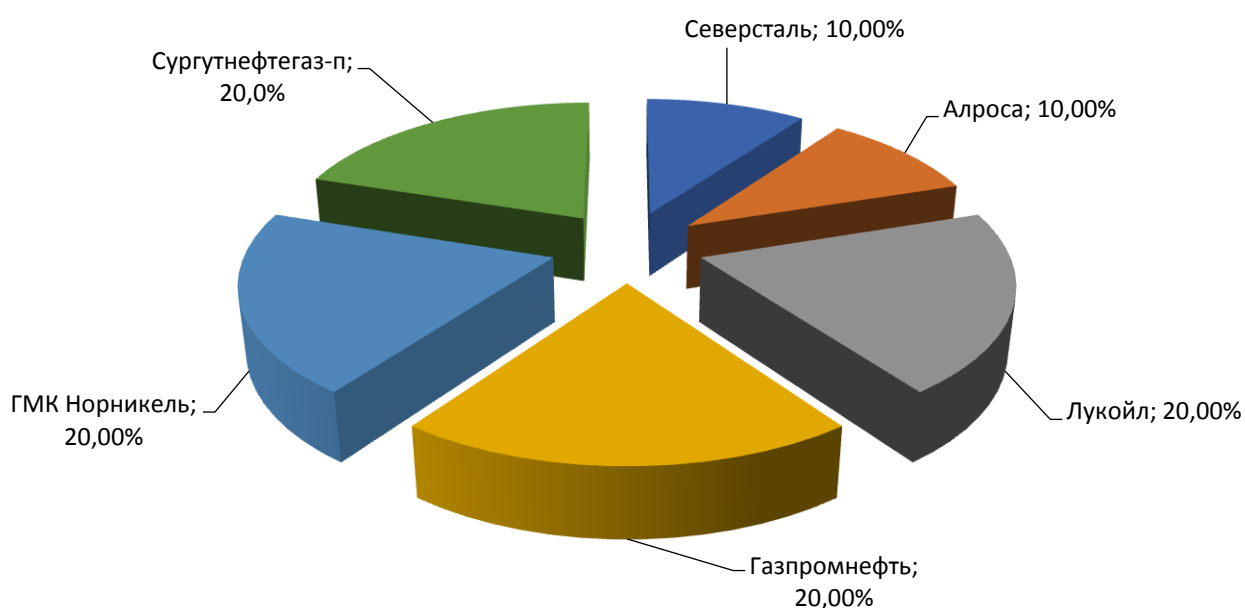


Умеренный инвестиционный портфель от «Пермской фондовой компании» на второе полугодие 2018г.-первое полугодие 2019г.

В базовом случае предлагается равновесная структура портфеля из представленных эмитентов с регулярной ребалансировкой в зависимости от ситуации на финансовых рынках и в отдельных отраслях.

Также рассчитаны оптимальные доли с точки зрения риска при установке целевой доходности не менее 15% годовых. Данный подход предусматривает ежеквартальное обновление и ребалансировку долей. В целях диверсификации размер долей было решено ограничить от 10 до 20%.

Структура инвестиционного портфеля



Северсталь	Сектору металлургии было отдано меньшее предпочтение по сравнению с нефтедобычей в связи со значительной поддержкой последнего ценами на сырьевом рынке. (рост за уровень 70\$ за баррель нефти)
Сургутнефтегаз-п	Привилегированные акции «Сургутнефтегаз» в данном случае являются заменой ОФЗ по аналогии с консервативным портфелем. На выручку компании значительным образом влияет большой депозит (около 40 млрд. долл). Доля зафиксирована на уровне 20%.
ГМК Норникель	Возможный рост финансовых показателей должен подтолкнуть котировки к выходу из диапазона от 8000 до 12000 рублей за акцию.
Газпромнефть	Рост дивидендов в совокупности со значительным сравнительным потенциалом.
Лукойл	Значительные драйверы роста в ближайшей перспективе.
Алроса	Текущая цена в районе нижней границы потенциала роста (96 руб. за акцию). Ожидание публикации позитивных для рынка деталей по дивидендной политике в ближайшее время (как следствие, более щедрых дивидендных выплат).

