

Регулярный #3

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.

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

goo.gl/d3x4Mq

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

mozgovik.com

Текущее положение дел

Важно понимать, что в будущем, самое большое влияние на цены акций окажет не та информация, которую мы знаем, а **та, которой мы еще не знаем**. Большинство инвесторов и аналитиков, а также рынок в целом, строят свою модель и строят прогноз, экстраполируя недавнее прошлое на будущее и не в состоянии увидеть ключевых изменений за углом будущей неопределенности..

Что мы знаем?

- российский фондовый рынок показал
- мировая экономика на пике активности
- геополитическое давление на Россию усиливалось, но не критично. Отношения между Россией и США являются наихудшими со времен Холодной войны,
- экономика России восстанавливалась после кризиса и за счет обесценивания рубля
- процентные ставки снижались на фоне падения инфляции
- российские облигации никогда не были так дороги, а доходности так низки
- у населения России рекордное количество свободных денег
- нефть росла на фоне пика экономики, роста потребления и сделки ОПЕК
- рубль укреплялся на фоне восстановления цен на нефть
- цены на уголь, сталь, никель, алюминий росли, т.к. мировая экономика на пике активности, а Китай сокращал мощности. Это позволило компаниям сократить долг и увеличить дивиденды

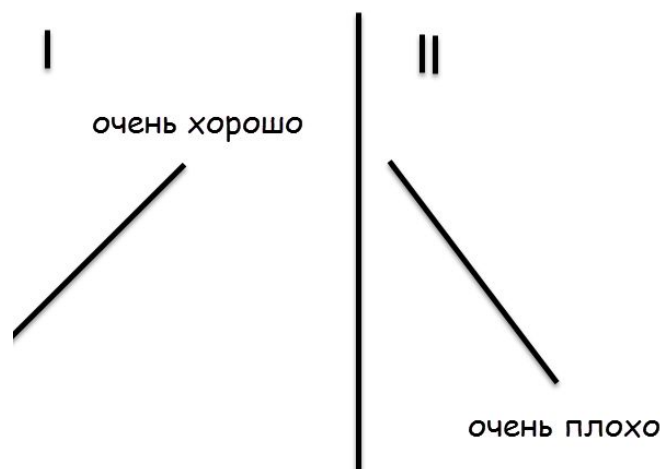
- российские госбанки росли на фоне зачистки банковского сектора (снижение конкуренции) и роста процентной маржи на фоне снижения ставок ЦБ
- некоторые электрогенерирующие компании притормозили капзатраты, восстановили денежные потоки, увеличили дивиденды
- большая конкуренция в секторе розничной торговли и телеком секторе давит на маржу
- аграрный сектор на дне цикла
- доля нерезидентов в ОФЗ составляет рекордные 33,9%
- начиная с февраля, волатильность на нашем рынке стала расти

Чего мы не знаем?

- мировая экономика может начать сжиматься на фоне роста краткосрочных ставок и торговых войн
- Россия может помириться с Западом
- Давление Запада на Россию может усилиться до санкций против ОФЗ, эмбарго на экспорт товаров и проч.
- восстановительный рост экономики РФ законится, других драйверов для восстановления нет
- бегство инвесторов из российских облигаций может спровоцировать их обвал
- процентные ставки могут подскочить в результате обвала рубля и бегства из облигаций
- нефть может снизиться на фоне замедления спроса, рекордного экспорта из США, развала сделки ОПЕК
- цены на сталь, уголь, цветмет могут пойти вниз на фоне торговых войн, ослабления мировой экономики, восстановления мощностей в Китае
- чистая процентная маржа банков может резко сократиться если процентные ставки пойдут вверх и просто сократиться если снижение ставок приостановится
- в российской энергетике может вот-вот начаться вторая фаза гигантских капзатрат, которая будет сопровождаться наращиванием долга и снижением дивидендов
- цикл по сельхозтоварам может развернуться
- может начаться военное столкновение России и США в Сирии
- нерезиденты могут начать сокращать долю в ОФЗ

К чему это?

Представим две рыночные ситуации. Черная линия на картинке - это изменение динамики фондового индекса за несколько лет:



Что будет делать краткосрочный спекулянт и долгосрочный инвестор в первом и втором случае?

