

Акции Сегежи за неделю выросли на 27%

Насколько оправданы такие скачки

В понедельник, 17 февраля, акции Сегежи выросли на 12%, обогнав рынок, за неделю рост составил 27%. Участники рынка позитивно смотрят на перспективы компании в условиях геополитической разрядки. Но впереди большая допэмиссия. Разбираемся, насколько оправдан такой рост и какой может быть справедливая цена акций.

Сегежа, дневной график



Источник: Московская биржа, Альфа-Инвестиции



Проблемы Сегежи

В течение трёх лет компания находилась в кризисе:

- Процентные расходы выросли из-за большого долга;
- Операционные расходы выросли из-за потери европейских рынков. Компания несёт большие транспортные издержки: в Азию нужно везти продукцию практически через всю страну;
- Доходы от экспорта упали из-за потери европейских рынков и снижения цен на пиломатериалы в Азии.

На протяжении четырёх кварталов до 30 сентября 2024 года компания ежеквартально теряла по 5 млрд руб. Без помощи со стороны акционеров её бы ждало банкротство.

Но в 2025 году основные проблемы могут быть решены, в том числе благодаря смягчению геополитической напряжённости.

Улучшение ситуации в компании

- В декабре 2024 года акционеры одобрили выпуск 62,8 млрд новых акций в дополнение к имеющимся 15,7 млрд руб. Цена размещения 1,8 руб. за акцию предполагает, что акционеры вольют в капитал до 101 млрд руб. Это позволит сократить долг со 144 млрд руб. до 45–60 млрд руб. в зависимости от того, как будут распределены новые средства.

Но у допэмиссии есть жирный минус. Доля миноритарных акционеров может быть размыта почти в пять раз. Это произойдёт, если будет размещён весь одобренный объём новой эмиссии.

- Смягчение геополитической ситуации может позволить возобновить экспорт продукции в Европу. Это очень сильно сократит транспортные расходы. Также на европейском рынке цены значительно выше, чем в Китае. Для примера, в 2021 году компания зарабатывала OIBDA на уровне 29,3 млрд руб. против 11 млрд руб. за четыре квартала до 30 сентября 2024 года.

Пора покупать?

Расчёт идёт исходя из предположения, что весь объём новой эмиссии будет выкуплен. Это значит, что количество акций увеличится до 78,5 млрд штук, а в компанию придёт сумма 101 млрд руб., которая пойдёт на погашение долга.

Если оптимистично исходить из прогнозной OIBDA на уровне 30 млрд руб. и чистого долга 45 млрд руб., то форвардная оценка EV/OIBDA по текущим ценам составляет

5,7x

. Для компании без внятных перспектив роста и дивидендов такая оценка выглядит достаточно высокой.

Также стоит отметить, что OIBDA на уровне 30 млрд руб. — оптимистичный сценарий, который предполагает рост OIBDA почти втрое. Вероятно, это будет уже за пределами 2025 года. При более консервативных 20–22 млрд руб. мультипликатор EV/OIBDA оказывается в районе 7,8–8,6x, что выглядит неоправданно дорого.

На наш взгляд, справедливый мультипликатор для акций Сегежи может быть в районе 5x. В базовом сценарии это может давать оценку акций в районе 1,3–1,4 руб. за акцию — как раз соответствует торговому диапазону декабря — января.

При этом такая оценка уже предполагает рост цен реализации и повышение маржинальности компании в 2025 году. Но такой рост совсем не гарантирован.

Риск: что если допэмиссии не будет

Если допэмиссии не будет, то компания вновь останется один на один с проблемой очень высокого долга. На протяжении последних кварталов Сегежа несла убытки на уровне 5 млрд руб. в квартал. Без допэмиссии компания нежизнеспособна, и её акции должны стоить дешевле 1 руб. за бумагу.

Улучшение геополитической ситуации, безусловно, может частично компенсировать этот негатив. Но мы не ждём, что процесс возобновления поставок на европейские рынки будет быстрым. Компании нужно ещё «дожить» до хороших времён, что при текущих ставках по долгу будет проблематично.

Что с облигациями

В то время как акции стоят дорого, можно присмотреться к выпускам облигаций. Рублёвые облигации компании торгуются с доходностью от 32 до 35% годовых — по верхней границе выглядит интересно. Выпуск 003P-01R в юанях торгуется с доходностью 24–26%. С учётом укрепившегося рубля инструмент может быть интересен инвесторам.

Но важно помнить, что облигации станут хорошей инвестицией только в том случае, если допэмиссия состоится, а проблема с долгом будет решена. Без помощи акционеров облигации могут сильно упасть в цене.

Если для инвестора такой риск неприемлем, стоит воздержаться от покупки бумаг. Компромиссный вариант — купить облигации, но в небольшом объёме по сравнению с другими бумагами в портфеле.

Игорь Галактионов, старший инвестиционный аналитик

Альфа-Инвестиции