

Навигатор прагматичного инвестора. Лето 2015 (25/08/15)

Вчерашнее падение, без преувеличения, носило характер панического, хотя большинство инвесторов пытались найти островок безопасности в «паническом море шторма» в виде бумаг валютных не нефтяных экспортеров – Уралкалия, Фосагро, ГМК и т.д. Кто-то даже умудрился на этом весьма неплохо заработать, но это все частности и локальные истории – пока панические настроения имеют место быть. Чтобы их хоть как-то сбить и уменьшить, китайский регулятор осуществляет самое масштабное с января 2014-го года однодневное вливание ликвидности на финансовые рынки путем операций семидневного обратного РЕПО объемом 150 миллиардов юаней (\$23,4 млрд.).

Конечно, эта мера повлияет на рынки и сегодня, и в ближайшие дни, но пока у инвесторов нет никакой уверенности в том, что она, как и объявленная девальвация юаня несколько недель назад сможет обеспечить более спокойное поведение рынков в более долгосрочной перспективе. Вероятность «отскока» вверх на азиатских рынках, безусловно, выше, нежели в США и в Европе, но пока остаются существенные риски того, что кризис с фондового рынка в Китае может перенестись на банковскую сферу, что перекроет на нет все усилия регулятора по созданию условий для возврата капитала в экономику Поднебесной.

Сырьевые рынки продолжает лихорадить и по причине превышения предложения над спросом, и по причине азиатских проблем, и сейчас абсолютно никто не может сказать, когда и где рынок сможет нащупать локальное дно, от которого начнется отскок вверх. Возможно, что этого отскока не будет вообще, а крупнейшие производители нефти в мире в лице ОПЕК и выходящего из-под санкций Ирана будут готовы держать цены на текущих уровнях в течение продолжительного времени, дабы вынудить американских производителей сланцевой нефти уйти за грань рентабельности. По ряду промышленных металлов прогнозы по ценам на конец года расходятся с текущими ценами очень и очень сильно – до 40-45% процентов по меди и никелю.

В США также продолжаются мощнейшие продажи, причем пока инвесторов не могут понять, что стало их причиной – то ли технически назревший отскок вниз после почти 3-летнего периода роста, то ли активная фиксация позиций крупными фондами в преддверии скорого и обещанного повышения процентной ставки со стороны ФРС. Теперь и прогнозы крупных фондов по основным сырьевым рынкам будут существенно корректироваться, поэтому инвесторам стоит привыкать к тому, что покупать бумаги металлургических бумаг, пользуясь в условиях слабеющего рубля их не нефтяным статусом, уже несколько поздно.

На азиатских рынках индексы демонстрируют сегодня преимущественно положительную динамику в рамках коррекции после резкого спада накануне, при этом биржи Китая продолжают спад на 4-5%.

Накануне биржи Азии снизились от 2% до 8,5% на фоне не оправдавшихся ожиданий мер по ослаблению кредитно-денежной политики властями Китая. По разным оценкам, потери инвесторов в результате турбулентности на мировых финансовых рынках с момента неожиданной девальвации юаня 11 августа составили \$8 трлн.

Сегодня инвесторы обратили внимание на сообщения о том, что центробанк Китая осуществил самое масштабное с января 2014-го года однодневное вливание ликвидности на финансовые рынки путем операций семидневного обратного РЕПО объемом 150 миллиардов юаней (\$23,4 млрд.).

Банки Китая стали не очень охотно кредитовать, поэтому есть большая надежда на то, что Центральный банк страны предложит поддержку в виде ликвидности. В этом случае пессимизм на рынке начнет постепенно уступать место более оптимистичным настроениям, благо в целом по китайской экономике фундаментальные показатели не настолько плохи, как предполагают заголовки в мировых финансовых СМИ.

Индекс Shanghai Composite снижался на 4,33% до уровня в 3 071,06 пунктов, что является минимальной отметкой за пять месяцев. Индекс Shenzhen Composite падал на 5,85% до уровня в 1 772,31 пунктов. Индекс Hang Seng Index повышался на 1,64% до уровня в 21 599,77 пунктов. Индекс Nikkei 225 поднимался на 0,98% до уровня в 18 720,94 пунктов. Индекс ASX 200 повышался на 2,42% до уровня в 5 122,1 пунктов. Корейский индекс KOSPI вырос на 1,63% до уровня в 1 860,57 пунктов.

Теперь к российскому рынку акций:

В химическом секторе лучше всех смотрелись акции Уралкалия (+3,73%) в ожидании решения совета директоров. Ранее Уралкалий сообщил о возможности проведения обратного выкупа своих ценных бумаг, что может привести к делистингу глобальных депозитарных расписок компании с Лондонской фондовой биржи.

Комитет Уралкалия по аудиту по поручению совета директоров должен изучить преимущества листинга производителя удобрений на LSE и представить результаты анализа в совет до конца августа. Комитет планировал рассмотреть эти вопросы 24 августа и в этот же день собирался представить свои рекомендации в отношении возможности делистинга совету директоров. На вчерашний день также было запланировано заседание совета директоров Уралкалия.