1 случай:

спекулянт должен покупать

1а долгосрочный инвестор, который давно в акциях, держит или продает

1б долгосрочный инвестор, который в кэше, ничего не делает, ждет ситуацию №2

2 случай:

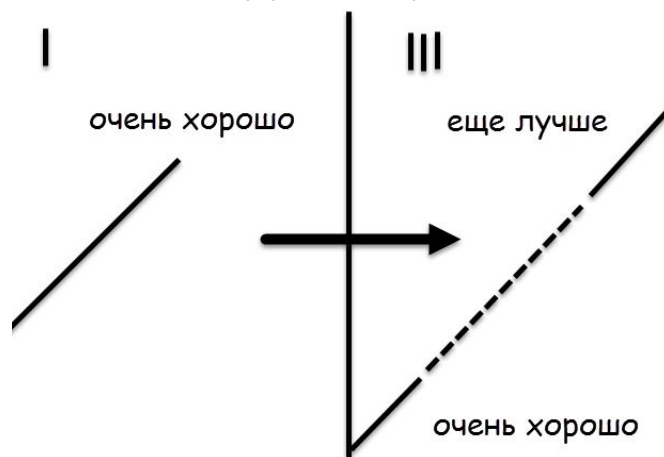
спекулянт должен играть на понижение

2а долгосрочный инвестор, который в акциях, пересиживает

2б долгосрочный инвестор, который в кэше, покупает

Сейчас рынок находится скорее в стадии 1 чем в стадии 2, где он находится в 2014-2015 году. Акции многих российских компаний с тех пор выросли на сотни процентов. Худшее, что может сделать долгосрочный инвестор - это купить в конце стадии 1 или в начале стадии 2.

Если в текущей ситуации я купил по ценам, не сильно ниже текущих, то мы должны сильно переживать, находясь в акциях в конце ситуации №1. Нахождение в акциях в ситуации №1 оправдано, если вы уверенно можете предвидеть дальнейшее улучшение ситуации.



Может ли текущая хорошая ситуация для российского рынка стать еще лучшей? Может, если повезет и:

- мировая экономика усидит в седле 1-2 года (обойдется без потрясений)
- на сырьевых рынках сохранится позитивный тренд
- Запад снизит давление на Россию или геополитический тренд вовсе развернется.

Находясь в акциях, купленных 3-4 года назад, вы можете позволить себе оставаться оптимистом и надеяться на лучшее. Мы не уверены, что будущее так безоблачно. Кроме того, если посмотреть на индекс и его компоненты, то в данный момент оценка российских акций не выглядит низкой, а за счет чего прибыли российских компаний будут расти в будущем пока не очевидно.

С учетом того, что те изменения информационного поля, которые мы перечислили выше, вполне реалистичны и рано или поздно наступят, считаю разумным снижение доли акций в портфеле и увеличение доли безрисковой доходности, например в виде коротких ОФЗ (длинные ОФЗ также будут подвержены всем тем рискам).

Сейчас глобальная экономика находится на пике, Global PMI в марте достиг максимального значения за последние 7 лет. Но перевернем страницу, постараемся узнать **“то, чего мы не знаем”** и постараемся определить, почему ситуация №1 “Очень хорошо” может закончиться?

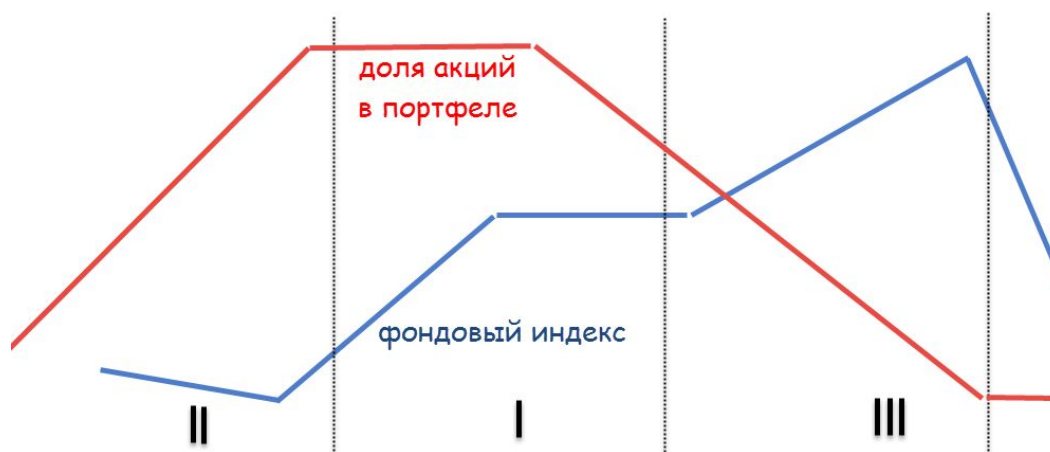
- индекс Мосбиржи в феврале 2018 установил исторический максимум и находится в 5% от него.
- отправление Сергея Скрипаля показало, с какой легкостью Запад готов продолжать давить Россию. Пока самое худшее, что может случиться - это исключение российских долговых бумаг из Euroclear и Clearstream, но пока рынок не верит в это, потому что проиграют от этого именно западные в т.ч. британские инвесторы, которые купили российские долговые бумаги. А вот первичный рынок для России могут так или иначе прикрыть, что со временем создаст дефицит капитала.
- в преддверии Чемпионата Мира по Футболу 2018 в России возможны и другие провокации против России, о чем напоминает Олимпиада в Сочи 2014.
- в феврале-марте официально стартовали “торговые войны”. Сначала Трамп ограничивает пошлинами импорт стали на сталь и алюминий, затем ставит барьер на импорт товаров из

