

# АКЦИИ

05.03.2018. Данный обзор является частью обзора Регулярный #1.

## оглавление

[Акции](#)

[Обратная связь, ценные замечания](#)

[Итоги февраля](#)

[Особенности рекомендаций разным типам инвесторов для текущего момента](#)

[Краткосрочные драйверы Российских акций](#)

[Сезон отчетов за 2017 год](#)

[Главные новости февраля 2018](#)

[Идеи из Регулярный#1](#)

[Новые идеи](#)

[Облигации Открытие Холдинг](#)

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале и оставьте свой отзыв

[goo.gl/wPfYuj](https://goo.gl/wPfYuj)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](https://mozgovik.com)

Наша цель - донести до читателя целостную картину рынков, чтобы он мог принять более объективное и информированное решение относительно размещения свободных средств. Наш целевой потребитель информации - долгосрочный портфельный инвестор.

# Итоги февраля

Февраль был месяц короткий, но невероятно насыщенный. В Регулярный#1 ([goo.gl/rxJvEP](http://goo.gl/rxJvEP)) мы писали о высокой вероятности увидеть беспричинную коррекцию в США 5-10% в этом году, и она состоялась. Также мы сделали допущение о том, что эта коррекция не должна привести к развороту растущего тренда, а российский рынок может себя чувствовать лучше, чем S&P500. Коррекция по индексу ММВБ оказалась не менее острой, чем в США, но восстановление рынка оказалось более стремительным. Падение S&P500 макс-мин составило 12%, отскок +8%. Индекс ММВБ упал макс-мин 6,3%, отскок составил +7,5%, а индекс ММВБ обновил исторический максимум. **Динамика рынка, тем самым, подтвердила оптимистичные допущения, сделанные в рамках Регулярный#1.** Восстановление рынка мы связываем с тем, что февральская коррекция происходила без реальных причин, скорее под давлением технических факторов.

Вопреки нашим предположениям, сделанным в Регулярный #1 некоторые лидеры российского рынка 2017 не чувствовали себя хуже рынка на коррекции. Казавшиеся перегретыми Яндекс и Сбербанк закрывают этот непростой месяц ростом на +14% и +11% благодаря сохранению позитивного тренда в бизнесе этих организаций, что подтверждают их регулярные отчеты. **Лучшие компании остались лучшими даже после коррекции.** Хуже рынка оказались Газпром (-2,6%), Магнит (-17%), Протек (-6%), Сургутнефтегаз (-5%).

Более глубокое погружение в исследование российских акций заставляет нас считать, что на российском рынке не так уж и много хороших очевидных долгосрочных идей на текущий момент. Однако это не значит, что акции не вырастут в случае позитивного глобального тренда.

## Особенности рекомендаций разным типам инвесторов для текущего момента

Не для всех инвестиционные рекомендации одинаково хороши. Мы можем провести тщательный анализ и прийти к выводу, что в долгосрочной перспективе нам, к примеру, нравятся Газпром, Квадра и Банк Санкт-Петербург. Получатель этой информации может согласиться с нашими доводами и принять решение приобрести эти акции. Количество дальнейших вариантов развития событий очень велико. Этот выбор сводится к ответу на вопрос: какую долю портфеля инвестора займет каждая из рекомендованных позиций?

Напомним, что в долгосрочном инвестировании мы не рекомендуем использовать кредитные плечи, т.к. процентные расходы на поддержание маржинальных позиций могут оказать существенное негативное влияние на доходность портфеля. Кроме того, мы напомним, что рынок нельзя прогнозировать на 100%, и в любой момент может произойти что угодно.

Главная идея этой части заключается в том, что принцип наполнения портфеля перспективными инвестициями сильно зависит от того, насколько ваш текущий свободный для инвестирования капитал велик относительно ваших регулярных неинвестиционных доходов.

Рассмотрим две ситуации для примера.

1. вы начинаете каждый месяц откладывать с нуля 20% ваших доходов для сбережений.
2. у вас есть солидный банковский счет, который вы хотите превратить в инвестиции; размер этого счета в десятки раз превосходит ваш ежемесячный неинвестиционный доход (например, зарплату).

Эти ситуации отличаются по степени риска, который могут представлять ваши текущие действия.

В 1 случае вы можете начать вкладывать 100% средств в акции всего одного эмитента. Во 2-м случае, вы не только должны купить несколько акций для снижения рисков, но и добавить в портфель облигации. Почему? Если рынок упадет за месяц на 20%, в первом случае это будет не так трагично, потому что следующую покупку "из своей зарплаты" вы сделаете по более низким ценам и "усредните" цену покупки. Во втором случае инвестор не сможет сделать ничего, кроме: продать акции или купить с кредитным плечом.

