

Навигатор прагматичного инвестора. Осень 2018 (03/09/18)

Неделя начинается приятными новостями с долговых рынков, где, несмотря на прекращение роста котировок в корпоративном сегменте и стагнации цен по большинству евробондов, бонды госбанков вели себя более чем позитивно – часть бумаг выросла весьма значительно. Особенно хорошо прибавили бумаги ВЭБа с погашением в 2022-м году с доходностью к погашению около 6,8% – рост составил почти 1,5%; да и субординированные бонды Сбербанка прибавляли – около 0,1–0,3% от номинала.

Конечно, тот факт, что за неделю котировки евробондов ВЭБа выросли почти 2-3% показав при этом практически лучший результат на рынке, отраден и приятен. Заметим, что ВЭБ находится под санкциями всех волн, что особенно удивляет, если смотреть на рост котировок бондов банка. Неплохо росли и еврооблигации Газпром нефти – около 0,8–0,9%; неплохо прибавляли и евробонды Алросы с погашением с 2020-м году (рост около 0,3%).

Интересно упомянуть о новостях вокруг Газпрома, который появились последнее время. Неделя завершилась конференцией, которую провел монополист, и которая была посвящена результатам за II квартал 2018-го года по МСФО.

Радует, что был сохранен прогноз по дивидендам на уровне в 8,04 руб. на акцию, но еще больше радует, что компания не исключает предложений по повышению дивидендов за 2018 г. в годовом сопоставлении. Пока не очень понятно, как при текущей инвестиционной программе Газпром начнет повышать дивиденды, ибо рост свободного денежного потока будет весьма затруднителен при растущих капзатратах. Дивиденды могут быть повышены только, когда завершится стадия основных капитальных расходов, а, это значит, не ранее, чем через 2 года.

Через несколько дней правление Газпрома будет обсуждать вопросы бюджета компании; возможно, что будет обсуждаться и вопрос с инвестиционной программой Газпрома на ближайшие годы. Программу заимствований компания не завершает, но и массовых покупок долговых инструментов ждать не стоит, чтобы элиминировать возможные санкционные риски, если таковые появятся.

Вообщем, пока взгляд на акцию в больше степени позитивный: операционные показатели компании растут: за 8 месяцев с начала года добыча газа выросла на 7,5% до 325 млн. куб. м, а экспорт газа в Европу вырос на 5,6% до 133 млн. куб. м. Скорее всего, с наступлением холодов в III и особенно в IV квартале существенного снижения экспорта газа в Европу ждать не стоит; скорее, наоборот. Вероятность добычи на уровне в 520–550 млн. куб. м в сутки дает возможность ожидать общего объема поставок газа в Европу 200 млрд. куб. м в год.

На азиатских рынках основные площадки в понедельник демонстрируют преимущественно негативную динамику на опасениях скорого введения США новых пошлин в отношении китайских товаров, а также после статистики по промышленности Китая.

Аналитики отмечают, что вероятность скорого введения очередного "транша" импортных пошлин США на товары из Китая очень велика. Почти очевидно, что президент США Дональд Трамп наложит 25-процентные пошлины на импорт из Китая на сумму в \$200 млрд. долларов.

На прошлой неделе агентство Блумберг со ссылкой на источники сообщило о том, что Трамп готовится в сентябре ввести следующий "транш" американских пошлин на китайский импорт объемом \$200 млрд.

Инвесторы также отреагировали на статистику по индексу деловой активности (PMI) в промышленности Китая в августе. Темпы роста показателя замедлились до минимального уровня с июня 2017 года — до 50,6 пункта против 50,8 пункта в июле. Во многом снижение было вызвано эффектами торгово-экономического конфликта с США.

Индекс шанхайской фондовой биржи Shanghai Composite снижался на 0,94% до уровня в 2 699,66 пунктов, индекс Shenzhen Composite просел на 1,25% до 1 433,2 пунктов. Гонконгский индекс Hang Seng опускался на 0,95% до уровня в 27 623,92 пунктов, корейский KOSPI вырос на 0,65% до 2 307,71 пунктов.

Теперь к российскому рынку акций:

В нефтяном секторе акции Газпрома выросли на 2,72% до 149,95 рубля на корпоративных новостях и уже подсакивали на 2,9% до 150,2 рублей.

Котировки поддержало сообщение начальника финансового департамента Газпрома Александра Иванникова в ходе телефонной конференции о том, что менеджмент Газпрома может предложить рост дивидендов по итогам 2018 года, если останутся нераспределенные средства свободного денежного потока. По его словам, рост дивидендов Газпрома стоит ожидать после завершения основного инвестиционного цикла, начиная с выплат по итогам 2020 года. До конца года акции Газпрома могут сохранить уровень в 150 рублей, если не будет "адских" санкций против России со стороны США.