Китай на сумму \$60 млрд. Европа и Китай принимают ответные меры. Есть риск того, что рост протекционизма может привести к замедлению экономик с 2019 года.

- американская экономика и без того находится в конце краткосрочного цикла. Краткосрочные ставки повышаются, фондовый рынок перестал расти. В США последняя рецессия закончилась в 2009 году. Похожий по длительности период без рецессий был с 1992 года по 2001 год. Пока нет оснований считать, что в США случится рецессия в ближайшие 12 месяцев, но в 2019-2020 рецессия вполне может наступить.

Резюме:

Рынок акций стоит на максимумах, не выглядит дешевым, будущие риски просматриваются весьма четко. Это не значит, что у рынка нет шанса переместиться в ситуацию №3 и вырасти еще больше. Такая вероятность есть. Но когда уверенности в этом меньше, чем видимых рисков, профиль доходность/риск не оправдывает 100% долю акций в портфеле. Схематично, идеальное распределение в акциях в зависимости от фазы рынка я изобразил ниже:



Смысл заключается в том, что если риск реализуется и рынок пойдет вниз, наша задача иметь максимальную долю наличности в портфеле. Угадать тайминг наступления фазы III или момент ее окончания сложно, поэтому прагматичные инвесторы к этому моменту стараются иметь минимум риска.

Вы конечно можете оставаться оптимистом, покупать акции, но лично я бы хотел сейчас играть в более уверенные истории, которые не просматриваются. До появления этих историй мы видим смысл в присутствии в портфеле коротких надежных инструментов долгового рынка.

Почему рынок не выглядит дешевым?

Я взял основные составляющие индекса Московской биржи и построил следующую табличку:

		вес в инд	P/E	EV/EBIT DA	DY	Вес скор до 100%	P/E по вес	DY по вес
1	Газпром	0,145	4,1	4,0	5,7%	0,1692	0,69	0,83%
2	Лукойл	0,142	8,3	4,3	5,4%	0,1657	1,38	0,77%
3	Сбербанк	0,145	7,9	7,9	4,6%	0,1692	1,34	0,67%
4	Новатэк	0,058	14,5	9,1	2,0%	0,0677	0,98	0,12%
5	Норникель	0,062	13,6	9,2	7%	0,0723	0,98	0,43%
6	Магнит	0,032	13,6	6,4	0	0,0373	0,51	0,00%

7	МТС	0,029	10,9	4,9	8,8%	0,0338	0,37	0,26%
8	Татнефть	0,05	11,6	7,5	8,0%	0,0583	0,68	0,40%
9	Роснефть	0,037	15	5,9	3,1%	0,0432	0,65	0,11%
10	ВТБ	0,027	10	9,82	5,1%	0,0315	0,32	0,14%
11	Алроса	0,024	8,8	6,1	6,2%	0,0280	0,25	0,15%
12	Сургут	0,043	5,5	-	0,6%	0,0502	0,28	0,03%
13	Яндекс	0,017	51,3	24,8	0	0,0198	1,02	0,00%
14	Северсталь	0,015	7,3	5,3	12,5%	0,0175	0,13	0,19%
15	НЛМК	0,015	10,5	10,4	9,5%	0,0175	0,18	0,14%
16	Мосбиржа	0,016	13,4	6,6	6,7%	0,0187	0,25	0,11%
	ИТОГО	0,857				1,0000	9,99	4,33%

В таблице сделано несколько допущений, которые не столь существенны для доказательства основного тезиса. Получилось, что российский индекс имеет P/E=10 и див. доходность (DY) <4% после вычета налогов. Но самое главное, что я не вижу особых причин, почему "E" и DY могут вырасти в будущем. Табличку с расчетами можно посмотреть [тут](#).