Если ваши сбережения многократно превышают ваши регулярные неинвестиционные поступления, и вы вложили 100% своих средств в акции, то вы теряете гибкость в случае:

- существенной коррекции
- появления других инвестиционных возможностей

Если ваше положение больше похоже на ситуацию №2, то для того, чтобы вам быть на 100% в акциях, вам надо иметь максимальную уверенность что:

- ваш долгосрочный портфель сильно не пострадает в случае если конъюнктура изменится
- цены на акции невысокие, а ситуация в экономике будет дальше улучшаться

В феврале 2018 индекс ММВБ обновил свой исторический максимум. В данный момент мы рассматриваем вероятность того, что ситуация будет улучшаться до конца года как >50%. Цены на российские акции все еще невысоки по мировым и историческим аналогам. Однако, история показывает, что самый лучший и безопасный момент для инвестиций - это когда экономика страны выходит из кризиса, а цены на акции по инерции остаются низкими. В этом случае аллокация в акции может быть 100%.

Если разделить "восстановление" рынка на фазы, то первую фазу "безопасную" мы прошли. Первая фаза характеризуется:

- низким присутствием западных фондов на рынке
- валютный курс начинает стабилизироваться после девальвации
- цены на акции далеки от своих предыдущих максимумов

Очевидно, что наш рынок сейчас уже не в этой фазе, поэтому 100% аллокация в акциях для инвестора второго типа сейчас выглядит рискованной.

Вторая фаза роста рынка (меньше безопасность, выше риск) может быть связана с ротацией капитала на Россию и ростом сырьевых активов (нечто похожее мы видели в январе 2018). Хотя шансы на дальнейший рост остаются хорошими, мы видим немало интересных для долгосрочных инвестиций бумаг, начало формирования долгосрочного портфеля сегодня и на текущих уровнях из 100% акций выглядит рискованным.

Еще один настораживающий сигнал, который поступил в феврале - это резкий рост волатильности в отдельных акциях (Магнит, ГМК)

Что же делать инвесторам второго типа? Держать часть средств в доходных эквивалентах наличности - краткосрочных облигациях ОФЗ или в долговых бумагах.

## Драйверы российских акций

В таблице ниже мы перечислили:

- краткосрочные драйверы, которые действовали месяц назад
- изменение акций за прошедший месяц в %
- если акция была с позитивным драйвером была лучше индекса ММВБ, мы поставили ей 1, если хуже - 0. И наоборот для негативных драйверов.
- если у компании появился новый драйвер в феврале, мы его указали в столбце "новые драйверы"
- долгосрочные драйверы

	Драйвер на 01.02.2018	Изм, %	ОК?	Новые драйверы на 01.03.2018	Долгосрочные драйверы
<b>ИНДЕКС ММВБ</b>		-1,6%			
<b>Алроса</b>	Пока продолжается снижение цен на алмазы, + укрепление рубля негативно отразится на марже	5,4%	0		Капекса нет до 2020, акции можно брать если будет существенное снижение акций без причин
<b>Аэрофлот</b>	Издержки растут быстрее ожиданий	7,5%	0		
<b>Банк Санкт-Петербург</b>		-1,4%			сильная недооценка, ждем драйверов в отчетах
<b>Газпром</b>	пик капзатрат в 2018-2019 годах, ждем два года отрицательного денежного потока	-3,3%	1	Суд присудил выплатить Нафтогазу \$2,6 млрд. На дне инвестора в Нью-Йорке показано, что после 2021 у Газпрома сохранится гигантский CAPEX	Снижение капекса в 2020 г. Но на дне инвестора в феврале18 показано, что после 2021 у Газпрома сохранится гигантский CAPEX
<b>Газпромнефть</b>	пик капекса пройден	1,6%	1		
<b>ГМК Норникель</b>	Возможно снижение дивидендов из-за новых инвестпрограм, торгуется с премией даже к мировым аналогам	-3,9%	1	Потанин хочет снизить дивиденды и увеличить CAPEX, но акционерный конфликт показывает, что мажоритарии готовы покупать акции ГМК с существенной премией к рынку	Существенный рост производства электромобилей что создает потенциал для никеля
<b>Группа ЛСР</b>	Выкуп акций, ипотечный бум	-0,9%	1		Предложение на рынке недвижимости превышает спрос, продажи буксуют, не растут реальные доходы населения
<b>ИнтерРАО</b>	слабая дивидендная политика	-3,3%	1		огромный CAPEX впереди - необходимость масштабной модернизации
<b>Ленэнерго-ап</b>	Высокие дивиденды	17,0%	1	Позитивный отчет 2017, высокие дивиденды	риск существенного снижения не совсем "справедливых" дивидендов
<b>Лукойл</b>	Выкуп акций и гашение казначейского пакета	0,6%	1		
<b>Магнит</b>	Фундаментально дорого, маржа падает	-5,2%	1	Весь негатив отыгран. Магнит стал самым дешевым ритейлером	
<b>Мечел</b>		-2,7%			Чувствителен к падению цен на уголь и росту доллара

