чем до 15 млрд рублей.

Однако у инвестиций есть и обратная сторона. Для их осуществления компании нужно занимать. А расходы на оплату долга могут привести к убыткам. В прошлом году компания выплатила проценты на сумму около 3,5 млрд рублей.

Вкупе с ростом операционных издержек (из-за расширения бизнеса) эти расходы обернулись чистым убытком по итогам года.

Чистая прибыль Segezha

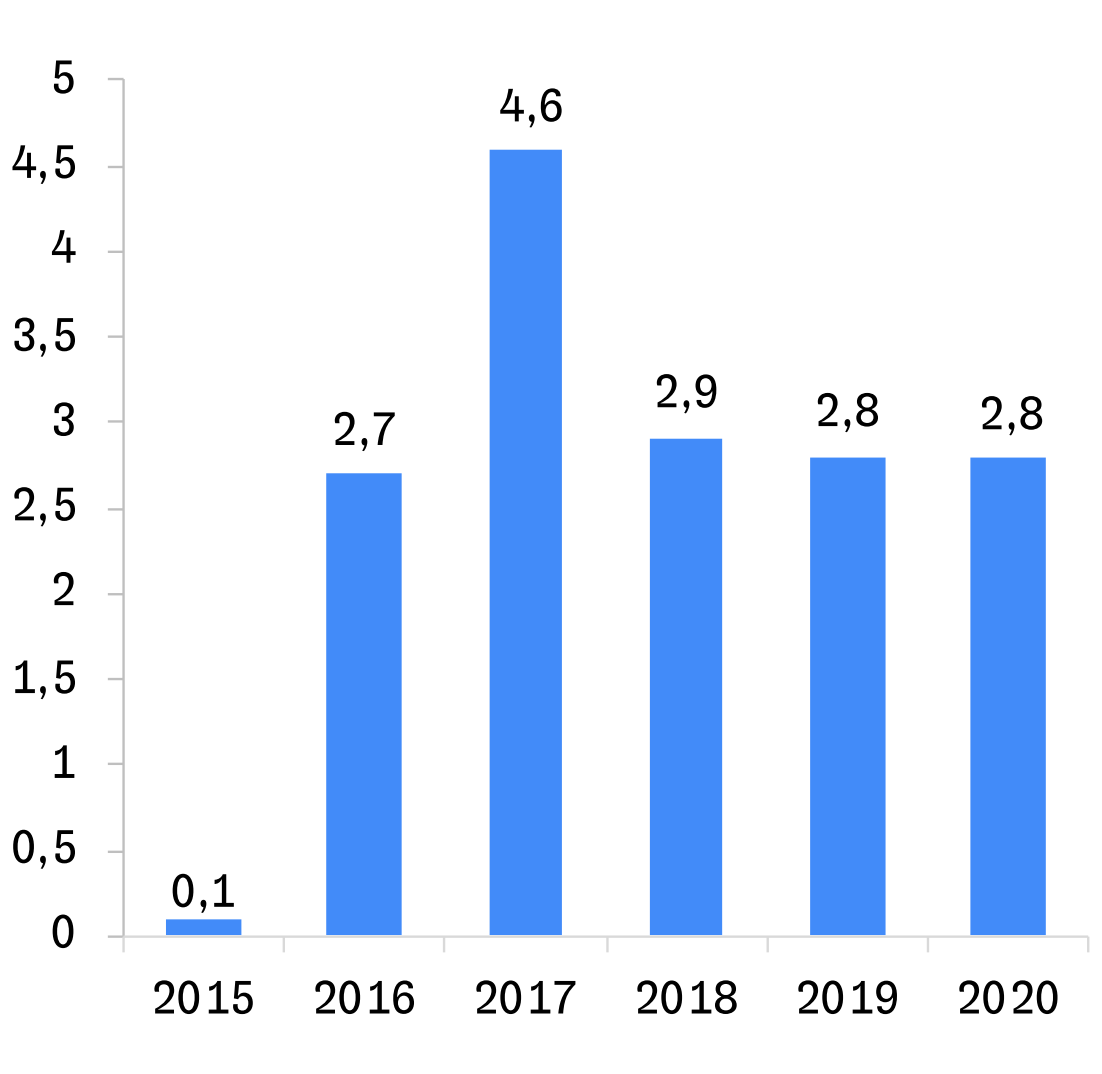


Источник: отчетности компании

! Отсюда вытекает еще один тревожный момент — довольно высокая долговая нагрузка (чистый долг / OIBDA равен 2,8x).

Утешает, что с ростом инвестиций в последние три года показатель долга не рос. Более того, часть привлеченных в ходе IPO средств компания планирует направить на снижение показателя до 2x. Такой уровень уже не будет считаться рискованным.

Долговая нагрузка (чистый долг / OIBDA)



Источник: отчетности компании

Об IPO

Segezha объявила о намерении провести публичное размещение акций 12 апреля. В планах привлечь не менее 30 млрд рублей. Эти деньги компания хочет направить на свою масштабную инвестиционную программу для дальнейшего расширения бизнеса, а также на погашение части долга. Согласно планам компании, IPO будет включать:

- размещение новых акций;
- опцион на размещение части акций (до 15%) нынешних акционеров, таких как АФК Система и/или одно из ее дочерних предприятий.