Рассмотрим все эти истории коротко по отдельности:

Газпром. Потенциал есть, может вырасти в 2 раза. Но для этого надо сменить весь менеджмент. Потому что текущий менеджмент решает другие задачи. Это из области фантастики. А вот что из области реальности: вероятная отмена дивидендов, пик капзатрат в ближайшие 2 года, рост долга, возможны трудности с финансированием долга в свете новых санкций, решение арбитража в пользу Украины, политическое давление на Европу с целью сокращения доли Газпрома на рынках, рост конкуренции со стороны Новатэка и Роснефти.

Лукойл. Оценен справедливо. Хорошая компания, уже самая дорогая в российском нефтегазе и №2 в России после Сбербанка. Будет расти нефть - будет расти Лукойл. Не будет - не будет.

Сбербанк. Российский банк стоит почти \$100 млрд. Самый дорогой банк в Европе (если не считать HSBC). Россия - страна изгой, имеет самый дорогой банк в Европе! Пик прибыльности будет пройден, зачистка конкурентов остановится, рост чистой процентной маржи начнет стагнировать уже по итогам 2018 года и может снизиться в 2019. Сбербанк очень чувствителен к оттоку нерезидентов с РФ вследствие геополитики, именно поэтому Сбербанк был одной из худших бумаг в марте, упав на 7%.

Новатэк. Если из капитализации Газпрома (3,3 трлн) вычесть капитализацию Газпромнефти (1,4 трлн), то Новатэк будет дороже Газпрома (2,2 трлн > 1,9 трлн). При этом добыча газа у Газпрома в 7,5 раз выше. Новатэк очень дорогой.

Норникель. Дорогой. Самая дорогая горнодобывающая компания в мире. Потанин хочет увеличить капзатраты, превышение коэффициента долг/EBITDA > 2,2 может дать право снизить дивидендные выплаты. Если цены на цветмет упадут, то Норникель станет не просто дорогим, а очень дорогим. Очень похоже на 2007 год.

Магнит. Большая конкуренция в ритейле. Нет понимания что у Магнита происходит внутри. Растет оборотка, растут операционные расходы, дивиденды отменили, перспективы не ясны.

МТС. Неплохая компания, но может последовать за Мегафоном. Даже если высокая текущая див. доходность сохранится из-за нужды основного акционера (АФК), то представить себе на чем МТС взлетит выше пока сложно.

Татнефть. С начала года +16%. Дальше будет вместе с нефтью торговаться. Будет нефть по \$90, будет еще 20-30% роста.

Роснефть. Дорого, т.к. самые большие перспективы роста бизнеса среди всех российских НК. Однако не ясно за счет чего будет расти бизнес, если добыча России ограничена сделкой по ограничению добычи с ОПЕК.

ВТБ. Как и в истории со Сбером ждем остановки роста ЧПМ.

Алроса. Зависит от алмазной конъюнктуры. Контора неплохая, но уже не дешевая после роста на 19% с начала года.

Сургутнефтегаз. Да сильно недооценен. Но будет переоценен только если случится чудо.

Яндекс. Самая дорогая компания в России по текущим метрикам, но зато самая уверенно растущая. Запнется рост - быстро сложится пополам.

Северсталь, НЛМК - пик цикла стальных компаний где-то рядом. Напоминает 2007 год.

Мосбиржа. В отличие от Сбера и ВТБ, Мосбиржа может стать основным бенефициаром роста волатильности и роста процентных ставок если кризисные явления реализуются.

Главные глобальные новости марта

- Добыча нефти в США новый рекорд >10,4 млн баррелей в сутки, экспорт нефти из США достигает нового рекорда 2 млн баррелей в сутки
- 4 марта в Солсбери отравлен Сергей Скрипаль. Во всем обвинили Россию
- 9 марта Трамп подписывает закон о вводе пошлин на сталь и алюминий
- 13 марта Россия грозит сбивать американские ракеты в Сирии ([ссылка](#))
- 13 марта неожиданно директор ЦРУ Майкл Помпео назначен госсекретарем США
- 18 марта переизбран Владимир Путин.
- 20 марта западные страны решили выслать более 100 российских дипломатов
- 22 марта Трамп начинает торговую войну против Китая
- 27 марта Германия выдала разрешение на строительство Северного потока-2
- 30 марта Россия высылает западных дипломатов, закрывает консульство США в Санкт-Петербурге
- 2 апреля. Китай вводит пошлины на импорт 128 американских товаров

Главные новости акций марта

- Мегафон отказался платить дивиденды.
- Алроса: выручка от продаж за 2 месяца выросла на 38% г/г
- Ростелеком будет платить не менее 5 рублей на акцию дивидендов в 2018-2020 гг.
- Рост производства алюминия в мире в феврале составило +3,2% г/г, аналитики ждут резкого роста производства в Китае
- Таттелеком объявил самые высокие дивиденды из всех объявленных. Текущая ДД=10% после роста акций в марте на 27%.