Московская биржа	Снижение процентных ставок	-3,4%	1		
МТС	Завершение 4G капексов, увеличение EBITDA, выкуп акций	-0,7%	1		
Новатэк	Запуск Ямал-СПГ и увеличение денежного потока от него	-0,9%	1		
ОГК-2	Завершены капзатраты и ждем резкого увеличения денежных потоков	-4,8%	0	Странное падение выработки электроэнергии в 4 квартале на 17%	Самая высокая доходность FCF в генерации на ближайшие годы, снижение долга. рост выплаты дивидендов
Полюс	Цены на золото восстанавливаются	2,4%	1		
Распадская	Резкое улучшение финансов компании, ожидание дивидендов 10 руб, появление внятной дивид. политики - драйвер	8,3%	1		
Россети	компания не хочет платить дивиденды, угроза допок для капекса	-8,8%	1		
Ростел-ап	Приличные дивиденды, около 10%	1,1%	1		
Ростелеком	Резкий рост долга если консолидирует Tele2	0,7%	0		
Русагро	дно сырьевого цикла, большие затраты на стройки	-0,6%	0		Завершение строек в 2019 году и увеличение маржинальности благодаря мясному проекту, экспорт в Китай, вхождение Мицуй в долю
Русал	Позитивная ценовая конъюнктура из-за вывода мощн. в Китае	-6,2%	0	Акционерный конфликт сулит больше негатива для Русала, кроме выкупа его доли Потаниным. Есть вероятность снижения дивидендов от ГМК. Трамп вводит пошлины на импорт алюминия в США с 1.06	
Русгидро	странная допэмиссия, мутные дивиденды	7,4%	0		снижение капекса после 2018 года, у компании должен увеличиться денежный поток
Сбербанк	растущий бизнес, повышение доли дивидендов	4,2%	1	Отличные результаты 2017	
СургутНГ	укрепление рубля	-2,7%	1		опцион на тотальную недооценку, валютный хедж, реструктуризация, хорошие дивиденды при стабильном рубле

ТГК-1					Пик FCFY придется на 20-21 и начнет снижаться
ФСК ЭЭС	огромный капекс 2018-2020, ограниченные дивиденды или риск их отмены	0,3%	0	Падение прибыли РСБУ 2017	снижение капекса к 2020 г, продажа доли IRAO
Энел России	все позитивные катализаторы отработаны, дивиденды из кредитов 18-20	-4,4%	1		
Юнипро	перезапуск Березовской ГРЭС в 2019	6,0%	1		Сделка Fortum/Uniper
Яндекс	IPO Яндекс такси в 1п19, // СП Яндекс.Маркет со Сбером	5,6%	1	Отличные результаты 2017	Очень большие ожидания уже в цене, любой слабый отчет может уронить цены существенно
QIWI	отмена дивидендов, фаза инвестиций и наращивания долга	2,4%	0		
<b>Новые драйверы</b>					
ВТБ	надежда на позитивное изменение див политики				
Мосэнерго	Возможен позитивный сюрприз по дивидендам				Падение доходов с 2019 из-за падения выручки ДПМ, и начало масштабной модернизации до 200 млрд руб
Протек	Прод.магазинам позволят продавать лекарства, удар по Ригле				Прод.магазинам позволят продавать лекарства
Аптеки 36	Прод.магазинам позволят продавать лекарства				Прод.магазинам позволят продавать лекарства
Автоваз	растущая динамика продаж и убытки сокращаются				
НЛМК	США вводят экспортную пошлину на сталь с 1.06. У НЛМК 15% поставок приходится на Северную Америку.				