Размер долей получен в результате решения задачи оптимизации путем подбора оптимального значения долей при минимизации риска портфеля и заданном минимальном уровне доходности по формуле: $\sum_i \sigma_i^2 \omega_i^2 + \sum_i \sum_{j \neq i} \omega_i \omega_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij}$, где σ , ω , ρ – стандартное отклонение, доли в портфеле и ковариации доходностей соответственно.

Обоснование выбора инструментов

Алроса

Введение новой более перспективной дивидендной политики. (Общие положения уже известны, в сентябре ожидается публикация подробностей)

Главная идея – увеличение цен на алмазы на фоне ожидаемого дефицита в связи со стагнацией или падением производства и ростом потребления, что начнется уже в ближайшее время и будет усиливаться, как минимум, десятилетие.

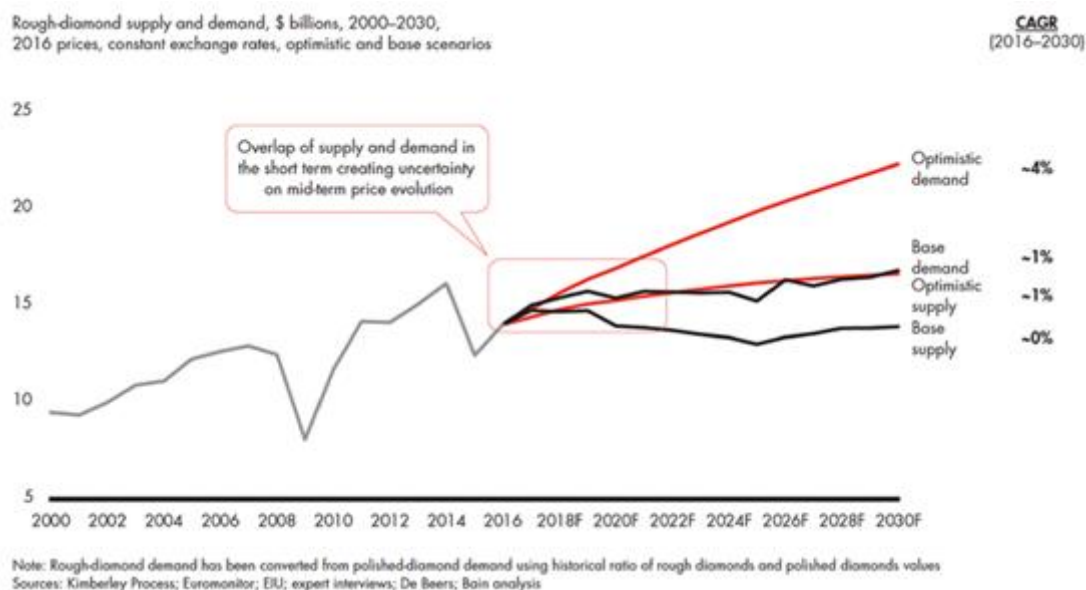


Рисунок 1. Прогноз спроса и предложения на рынке алмазов от «Bain & Company»

Общий вид прогнозов разных аналитических агентств по рынку алмазов представлен на графике. Постепенное увеличение дефицита на рынке должно вызвать рост цен.

«Алроса» подходит к данному этапу на рынке с крайне удобных позиций, а именно уменьшением долговой нагрузки, улучшением дивидендной политики и стабильным планом производства в ближайшие годы.