- 31 марта арестованы братья Магомедовы. Акции ДВМП -25%.
- Банк Санкт-Петербург представил слабоватую отчетность за 2017 год, и показал серьезное снижение прибыли по итогам января-февраля 2018. Акции -8%.

Акции на радаре

По итогам марта вышло немало новостей - от больших и глобальных, до корпоративных отчетов за 2017 год, которых было множество. В силу ограниченности наших ресурсов мы не сможем достойно разобрать все то, что действительно заслуживает внимания.

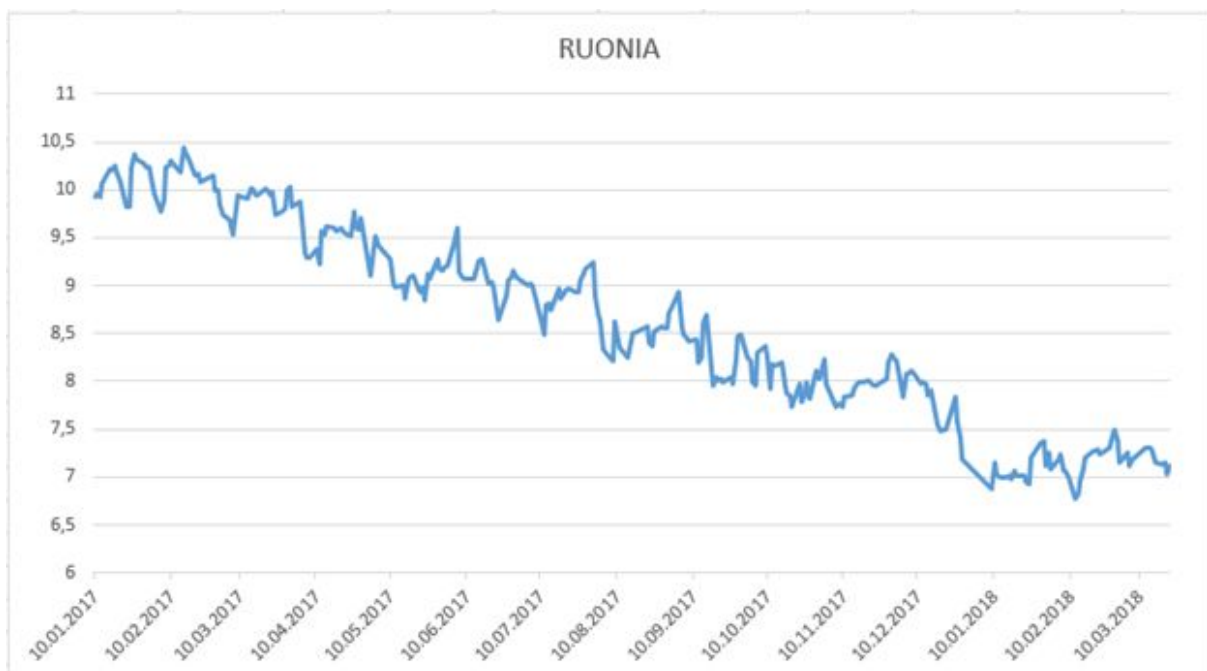
В прошлом обзоре (goo.gl/VzZaXh) мы выделяли такие бумаги, как Квадра, Русагро, Банк Санкт-Петербург, ОГК-2. Еще есть желание углубить анализ в таких акциях как: Русгидро, Саратовский НПЗ, QIWI, ТГК-2. Все эти компании представили свои отчеты за 2017 год, однако разбор их отчетности мы представим лишь в следующем выпуске мозговика, т.к. у нас не хватает "рук" и временных ресурсов на эту работу. Если вы чувствуете себя компетентным в области инвестиций, присоединяйтесь к нашим исследованиям, оставьте заявку по адресу: goo.gl/wYmNN6
Также интересно оценить акции ДВМП в свете последних событий с основным акционером компании.

Облигации

Немного новостей долгового рынка.