# Краткосрочные драйверы Российских акций

Месяц назад в обзоре рынка акций ([goo.gl/ajMHx1](http://goo.gl/ajMHx1)) мы представили список драйверов в российских акциях. В целом, результаты по краткосрочным драйверам за месяц оказались неплохими:

- 69% акций последовали за своими драйверами, 31% пошли против
- среди 14 акций с отмеченным позитивным драйвером 12 оказались лучше индекса.

Самые худшие ошибки: вниз по Алросе, Аэрофлоту, Русгидро, вверх по Русалу. Самые лучшие решения: вниз Россети и Магнит, вверх Ленэнерго, Распадская, Юнипро, Яндекс, Сбербанк. Проблема с худшими решениями в основном была в том, что бумаги были уже перепроданы на начало февраля, весь негатив был в цене, поэтому акции отскочили.

По итогам месяца в 5 акциях произошли изменения:

- **Газпром, краткосрок:** Стокгольмский суд присудил Газпрому выплатить \$2,6 млрд в пользу Нафтогаза. Сумма сопоставима с дивидендами Газпрома. Негатив.
- **Газпром, долгосрок:** на дне инвестора в феврале Газпром обнародовал свои планы по капзатратам после 2020 года. Оказалось, что снижение затрат менеджмент прогнозирует только в 2020 году. На что Газпром собирается тратить триллионы рублей в год после 2021 - не ясно, и это ставит под сомнение долгосрочный инвестиционный тезис в Газпроме.
- **Магнит, краткосрок:** после острого падения цены акций на новостях о продаже Галицким пакета 29% в пользу ВТБ, Магнит стал самым дешевым российским ритейлером, был тактически перепродан, что побудило нас 16 февраля 2018 разослать нерегулярный обзор #1, посвященный этим акциям ([goo.gl/19s7mv](http://goo.gl/19s7mv)).
- **ГМК Норникель, краткосрок.** Краткосрочные факторы стали неопределенными. С одной стороны мы видим желание Потанина развивать компанию, т.е. инвестировать, тратить, сокращать дивиденды в краткосрочном плане, что может быть негативно воспринято инвесторами. С другой стороны, корпоративный конфликт с Русалом показывает, что мажоритарии готовы покупать акции ГМК с большой премией к рынку, что позитивно для ГМК. Скорее всего, акции ГМК будут сильно волатильны в ближайшее время.
- **Русал, краткосрок.** Большая неопределенность в связи с акционерным конфликтом вокруг ГМК. Две опции негативны (увеличение доли в ГМК или сокращение дивидендных выплат ГМК) и одна позитивна (Потанин выкупает долю Русала в ГМК с премией). Пока видим больше рисков для акционеров Русала.
- **ОГК-2.** В 4-м квартале 2017 почему-то упала выработка энергии (на 17%г/г), а по РСБУ из-за списаний компания получила неожиданный убыток. Отчет 9 марта МСФО может разочаровать. При этом долгосрочный инвестиционный тезис по ОГК-2 остается позитивным.

Новые краткосрочные драйверы

- **ВТБ.** Менеджмент дает надежду на позитивное изменение дивидендной политики по обыкновенным акциям. Позитив. Есть ощущение, что ВТБ хочет сменить свой имидж среди акционеров на позитивный. **Долгосрочный инвестиционный тезис в ВТБ остается неоднозначным.**
- **Мосэнерго.** Существенный рост прибыли и EBITDA по итогам 2017. Может быть сюрприз по дивидендам. Если выплаты составят не 25%, а 35% или 50% от РСБУ, акции могут выстрелить. Даже при 25% дивдоходность получается 6%. Однако подробный разбор долгосрочной истории Мосэнерго, который мы приводим ниже, **дает понять, что за горизонтом двух лет у акционеров Мосэнерго будут не лучшие времена.**
- **Аптеки 36,6 и Протек.** Обсуждается закон о том, чтобы разрешить прод.магазинам продавать безрецептурные препараты. Негативная новость для этих компаний.

- **Автоваз** сокращает персонал, оптимизирует издержки, наращивает продажи и постепенно сокращает убытки. Фактор не новый, этот тренд наблюдался на протяжении всего 17 года, но мы пропустили его в Регулярный #1 и добавляем в этом обзоре, т.к. Автоваз лидировал по темпам роста в феврале.
- **НЛМК, Русал.** Трамп вводит в США пошлины на сталь и алюминий с 01.06.

## Сезон отчетов за 2017 год

На текущий момент 18 компаний представили свои отчеты за 2017 год по МСФО. Основная масса отчетов придется на март.