В металлургическом секторе акции ТМК снизились на 4,21%, несмотря на позитивную отчетность по МСФО за I полугодие текущего года и на сообщение о том, что компания может выплатить дивиденды за этот же период.

Среди лидеров снижения стоит отметить бумаги Мечела (префы упали на 5,38%, обыкновенные акции – на 5,08%), акции Распадской (-5,28%), Россетей (-5,03%), Русгидро (-4,82%), обыкновенные акции Башнефти (-4,7%) и Полюс Золото (-4,32%).

Среди лидеров роста стоит отметить акции Polyus Gold (+3,17%), префы Транснефти (+2,23%), акции ВСМПО-АВИСМА (+1,59%), Норникеля (+1,54%), Акрона (+1,23%), а также ЧТПЗ (+1,19%) и Фосагро (+0,88%).

Долговые рынки

В свете последних событий на мировых сырьевых рынках медведи продолжают нащупывать у себя все более и более крепкий пульс, поскольку страхи замедления глобальной экономики после выхода очень слабых данных по индексу производственной активности в Китае и снижения китайского рынка накануне более чем на 8%, росли как на дрожжах.

Российские евробонды продолжают терять в доходности в свете растущих рисков настроений на мировых финансовых и сырьевых рынках. Долгосрочные федеральные бумаги просели более чем на 8 базисных пунктов. В корпоративном «евросегменте» доходности снижались на 30-40 базисных пунктов.

В рублевых федеральных бондах продажи идут крайне активно из-за ослабления рубля, причем в краткосрочных бумагах.

РУСГИДРО

Сегодня стало известно, что Минэкономразвития РФ согласовало подготовленный Минэнерго проект указа президента «О дальнейшем развитии «РусГидро» в целях рефинансирования задолженности по кредитам и займам и консолидации активов.

- Напомним, что в июле РусГидро и ВТБ подписали предварительное соглашение об основных условиях сделки по привлечению средств в капитал энергетической компании, которое предусматривает возможность участия банка в допэмиссии РусГидро на сумму до 85 млрд. рублей с одновременным заключением форвардного контракта сроком на 5 лет.
- Привлеченные средства планируется направить на оптимизацию структуры капитала «РАО ЭС Востока», а именно – на рефинансирование долгового портфеля компании.
- Напомним также, что схему рефинансирования долгов РАО ЭС Востока через докапитализацию Русгидро госбанками в апреле поручил проработать премьер-министр Дмитрий Медведев, поскольку задолженность по кредитам и займам компании на 1 июля 2015-го года составляет 87,9 млрд. руб. Переговоры велись с крупнейшими кредиторами — Сбербанком и ВТБ и Газпромбанком.
- Мы считаем данную новость позитивной для бумаг РусГидро, поскольку условия реструктуризации, выставляемые холдингом, были весьма непростыми – он настаивал на отсутствии обязательств по обратному выкупу акций и по регулярным процентным выплатам, которые необходимо добавить к цене акций при форвардной сделке через пять лет. ВТБ стал единственным банком, который согласился на эти условия.
- Целевая цена: 0,74 руб. в среднесрочной перспективе.

ТМК

Вчера ТМК обнародовала отчетность по МСФО за I полугодие 2015-го года.

- Чистая прибыль выросла в 1,7 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до уровня в \$77 млн. Отметим, что эти данные оказались лучше прогноза по рынку, ожидавшего чистую прибыль в размере \$74 млн.
- Что касается выручки ТМК, то она сократилась на 23% до уровня в \$2,29 млрд., а валовая прибыль просела на 13% до уровня в \$493 млн.. Прибыль до налогообложения, в свою очередь, выросла на 44% до \$89 млн.
- Исходя из всех вышеупомянутых показателей, стоит сделать вывод о том, что сокращение выручки было связано с отрицательным эффектом от пересчета из функциональной валюты в валюту представления отчетности. Если бы этот эффект не учитывался, то выручка выросла бы более чем на \$400 млн.
- Скорректированный показатель EBITDA снизился на 5% до \$356 млн., что оказалось хуже прогноза из-за роста сугубо в российском и европейском дивизионах группы, тогда как в американском дивизионе сильно снизились как объемы реализации, так и цены. Американский дивизион снизил выручку на 43% до \$477 млн., что объясняется сокращением объемов реализации бесшовных и сварных труб на фоне неблагоприятной ситуации на американском рынке труб.
- Тем не менее, рентабельность по EBITDA увеличилась до 16% с 13%.
- Уровень долга у компании также навевает на позитивные мысли – совокупный долг сократился на \$175 млн. по сравнению с концом 2014-го года

до уровня в \$3,05 млрд., а чистый долг ТМК снизился на \$85 млн. до уровня в \$2,88 млрд. Это привело к снижению отношения чистого долга к скорректированному показателю EBITDA до 3,67х с 3,69х.