В марте ЦБ решил снизить ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, теперь она составляет 7,25%. На решение регулятора понизить ставку повлияли низкая инфляция и рост кредитования, а на её величину возросшая геополитическая неопределенность [1]. Это уже пятое подряд понижение ставки.

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в марте не претерпела значительных изменений и колебалась в районе 7,2% [2].



Весь прошлый год, RUONIA опережала ключевую ставку, что давало дополнительную премию привязанным к ней ОФЗ, серии 29xxx. Сейчас разница практически нивелировалась, что на наш взгляд, делает эту серию менее привлекательной для инвесторов. Минфин также перестал жаловать выпуски с переменным купоном. На всех размещениях этого года предлагались исключительно ОФЗ-ПД. Если в вашем портфеле есть облигации, привязанные к RUONIA, хорошенько подумайте, стоит ли их держать дальше.

В марте было четыре аукциона по размещению ОФЗ. Все они прошли успешно, размещены 100% выпусков при значительном превышении спроса. Доходность находилась в диапазоне 6,5-7,5% годовых в зависимости от дюрации выпуска. На графике представлена усредненная доходность по цене отсечения:



По представленным в марте данным ЦБ, **доля нерезидентов в ОФЗ за февраль выросла до рекордных 33,9%** [12].

В этом месяце Минфин заявил о закрытии сделки по размещению выпуска суверенных еврооблигаций с погашением через 11 лет «Россия-2029» объемом 1,5 млрд долларов и дополнительному выпуску еврооблигаций с погашением через 29 лет «Россия-2047» объемом 2,5 млрд долларов. Совокупный объем заявок на приобретение новых российских еврооблигаций превысил 7 млрд долларов. Большая часть удовлетворенных заявок пришлась на инвесторов из Великобритании (39%), США (25%) и России (22%). Доля инвесторов из континентальной Европы и Азии в совокупности составила 14%. Доходность к погашению размещаемых бумаг составила 4,625% и 5,250% годовых.

Не успели стихнуть хвалебные речи о том, как великолепно британские инвесторы покупают российские евробонды, премьер-министр Великобритании Тереза Мэй решила рассмотреть предложение по введению запрета на продажу Россией суверенных долговых бумаг и их обращение на лондонской бирже. **Если это предложение будет принято, то можно ожидать локальных распродаж евробондов, так как части инвесторов в такой ситуации будут проще избавиться от бумаг, нежели впоследствии испытывать проблемы при работе на вторичном рынке.**

Однако здесь не без сомнений. Euroclear и Clearstream подчиняются решениям ЕС, а не Великобритании. Если Тереза Мэй настаивает на том, чтобы убрать все российское с LSE, то ее место с радостью займут конкуренты. В конце концов есть и наш российский НРД, который может размещать российские ОФЗ без участия европейских клиринговых компаний.

В корпоративном секторе было много размещений, но особо интересных, с хорошей доходностью почти не было. **Можно, пожалуй, выделить только дебютные бонды АО "ИнфоВотч", со ставкой купона в 14,5% годовых.** Компания основана в 2003 году Натальей Касперской и выросла из внутреннего проекта "Лаборатории Касперского". В настоящее время разрабатывают решения для защиты бизнеса от внутренних угроз информационной безопасности. Выпуск прошел мега успешно и сразу после размещения, котировки подскочили до 104% от номинала.

Поразительную активность начали проявлять микрофинансовые организации. Если в прошлом году на рынке облигаций присутствовал всего один участник, ООО «Домашние деньги», то только за текущий месяц о своем желании разместиться заявили три компании. МФК "Смсфинанс" 14 марта разместила облигаций серии БО-01 на **200 млн рублей под 15% годовых** [3], ООО МФК "4финанс" 30 марта провело размещение облигаций серии БО-01 объемом **200 млн рублей под 15% годовых** [14], МФО "Столичный залоговый дом", работающая под брендом CarMoney утвердила выпуск 5-летних биржевых облигаций серии БО-001-02 объемом 300 млн рублей.