Компании, к-е отчитались по МСФО (таблица изменений: [goo.gl/JMmzkk](http://goo.gl/JMmzkk)):

Изменение прибылей за 4 квартал можно посмотреть тут: [goo.gl/JZf1LN](http://goo.gl/JZf1LN)

Компании, где по итогам 2017 году прибыль заметно изменилась в лучшую сторону	ВТБ, Сбербанк, НЛМК, Газпромнефть, Новатэк, Автоваз, Черкизово
Компании, где по итогам 2017 году прибыль заметно изменилась в худшую сторону	Аэрофлот, Магнит, ТМК

Компании, к-е отчитались только по РСБУ (таблица изменений: [goo.gl/yfWAu6](http://goo.gl/yfWAu6)):

Компании, где по итогам 2017 году прибыль заметно изменилась в лучшую сторону	Мосэнерго, Ленэнерго, ОГК-2, МРСК Волги, ДЭК, Саратовэнерго, Трансконтейнер, Банк Санкт-Петербург
Компании, где по итогам 2017 году прибыль заметно изменилась в худшую сторону	Алроса, Алроса-Нюрба, ИнтерРАО, ФСК ЕЭС, Мечел, МОЭСК, ТГК-14

## Главные новости февраля 2018

**SBER VTB.** 23 февраля рейтинговое агентство S&P повысило кредитный рейтинг России.

Обычно такие новости в теории должны приводить к росту цены облигаций, укреплению валюты и позитивной динамике акций банков. Накануне, 21.02 Сбербанк вырос на 4,5% и достиг новых исторических максимумов. Такое ощущение, что инсайдеры купили заранее, а после небольшого роста на этой новости на открытии рынка 26.02 Сбер установил максимум в 284 рубля и началась фиксация прибыли. USDRUB в этот день также обновил свой многолетний минимум на уровне 55.53, после чего последовал отскок вверх.

**GMKN RUAL ENPL.** Возвращение акционерного конфликта в ГМК Норильский никель.

Тема большая и сложная, много неизвестных, чтобы давать точные выводы. Сейчас с уверенностью можно сказать, что корпоративный спор может привести к **повышенной волатильности акции ГМК в ближайшие месяцы**. Нам также трудно представить, что акции компании, которую акционеры готовы покупать с существенной премией к рынку, могут сильно упасть до разрешения спора. В крайних случаях могут последовать выкупы с рынка и оферты по завышенным ценам. **После разрешения спора акции ГМК могут оказаться под давлением**, т.к. основной акционер - Интеррос хочет увеличить инвестиции и сократить дивиденды.

История с ГМК серьезно увеличивает риски для Русала и его головной компании En+. Если Русал будет участвовать в выкупе (что мы считаем маловероятным) или если Потанин добьется снижения дивидендов - это будет негативно для акций RUAL и ENPL. **Если же Потанин выкупит акции ГМК у Русала выше рынка, то это будет сказочно позитивным сценарием для RUAL/ENPL.** Хотя сейчас тоже не ясно,



откуда Потанин может взять столько денег. У основного акционера ГМК может быть около \$3 млрд, но никак не \$14 млрд, которые понадобятся на такой выкуп.

Возможно, конфликт в итоге придется решать при непосредственном участии Путина. Справедливым исходом в этом случае можно считать дать Потанину добро на временное сокращение дивидендов ради инвестиций в экологический проект переработки серы, а Дерипаске и другим акционерам Русала посоветовать временно посидеть на диете.

#### **MGNT. Галицкий продал 29% акций Магнита по цене ~ 4661 руб.**

16.02 мы выпустили отдельный тактический обзор по бумаге. ([goo.gl/19s7m](https://goo.gl/19s7m)). С момента выхода той заметки акции Магнита выросла на 15% (5100 руб сейчас). В целом, после падения цены и продажи Галицким Магнит стал выглядеть интереснее, чем до этого. ВТБ - финансовый инвестор, постарается сделать всё, чтобы в течение пары лет увеличить капитализацию и продать с прибылью этот пакет. Да, Магнит сейчас самый дешевый российский ритейлер (см. таблицу [goo.gl/dnQJ9N](https://goo.gl/dnQJ9N)). Тем не менее, стоит помнить, что перспективы сектора совсем неоднозначные. Конкуренция высока, потребитель хворает, маржа пока все еще падает.

#### **PRTK APTK. Минпромторг обсуждает законопроект, чтобы разрешить продовольственным магазинам продавать безрецептурные препараты.**

Закон правильный, потребитель только выигрывает, поэтому скорее всего он будет принят. Для Аптек 36,6 (APTK) это сильный негатив, для Протека это тоже негатив, но не такой большой - лишь 18% его выручки приходится на собственные аптеки (бренд "Ригла").