Сейчас инвесткомпании принадлежит 98,3% в капитале Segezha. Ее доля может снизиться до 70—75% в случае реализации опциона и выпуска новых акций. То есть по факту инвесткомпания останется материнским холдингом для Segezha. Доля акций в свободном обращении может достигнуть 15—20%.

С основания Segezha АФК Система инвестировала в нее около 49 млрд рублей. Поддержка одного из наиболее успешных активных портфельных управляющих России, а также бывший его генеральный директор Михаил Шамолин во главе значат многое. Публичные инвестиции АФК Система — Ozon и МТС — демонстрируют уверенный рост бизнеса и капитализации. Также успешным кейсом можно считать Детский мир, из капитала которого АФК Система вышла не так давно.

Публичные инвестиции АФК Системы

Компания	Ozon	МТС	Детский мир
Описание	один из ведущих онлайн-ритейлеров России	крупнейший телеком-оператор России	крупнейший продавец детских товаров в России
Биржа	Nasdaq / MOEX	NYSE / MOEX	MOEX
Рын. капитал-ия	$12,8 млрд	$8,4 млрд	$1,45 млрд
Рост с момента IPO	акций на MOEX +58% с нояб. 2020 г.	выручки в >20 раз с фев.	акций на MOEX +137% с фев. 2017 г.

Источник: Bloomberg

Перед размещением аудитор Ernst & Young оценил Segezha в 124 млрд рублей.

Посмотрим, насколько эта оценка может быть справедливой. Так как прошлый год компания завершила с убытком, посчитаем мультипликатор P / S (цена к продажам). Оценка аудитора предполагает мультипликатор на уровне 1,8x. Для сравнения: у мирового лидера по производству бумаги и упаковки Mondi Group, акции которого торгуются на Лондонской бирже, этот показатель сейчас на уровне 1,6x. Учитывая, что за прошлый год Mondi заработала в девять раз больше выручки, может показаться, что оценка Segezha завышена. Однако выручка Mondi в прошлом году показала снижение на 8%, а у Segezha продолжила расти даже во время коронакризиса (плюс 18% в 2020-м). Mondi пострадала от снижения цен на бумагу и упаковку, которые являются единственным источником доходов, а Segezha смогла компенсировать снижение этого сегмента и выиграть от роста цен на пиломатериалы и ослабления рубля. Поэтому, если взять во внимание эти факторы, оценка Segezha может выглядеть незавышенной.

Тем более что компания уже анонсировала дивидендную политику. До этого она платила своему главному акционеру АФК Система. После публичного размещения в течение ближайших трех лет она собирается направлять на дивиденды порядка 3—5,5 млрд рублей в год. А с 2024-го — 75—100% скорректированного денежного потока (операционный денежный поток за вычетом расходов на инвестиции и аренду).

Дивидендная политика Segezha

Выплаченные дивиденды	
2019 г.	3,8 млрд руб.
2020 г.	4,5 млрд руб.

Цель по дивидендам	
2021 — 2023 гг.	3 — 5,5 млрд руб. в год
с 2024 г.	75 — 100% денежного потока

- Периодичность выплат не реже **1 раза в год.**

При этом компания не исключает, что объем выплат может увеличиться при благоприятных рыночных обстоятельствах и сохранении долговой нагрузки на приемлемом уровне 2x.

Ну и что?

На биржу выходит один из ведущих в России и мире игроков лесопромышленной индустрии — Segezha Group. С момента создания компания активно развивается и за последние пять лет увеличила выручку вдвое, а рентабельность по OIBDA — на 35%. Показатель рентабельности уже превысил отметку 25% и в полтора раза превышает среднерыночный.

Таких результатов компании удалось достичь благодаря активному расширению производства, низким издержкам на него, диверсификации ассортимента и географии сбыта. Компания не собирается останавливаться и намеревается увеличить производственные мощности еще в полтора раза в течение ближайших пяти лет.

В отличие от многих российских компаний Segezha не страдает от волатильности рубля. Наоборот, она может зарабатывать на его ослаблении, ведь более 70% выручки компания генерирует с экспорта, а выручка на российском рынке привязана к иностранным валютам.

Доходы компании обещают расти на фоне восстановления мировой экономики и роста промышленности, в особенности строительной. Также компания выигрывает от зеленого тренда на переход с пластиковых упаковок и мешков на аналоги из древесины, которые она производит.

Поэтому акции Segezha могут пользоваться популярностью среди инвесторов, которые в течение всего этого года делают ставку на акции стоимости (об этом подробнее в обзоре рынков). Тем более что компания будет платить дивиденды, а через три года на выплаты акционерам может уходить уже 75—100% денежного потока и даже больше.

После размещения крупнейшим акционером останется один из наиболее успешных российских активных управляющих — АФК Система.

! К рискам стоит отнести убыток в прошлом году, а также довольно высокую долговую нагрузку на уровне 2,8x, которая связана с масштабной инвестиционной программой. Хорошая новость в том, что средства, собранные в ходе IPO, компания может направить на частичное погашение долга и доведение уровня долговой нагрузки до более приемлемого уровня 2x.

! Также важно учитывать, что лесопромышленная индустрия зависит от многих факторов, которые точно предсказать сложно: от роста мировой экономики, роста строительной промышленности, ввода новых производственных мощностей, действия экологических регуляторов и т. д. Негативные макроэкономические события и спады на рынке могут привести к ухудшению показателей компании.