Интересная история разворачивается с бондами ПАО "Силовые машины - ЗТЛ, ЛМЗ, Электросила, Энергомашэкспорт". Компания попала под санкции за поставку турбин Siemens в Крым, а агентство Moody's отозвало её рейтинг. На этом фоне по всем выпускам облигаций компании началась распродажа, **доходность подскочила до 12% годовых.**

Элемент Лизинг и ФК Открытие решили обнулить купоны у облигаций БО-04 и БО-П02 соответственно. Если вы являетесь счастливыми обладателями данных выпусков, **не забудьте предъявить их к оферте.**

К сожалению, не обошлось в этом месяце и без дефолтов. **Не выполнила свои обязательства компания "ИНВЕСТПРО"**, допустив дефолт по облигациям 02 серии. Дефолт этот был ожидаем, т.к. еще с октября 17 года они находятся в дефолте по третьему выпуску. Компания "Вейл Финанс", бывший ООО "БрокерГарант", так же не смогла расплатиться с кредиторами, допустив техдефолт. Владельцам бондов был предложен план реструктуризации, который они одобрили [4]. Но самые интересные события сейчас происходят с дефолтом ПСН. Не добившись согласия кредиторов на реструктуризацию, ПСН Проперти Менеджмент расстроились и решили не только не платить по оферте, но еще и не выплачивать купон. Ну а правда, все равно будет дефолт, зачем вообще хоть что-то платить, – видимо так посчитали владельцы компании. Ситуацию с ПСН нужно рассматривать подробно, думаю мы сделаем это в одном из следующих выпусков «Мозговика», как только рассеется постдефолтный туман и на горизонте появятся очертания нового реструктуризационного предложения. По крайней мере мы на это надеемся. Сейчас же, **мы хотели предложить вашему вниманию другой кейс, не менее интересной компании ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка».**

ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка» (ранее ОАО «Интегра Геофизика») - крупнейшая геофизическая компания, оказывающая широкий спектр услуг в области сейсморазведки. Была образована в результате слияния в 2009 году трех российских геофизических предприятий: Тюменнефтегеофизика, Ямалгеофизика и Томский Геофизический Трест, а также российских сейсморазведочных активов компании Петроальянс.

В декабре 2011 года на базе активов "Интегры", Schlumberger и "Геотека" создается компания IG Seismic Services (IGSS), которая становится владельцем 100% компании "Геотек Сейсморазведка" и 99% "Геотек Холдинга".

В октябре 13 года «ГЕОТЕК Сейсморазведка» размещает 5-летний дебютный выпуск облигаций объемом 3 млрд рублей. Поручителем становится IGSS. По выпуску предусмотрена безотзывная оферта в октябре 2016 года.

Финансовое положение компании не позволило пройти оферту и Геотек предлагает своим кредиторам план реструктуризации, на который они соглашаются. Согласно плану реструктуризации, на год

продлевается срок погашения бумаг - до 16 октября 2019, вводится амортизационная структура погашения:

№	Дата погашения	Доля, % номинала	Сумма на 1 обл, RUB
1	15.12.2016	10	100
2	19.04.2017	6,5	65
3	19.07.2017	6,5	65
4	18.04.2018	8	80
5	18.07.2018	8	80
6	17.04.2019	6	60
7	17.07.2019	5	50
8	16.10.2019	50	500

Длительность 1-6-го купонных периодов останется прежней - 182 дня, 7-18-го купонных периодов уменьшится до 91 дня. Также компания предложила приравнять ставку 7-18-го купонов к значению ключевой ставки ЦБ РФ на дату начала соответствующего купонного периода плюс 3%. На данный момент формула для расчета актуальной ставки купона выглядит следующим образом:

$$КС + 3\%$$

где КС – ключевая ставка Банка России, действующая за 5 рабочих дней до даты начала соответствующего купона.

Все эти годы группа жила с высочайшей долговой нагрузкой, при этом львиная часть долга (>80%) принадлежала банку Открытие [5]. Фактически, банк являлся основным финансовым донором компании, 100% акций компании "ГЕОТЕК Сейсморазведка" были заложены у ФК «Открытие» под обеспечение по кредиту [6].

В 2017 году у холдинга и банка Открытие начинаются серьезные проблемы и как результат банк переходит под контроль ЦБ (об этом мы подробно писали в прошлом выпуске). Геотек оказывается практически без финансирования, с огромным долгом. Над компанией нависает угроза банкротства, облигации проваливаются к 50% от номинала



У ЦБ фактически было два варианта, либо банкротить Геотек, который не в состоянии обслуживать долг перед ФК Открытие, либо сделать, то за что они сами так ругали коммерческие банки, а именно забрать на баланс и профинансировать убыточный и неэффективный бизнес. **ЦБ выбрал второй вариант**. Можно долго обсуждать, что явилось основной причиной этого поступка, но факт остается фактом и 13 декабря 2017 года **ФК Открытие купило 100% голосующих акций ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка»** и АО «Холдинговая Компания «ГЕОТЕК» [7,8]. ЦБ получил 100% голосов, приходящихся на голосующие акции составляющие уставный капитал Геотека [9].