#### **RUAL NLMK CHMF. Трамп объявил о введении в США импортной пошлины в размере 25% на сталь и 10% на алюминий, чтобы защитить своих производителей.**

Мера начнет действовать с 1 июня.

**Сталь.** На растущем рынке с растущим спросом эта мера не будет сильно заметна, т.к. только приведет к росту цен на сталь на локальном рынке США. Но на падающем она окажет дополнительное негативное влияние на рынок, т.к. увеличение внутренних объемов производства в США увеличат предложение за ее пределами. Наибольшие поставки в США в России у НЛМК - 0,7 млн т, или 16% производства.

**Алюминий.** Россия экспортирует 750 тыс т алюминия в США. Это 19% объема продаж Русала и это примерно соответствует величине собственного производства в США. Краткосрочно любые запреты только поднимают цены на алюминий, что нивелирует краткосрочный негативный эффект. Чтобы меры оказали существенное влияние на Русал, США потребуются годы, чтобы существенно нарастить собственное производство и вытеснить Русал со своего рынка.

Новость хоть и негативна для российских НЛМК и Русала, но она имеет куда меньшее значение, чем мировая конъюнктура рынков стали и алюминия.

## Обновление по идеям из Регулярный#1

Напомним, что в наших обзорах мы обращаем ваше внимание на те бумаги, которые на наш взгляд имеют наилучший профиль доходность/риск не в краткосрочном, а в долгосрочном плане.

**Газпром (0% за месяц).** Перспективы Газпрома ухудшились по итогам февраля. По этой бумаге копится краткосрочный негатив и долгосрочные перспективы также становятся более туманными, хотя компания все еще остается дешевой и имеет понятные драйверы к росту на горизонте 2 лет.

1. Наш инвестиционный тезис по Газпрому строился на предположении о том, что инвестиции Газпрома резко сократятся после 2020 года, что позволит увеличить свободный денежный поток и дивидендные выплаты акционерам. 6 февраля на дне инвестора в Газпроме был представлен новый прогноз по капзатратам. Ожидается сокращение затрат лишь в 2020 году, а потом они снова вырастут: На период 2021-2025 же запланированы "газовые" капзатраты 1,1-1,2 трлн руб в

год, которые ставят под сомнение стабильный рост денежных потоков Газпрома в будущем. В данный момент непонятно, реализуется ли этот прогноз и куда можно потратить эти деньги.

2. 28.02 Стокгольмский арбитраж присудил Газпром выплатить в пользу Нафтогаза \$2,6 млрд. Сумма не слишком большая и трагическая для Газпрома, сопоставима с размером годовых дивидендов, но краткосрочного негатива добавить может, особенно если Газпром будет сопротивляться с выплатой. При этом в ответ на решение суда Газпром отказался поставлять газ на и через Украину, что портит имидж Газпрома в глазах европейских потребителей и снова заставляет их искать альтернативные пути поставок. Американский СПГ счастлив.

Да, Газпром дешев. Но пока, на данный момент, вероятно, лучше постоять в стороне от Газпрома. В голове держим, что к 2020 году финансовые показатели бизнеса могут улучшиться, а Газпром может быть переоценен вверх.

**Квадра (-7% за месяц).** Бумага с высоким риском, но большим потенциалом. Квадра закрыла январь на максимуме, поэтому в феврале последовал откат. Откат составил почти 20%. На этом откате кто-то провел атипично большую сделку 16.02.

Был опубликован квартальный отчет эмитента, который показал, что ставка кредита за год сократилась на 2,1 бп, а долг (РСБУ) сократился на 0,8 млрд руб за год

4 квартал 2016				4 квартал 2017		
кредит, млрд	ставка	% платеж, млрд		кредит, млрд	ставка	% платеж, млрд
7	13,46%	0,94	→	5,91	10,48%	0,62
5,86	12,05%	0,71	→	4,57	12,05%	0,55
5,94	13,39%	0,80	→	7,5	10,55%	0,79
<b>18,8</b>	<b>13,00%</b>	<b>2,44</b>		<b>17,98</b>	<b>10,91%</b>	<b>1,96</b>

Консолидированный долг Квадры по итогам 2 квартала составляет 32 млрд, против 18 млрд отраженного в отчетности. Если предположить, что по остальной части долга % изменился пропорционально, то получится экономия на процентных расходах 0,67 млрд руб в год. Для компании с рыночной капитализацией 8,5 млрд рублей это существенно.