- Мы считаем данные отчетности нейтральными для бумаг ТМК, поскольку европейский и российский сегмент показали снижение доходов, но спрос на ТБД в России в текущем году должен компенсировать снижение спроса в других сегментах.
- В случае снижения объема потребления бесшовных и сварных труб промышленного назначения, ожидается рост спроса на рынке труб нефтегазового сортамента, который компания должна обеспечить за счет реализации программы импортозамещения.
- Целевая цена: 84,2 руб. в долгосрочной перспективе.

В сложившихся условиях наибольшую эффективность будут иметь следующие стратегии:

а) **держат бумаги банка «Возрождение»**

Сегодня банк «Возрождение» обнародовал отчетность за I полугодие 2015-го года.

- Банк получил чистый убыток по МСФО в размере 569 млн. рублей по сравнению с 859 млн. рублей чистой прибыли за аналогичный период прошлого года.
- Результаты банка оказались немного лучше прогноза по рынку, который предполагал чистый убыток в размере 574 млн. рублей.
- Наибольший убыток банк понес во II квартале убыток в размере 609 млн. рублей по сравнению с прибылью в размере 431 млн. рублей в II квартале 2014-го года и прибылью в размере 40 млн. рублей в I квартале 2015-го года.
- Банк активно работал над диверсификацией портфеля и увеличивал долю малого и среднего бизнеса, но в текущих условиях сложной макроэкономической среды качество заемщиков неизбежно ухудшается, что требует дополнительных отчислений в резервы. Банк существенно увеличил объем отчислений в резервы, что стало основной причиной отрицательного результата во II квартале.
- Отчисления в резервы во II квартале выросли в 2,6 раза до 2,5 млрд. рублей, что выше прогноза по рынку, ожидавших увеличения резервов до 2,3 млрд. рублей. По итогам I полугодия расходы на резервы составили 3,9 млрд. рублей, что в 2,1 раза выше показателя прошлого года.
- Позитивным моментом отчетности стоит признать рост чистого процентного дохода банка до вычета резервов – на 3,3% до уровня в 5,15 млрд. рублей по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а во II квартале – на 8,1% до 2,58 млрд. рублей.
- В качестве негативных моментов отчетности важно отметить снижение объема активов банка с начала года почти на 5% до 217 млрд. рублей, а также снижение кредитного портфеля почти на 4% из-за снижения объема выдаваемых кредитов юридическим лицам на 5,4% с начала года и на 4,7% во II квартале.
- Мы считаем данную отчетность нейтральной для бумаг банка Возрождение, поскольку, несмотря на «бумажный» характер убытков из-за роста отчислений в резервы и рост процентных доходов банка, объем кредитования среднего и малого бизнеса сжимается, что отражается на размере кредитного портфеля.

- Целевая цена: 534,4 руб. в долгосрочной перспективе.

б) держать бумаги НОВАТЭКа

Вчера НОВАТЭК объявил о том, что компания готовится в ближайшие недели закрыть сделку по продаже 10%-го пакета в проекте по сжижению газа «Ямал СПГ» китайскому инвестфонду.

- Ряд СМИ уже говорят о том, что речь идет о Фонде Шелкового пути, а также о том, что ключевые условия сделки уже согласованы, а сейчас осталось изменить межправительственное соглашение с Китаем, которое было подписано, когда в проект входила китайская CNPC, и вступило в силу в марте 2014-го года.
- Теперь при обсуждении вхождения нового китайского акционера необходимо решить ключевые для проекта переговоры о формировании проектного финансирования, где основную роль будут играть китайские банки.
- Напомним, что НОВАТЭК начал активно искать покупателя на долю около 10% в проекте в 2013-м году после того, как договорился об участии с CNPC – крупным партнером с ключевого азиатского рынка сбыта. Рассматривались компании из Индии, КНР, Кореи и Японии, но поиски ничем не увенчались, поскольку НОВАТЭК собирался оставить за собой контроль над проектом и не мог предложить более 10%, а азиатские компании хотели получить 50% в проекте.
- Поскольку НОВАТЭКу было необходимо контрактовать газ для привлечения кредитов для проекта, а участник проекта так и не был найден, то к середине 2014-го года почти весь газ был законтрагован, что снизило потребность в партнере.
- Вкупе с санкциями США участники проекта были вынуждены отказаться от привлечения кредитов в долларах, поэтому сейчас основным источником финансирования должны стать банки Китая.
- Мы считаем, что в случае вхождения китайского фонда в капитал «Ямала СПГ» НОВАТЭК сможет успешно реализовать проект и получить ощутимую премию за продажу пакета китайской стороне – около \$400-500 млн.
- Целевая цена: 591 руб. в среднесрочной перспективе.

Рекомендации:

Держать бумаги ТМК – **среднесрочно**

Держать бумаги Русгидро – **долгосрочно**

Покупать бумаги Банка Возрождение – **среднесрочно**

Накапливать бумаги банка НОВАТЭКа – **долгосрочно**

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-1/12 от 01.12.13. Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом ЗАО «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. ЗАО «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. ЗАО «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.

25 августа 2015 года