Затем прошла смена членов Совета директоров [10]. В новый состав, помимо прочих, вошла группа «антикризисных» управленцев - Мямлин Александр Павлович (глава департамента проблемных активов ВТБ24), Поволокин Сергей Александрович (топ менеджер Открытия), Рыкунов Владимир Владимирович (заместитель председателя правления банка «ФК Открытие»), Ситников Дмитрий Михайлович (заместитель председателя правления Национального Банка «Траст»).

Несколько дней назад, президент общества, Толкачев Владимир Михайлович, дал интервью Интерфаксу [10], в котором, помимо прочего, рассказал о перспективах выхода компании на безубыточный уровень. Позволим себе процитировать несколько ключевых моментов:

«Сейчас преждевременно называть какие-то цифры, но в принципе, и акционеры, и менеджмент компании ставят задачу выйти на положительную чистую прибыль не позднее 2020 года. Мы уже сейчас оптимизируем организационную и юридическую структуру, запустили программу производственной эффективности, строим новую производственную систему компании "ГЕОТЕК". Это позволит выйти на показатели по чистой прибыли, чего компания "ГЕОТЕК" в последние годы не имела. В этом году мы ожидаем EBITDA в несколько миллиардов рублей. Мы также покажем по итогам 2018 года рост выручки по сравнению с 2017 годом. Мы понимаем, что в 2014-2015 годах был определенный спад, но с учетом роста контрактной базы, которую удалось сформировать новой команде, мы сейчас ожидаем поступательный рост выручки как в 2018, так и в 2019 году. Портфель заказов качественно и количественно улучшился, в первую очередь за счет таких заказчиков, как "Роснефть", "ЛУКОЙЛ", "Газпром нефть", "Иркутская нефтяная компания".»

Итак, подведем итог, что мы имеем на сегодняшний момент.

Из минусов можно выделить следующие:

- компания убыточна
- высокая долговая нагрузка

Из плюсов:

- крупная компания, занимающая 35-40% геологоразведки РФ, входящая в перечень системообразующих организаций России
- компания на 100% принадлежит государству
- львиная часть долга принадлежит Открытию, т.е. долг внутренний
- широкие возможности финансирования из ЦБ через Открытие

Сможет ли такая компания обслуживать свой облигационный долг? На наш взгляд, несомненно. Вопрос в том захочет ли. У антикризисного менеджера, всегда есть соблазн оптимизировать долговую нагрузку за счет реструктуризации. Пойдет ли на это Открытие не известно, но даже если захочет, далеко не факт, что сможет набрать 75% голосов. Общий долг ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка», согласно отчету за 3 квартал 2017 года, составляет более 27 ярдов [13]. Облигационный долг составляет всего 3 ярда, из которых более 20% уже погашены амортизационными платежами. На фоне общего долга, сумма не критическая и вписываться из-за нее в повторную реструктуризацию не кажется нам умной затеей. По этим причинам, вероятность повторной реструктуризации видится нам не очень высокой, а банкротства крайне низкой.

Сейчас облигации Геотека торгуются в районе 90% от номинала. С учетом купона КС+3 и амортизационных выплат, итоговую доходность к погашению можно оценить ориентировочно в 18-20% годовых. По нынешним временам совсем неплохая доходность. С учетом всего вышеизложенного, мы рекомендуем задуматься о приобретении облигаций компании «ГЕОТЕК Сейсморазведка» по цене не выше 90% от номинала.

1. <http://www.cbr.ru/press/keypr/>
2. <http://www.ruonia.ru/archive.html>
3. <http://www.rusbonds.ru/enwsinf.asp?emit=104984&nid=4731874>
4. <http://www.rusbonds.ru/enwsinf.asp?emit=94914&nid=4733070>
5. <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/06/22/695636-generalov-prodal-igss>
6. <http://www.interfax.ru/interview/604733>
7. <http://e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=80frjJMbTFyhuGlpf9ZUPO-B-B>
8. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?eventid=rhCm3Y0w70-C53o6ocSWtaA-B-B>
9. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=w3dOpA-Af60-C6or6x-A-A0ssw-B-B>
10. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=RdtqtNkyvEckJt5uwVtJlW-B-B>
11. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=IB-AGleiSbEq-A9LL-ALFArZO-B-B>
12. http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM_52410#CheckedItem
13. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1383310>
14. <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=4741500>

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

goo.gl/d3x4Mg

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

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