Ждем консолидированную отчетность и смотрим на списания, которые рано или поздно должны прекратиться и обернуться ростом прибыли.

**Русарго (-1%).** Пока в бумаге отсутствуют какие-либо драйверы. Волатильность упала, объемы торгов снизились до минимальных за 2 года. Цены на сахар за месяц не изменились на уровне \$0,134 за фунт сахара.

29.01 компания опубликовала отчет, который показал падение продаж по сахару (30,3 млрд руб) на 19% по итогам 2017 года из-за падения цены на сахар на 23%. Мясной бизнес (19,4 млрд руб) показал рост на 15%. Сельхоз продажи (18,8 млрд руб) упали на 11% из-за падения цен.

Ждем завершения “мясных строек” и разворота по ценам на сельхозку. Краткосрочные позитивные драйверы, как мы и говорили, пока отсутствуют. Кроме того, есть краткосрочный риск того, что Русарго не выплатит дивиденды за 2017 год, хотя на большие дивиденды тут никто сейчас и не рассчитывает.

**Банк Санкт-Петербург (-2%).** Рынок по-прежнему не обращает внимания на этот “самый дешевый” банк. В начале февраля Банк представил свою стратегию ([goo.gl/o4LM6c](http://goo.gl/o4LM6c)), в соответствии с которой планируется увеличить капитализацию в три раза к 2020 году, с текущего уровня P/B=0,4 до 0.8 (в три раза, т.к. капитал тоже планируется увеличить на 34%). Стратегия выглядит пока лишь как декларация целей, без деталей относительно того, как банк собирается добиться этих задач.

Был опубликован отчет Банка по РСБУ, который показал рост чистой прибыли в 2017 году на 82% до 4,2 млрд руб. Большой вопрос представляет качество кредитного портфеля юр.лицам. Мы не вникали глубоко в эти нюансы, и вероятно, большое проникновение в кредитование юрлиц заставляет инвесторов опасаться этого банка.

Ждем публикации позитивной отчетности 22 марта по МСФО

# Новые идеи

## MSNG.

Мы увидели в Мосэнерго краткосрочный позитив, что заставило нас подробнее взглянуть на эту компанию. Более детальное рассмотрение привело нас к выводу, что позитивные факторы давно отыграны: акции компании выросли более чем в 3 раза за 2 года, а позитивные времена для компании вскоре могут уйти в прошлое.

2.02 Газпром Энергохолдинг(ГЭХ) опубликовал данные по прибыли своих дочерних компаний. Прибыль Мосэнерго ожидается на уровне 25,3 млрд руб. Это в 2 раза больше, чем в 2016 году и в 4 раза больше, чем в 2015-м. В самом консервативном случае при коэффициенте выплат 25% дивиденды Мосэнерго составят 6,3 млрд руб или 0,16к на акцию, что дает ~6% дивдоходность (до налога).

Если Мосэнерго решит выплатить 50%, то дивдоходность вырастет до 12%. В случае объявления такого решения акции Мосэнерго могут вырасти на 10-20% за короткое время. Какие есть предпосылки для увеличения выплат?

- инвестпрограмма Мосэнерго завершена, капзатраты снижаются
- устав Мосэнерго позволяет платить до 50% РСБУ, хотя в реальности Мосэнерго никогда этого не делало
- компания выплатила в 2016 году 25% РСБУ, но теперь долг существенно ниже, а чистый долг отрицательный

Если посмотреть на компанию более долгосрочно, то можно увидеть очевидные негативные моменты. Негатив #1.

Прибыль Мосэнерго выросла благодаря повышенному тарифу в рамках программы ввода новых мощностей (ДПМ). Новые мощности 2,87 ГВт составляют 22% общего объема генерации Мосэнерго. Программы повышенного инвестиционного тарифа действуют 10 лет после окончания ввода новых мощностей и начиная с 2019 года повышенные тарифы начнут снижаться.

У Мосэнерго первый объект на 875 МВт был построен в 2008 году, поэтому последний год повышенного тарифа по нему будет 2018-й. Через два года **падение выручки по ДПМ объектам у Мосэнерго составит 44%**. К 2027 году повышенные тарифы по новым объектам сойдут до нуля.

Негатив #2.