В лидерах роста оказались акции "М.Видео", поднявшиеся на 4,16%. Как сообщила «М.Видео-Эльдорадо», группа закрыла сделку по покупке российских магазинов Media Markt у немецкой MediaMarktSaturn. В лидерах роста также акции ФСК ЕЭС (+6,19%), Сафмар Финансовые инвестиции (+5,71%), Полюса (+5,4%), Русгидро (+4,07%), депозитарные расписки X5 (+3,96%), акции Московской биржи (+2,34%), бумаги Сбербанка (префы выросли на 1,61%, обыкновенные акции – 2,25%), бумаги Сургутнефтегаза (префы выросли – на 1,46%, обыкновенные акции – на 2,25%) и акции Юнипро (+2,07%).

Среди лидеров снижения – акции "Мегафона" (-5,63%), "Мосэнерго" (-2,57%), префы "Татнефти" (-1,61%), акции банка "Санкт-Петербург" (-1,6%), "Фосагро" (-1,55%), ОВК (-1,53%) и акции Новатэка (-1,5%).

Бумаги Транснефти за три последних сессии, с 28 августа — дня публикации отчетности по МСФО за первое полугодие, потеряли более 8% своей стоимости. По данным отчетности компании, чистая прибыль "Транснефти" по МСФО в первом полугодии 2018 года снизилась на 19,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 92,1 миллиарда рублей.

ЧЕРКИЗОВО

Сегодня стало известно, что группа «Черкизово», один из крупнейших производителей мяса и мясных продуктов в РФ, в 2018-2019 годах построит в Пензенской области две дополнительные свинофермы общей стоимостью 1,07 млрд. рублей.

- Соответствующие параметры инвестпроекта уже прописаны в областном законе о дополнительном соглашении к инвестиционному соглашению между правительством области и ООО «Черкизово-Свиноводство», который был единогласно принят на заседании. **действующее инвестиционное соглашение предусматривает строительство двух откормочных ферм на 40 тыс. голов каждая.** Дополнительным соглашением предусматривается строительство двух дополнительных площадок также по 40 тыс. голов каждая.
- **В первоначальной редакции инвестиционного соглашения «Черкизово» планировало построить в регионе в 2017-2018 годах за 1,1 миллиарда рублей две свинофермы на 40 тысяч голов каждая, первую из которых уже запустили в эксплуатацию в середине августа.** Теперь, после внесения изменений в соглашение, компания обязуется с 2017 по 2019 годы построить в регионе четыре свинофермы общей стоимостью 2,17 млрд. рублей.

- **Мы считаем данную новость позитивной для бумаг Черкизово, поскольку компания открывает для себя новые рынки сбыта после получения разрешения на строительство.** В прошлом году в Пензенской области уже были возведены первые две из семи откормочных свиноферм. В Пензенской области "Черкизово" представлено Васильевской птицефабрикой, мясоперерабатывающим комбинатом, Михайловским элеватором, свиноводческими комплексами и двумя комбикормовыми заводами.
- **Целевая цена: 1120 руб. в среднесрочной перспективе.**

ЯНДЕКС

В пятницу стало известно о том, что «Яндекс» во избежание блокировки своего видео-сервиса решил удалить из поиска все ссылки на страницы со спорными произведениями «Газпром медиа».

- **Отметим, что при этом пользователи потеряли возможность отыскать и легальный контент, поскольку поисковик не в состоянии отличить его от пиратского.**
- Напомним, что Мосгорсуд 24 августа удовлетворил заявление телеканалов ТНТ, ТВ-3, 2*2, и «Супер» к Яндексу и постановил принять предварительные обеспечительные меры в отношении нелегального распространения контента через поисковую выдачу. **Речь идет о сериалах "Домашний арест", "Вне игры", шоу "Мистические истории" и анимационном сериале "Осторожно, земляне".** Роскомнадзор в понедельник направил Яндексу уведомления о необходимости прекращения доступа к пиратскому контенту на сервисе «Яндекс.Видео».
- В Яндексе отметили, что срок исполнения уведомлений истекает в четверг, и в случае отсутствия мер был бы риск блокировки "Яндекс.Видео", что привело бы к недоступности всего yandex.ru.
- **Чтобы минимизировать риск блокировки, из-за которой пострадали бы пользователи Яндекса, компания приняла решение удалить из поиска все ссылки на страницы со спорными произведениями.**
- **Мы считаем данную новость позитивной для бумаг Яндекса, поскольку компания, понимая последствия неудаления контента, решила убрать спорный контент.** Тем не менее, позиция компании упирает на то, что предъявленные ей требования неисполнимы, так как Яндекс не размещает контент в сети и, следовательно, не может его удалить, не имея возможности установить факт наличия прав на контент у конкретного сайта. **Одновременно Яндекс по-прежнему намерен обжаловать решение суда по контенту Газпром медиа и работать с игроками рынка над решением проблемы пиратства.**
- **Целевая цена: 2242 руб. в среднесрочной перспективе.**

В сложившихся условиях наибольшую эффективность будут иметь следующие стратегии:

а) сокращать бумаги Мегафона

На прошлой неделе международное рейтинговое агентство S&P понизило долгосрочный кредитный рейтинг Мегафона в иностранной валюте до уровня «BB+» с «BBB-», прогноз — стабильный.