Но это не основная проблема. У Мосэнерго одни из самых старых станций в российской генерации, половина всей мощности старше 45 лет. Сейчас Мосэнерго не строит больших планов по модернизации, но этого только потому, что правительство пока не выработало конкретные меры по тарифному стимулированию инвестиций (ДПМ'). С 2018 года у Мосэнерго начнет падать выручка по ДПМ, а, в 2019 может начаться новая фаза модернизации. Ее объем пока неизвестен, но он может составить до 2 текущих стоимостей Мосэнерго (200 млрд руб) и растянуться на годы.

Для примера можно обратиться к заявлению главы ГЭХ Дениса Федорова (октябрь 2017, ссылка: [goo.gl/dtf841](http://goo.gl/dtf841)) о том, что Мосэнерго необходимо модернизировать 19 турбин, стоимость модернизации первой из них составит 10 млрд руб.

Поэтому рекордный 2017 год Мосэнерго так и останется рекордным, 2018 будет тоже хорош, а вот в 2019 акционеры почувствуют существенное изменение ситуации. Суммируя все эти обстоятельства, нам кажется, что если

**ОГКВ.** Другая дочка ГЭХ - ОГК-2 последней завершает стройки в рамках ДПМ. Поэтому ожидается, что именно ОГК-2 будет демонстрировать максимальные свободные денежные потоки в ближайшие годы. Новые мощности в рамках ДПМ у ОГК-2 составляют 2,9ГВт и будут выходить из повышенного тарифа только начиная с 2023 года. До 2023 года доходность свободного денежного потока будет составлять порядка 20%.

Прибыль ОГК-2 по РСБУ за 2017 год выросла на 90%. При коэффициенте выплат 35% дивиденды могут составить 2,35 млрд руб (Дивдоходность 4,4%). Пока результат не впечатляет. Но в 4-м квартале ОГК-2 получила убыток 1,3 млрд руб из-за создания резерва под безнадежную дебиторку в размере 4,5 млрд руб. Без этого резерва прибыль бы составила 11 млрд руб, что существенно улучшает картину.

Для терпеливых ОГК-2 может показать самое существенное улучшение финпоказателей среди других генерирующих компаний с течением 2-3 лет. EV/EBITDA (12 мес МСФО) у ОГК2 составляет 3,7 - это выше среднего по сектору (3,5). Однако с учетом крепких будущих денежных потоков компании, в ближайшие годы можно ожидать снижения долга, которое транслируется в рост капитализации и повышение дивидендных выплат.

Почему бумага не растет? Потому что ее нельзя назвать дешевой. Можно покупать в случае хороших просадок, потому что у компании довольно позитивное положение из всех генерирующих компаний. ОГК-2 может и не вырастет в 2 раза, но может показать доходность выше рынка на протяжении ближайших лет. Хороший кандидат на покупку в случае коррекций.

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале и оставьте свой отзыв

[goo.gl/wPfYuj](http://goo.gl/wPfYuj)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](http://mozgovik.com)

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный обзор предоставлен исключительно в информационных, ознакомительных целях. Материалы, содержащиеся в обзоре, не могут и не должны служить единственным источником информации для принятия инвестиционных решений. Инвестор принимает все инвестиционные решения на свой страх и риск. Каждый член аналитического партнерства подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении упомянутых активов или ценных бумаг, отражают его личную точку зрения.

Мы, группа аналитиков, заявляем, что не имеем деловых отношений с упоминаемыми в обзоре компаниями. Читатели могут быть уверены, что у партнерства не может быть конфликта интересов, которое может отразиться на объективности наших суждений. Некоторые из членов аналитического партнерства имеют инвестиционные портфели, позиции в котором совпадают с ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре. Мы высказываем свою искреннюю точку зрения, и не имеем цели своими рекомендациями спровоцировать повышение или понижение цен на активы, имеющиеся в портфелях участников партнерства.

Все мнения высказываются на дату, предшествующую дате рассылки этого обзора. Мы не можем гарантировать абсолютную точность цифр и фактов, содержащихся в обзоре, однако мы стараемся прикладывать все усилия для того, чтобы сведения, содержащиеся в данном обзоре, были точными. Ни один член партнерства не несет какой-либо ответственности за любые потери (убытки), которые могли(могут) возникнуть в связи с каким-либо использованием этого обзора.

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИЛОСОФИЯ

Будущее в существенной степени неопределенно. Неопределенность со стороны негативных сюрпризов создает риски для ваших инвестиций. Любая компания может столкнуться с неожиданными проблемами, не поддающимися прогнозированию, а ее ценные бумаги могут существенно снизиться в цене. Для того чтобы снизить такие риски, мы настоятельно рекомендуем: 1) не использовать кредитные плечи 2) диверсифицировать свой инвестиционный портфель