- **Это значит, что рейтинг компании был понижен с инвестиционного уровня до спекулятивного.** Кроме этого, S&P также вывело рейтинг компании из списка на пересмотр с возможным дальнейшим понижением, куда поместило его в конце июля.
- **Мы считаем, что снижение рейтинга со стороны S&P связано с тем, что компания завершила обратный выкуп.** Напомним, что Мегафон с 16 июля по 22 августа проводил программу приобретения обыкновенных акций и ГДР с последующим делистингом ГДР с Лондонской биржи на баланс своей «дочки» – MegaFon Investments (Cyprus) Limited (MICL).
- **Агентство считает, что Мегафон будет испытывать влияние нестабильной нормативной среды в России, которая может сказаться операционных и финансовых показателях компании.** Особенно велика неопределенность в отношении объема затрат в связи с реализацией «закона Яровой». Свою лепту в действия агентства, по нашему мнению, могла внести и отмена внутреннего роуминга на рентабельность оператора.
- **Мы считаем данную новость негативной для бумаг Мегафона, поскольку пока отношение EBITDA к долгу у нее весьма критичное – около 2,6х.** В случае движения этого показателя еще выше рейтинг может быть понижен еще раз. **Также весьма велико соотношение свободного денежного потока от операционной деятельности к долгу — около 7%. В этих условиях ждать повышения рейтинга сложно.**
- **Целевая цена: 474,2 руб. в среднесрочной перспективе.**

б) держать бумаги группы ПИК

На прошлой неделе группа ПИК обнародовала отчетность по МСФО за I полугодие 2018-го года.

- **Чистая прибыль группы составила 0,3 млрд. рублей против чистого убытка в размере 2,5 млрд. рублей в I полугодии 2017 года.**
- **Общая выручка группы увеличилась на 139,7% до уровня в 90,3 млрд. рублей, причем выручка от продажи недвижимости увеличилась на 146,6% до уровня в 87,1 млрд. рублей.**
- Валовая рентабельность компании выросла на 1,9 процентного пункта до 20,3%, а валовая рентабельность от продажи недвижимости выросла на 0,6% до 21,1%. При этом валовая рентабельность от продажи объектов недвижимости, учтенных по исторической стоимости, составила 32,6%.
- **Среди позитивных новостей стоит отметить, что денежный поток от операционной деятельности без учета приобретений, продаж и предоплаты инвестиционных прав увеличился на 24,9% до 18,6 млрд. рублей.**
- Приведенная EBITDA увеличилась на 297,9% до 10,4 млрд. рублей, что привело к росту рентабельности по приведенной EBITDA до 11,6% по сравнению с 7% в первом полугодии 2017 года. **Приведенная EBITDA без учета стоимости приобретения земельных участков, учтенной в себестоимости, увеличилась на 242,7% и составила 19,1 миллиарда рублей.**
- Тем не менее, показатели прибыли компании остаются под давлением: рентабельность EBITDA составила 11%, поскольку ПИК продолжает учитывать продажи на бывших проектах ГК «Мортон» по справедливой стоимости, а это учитывает валовую рентабельность на низких значениях.
- **У компании выросли расходы на приобретение земельных участков до 13 млрд. руб. с 2 млрд. руб. в аналогичном периоде прошлого года, из-за чего**

размер чистого долга с начала года остался на уровне 15,4 млрд. руб., соотношение «чистый долг/ЕБИТДА» составило 0,6х.

- Чистый долг составил 15,4 миллиарда рублей (на 31 декабря 2017 года составлял 15 миллиардов рублей). При этом в августе 2018 года группа произвела полное досрочное погашение трех выпусков облигаций в размере 9,34 миллиарда рублей.
- **Мы считаем данную отчетность позитивной для бумаг группы ПИК, поскольку компания продолжает показывать опережающую динамику продаж, что даст в будущем надежду продолжить сокращение долговой нагрузки и начать выплачивать дивиденды.**
- **Целевая цена: 384,2 руб. в среднесрочной перспективе.**

Рекомендации:

Накапливать бумаги группы ПИК – **среднесрочно**

Держать бумаги Черкизово – **среднесрочно**

Сокращать бумаги Мегафона – **среднесрочно**

Держать бумаги Яндекса – **среднесрочно**

Долгосрочная перспектива – от 1 года

Среднесрочная перспектива – от 6 месяцев до 1 года

Краткосрочная перспектива – до 6 месяцев.

Настоящий обзор является услугой, оказываемой в соответствии с условиями договора №И-1/15 от 05.11.15. Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. АО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.

3 сентября 2018 года