ALROSA's diamond production to stabilize at 37-38 m carats

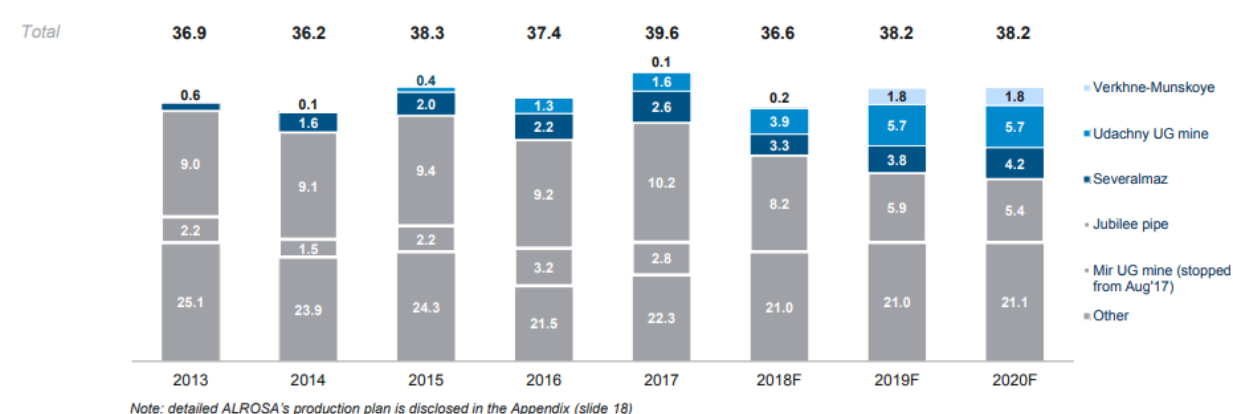


Рисунок 2. Планы добычи алмазов «Алроса»

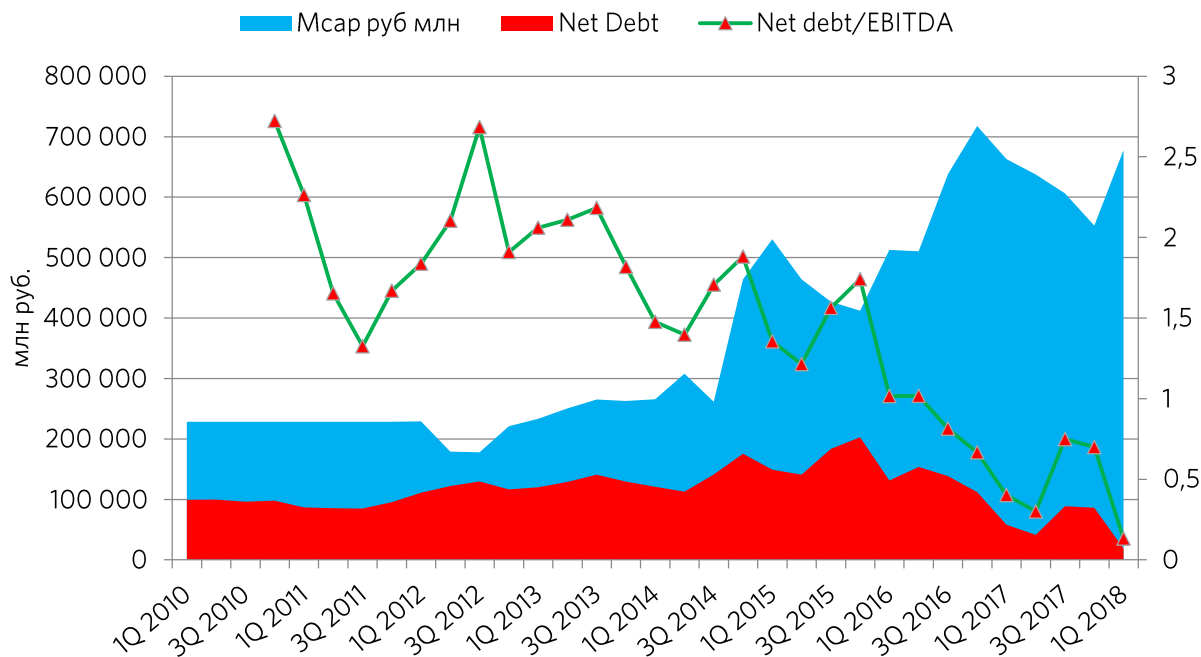


Рисунок 3. Динамика рыночной капитализации и долга «Алроса»

Так как подробности новой дивидендной политики на данный момент неизвестны, нельзя однозначно оценить потенциал роста акций компании с помощью дивидендного подхода, однако можно рассчитать возможный потенциал при разных вариантах выплат по данным за 2017 год, что составит от 90 до 183 рублей за акцию при выплатах от 50% до 100% от свободного денежного потока соответственно (5-10 рублей на акцию). Напомним, что текущий размер дивидендов составил 5,24 рублей на акцию. Настоящие уровни в размере 96 рублей за акцию являются привлекательными для покупки в совокупности с ожиданием выгодной конъюнктуры на рынке алмазов.

Лукойл

В предыдущем обзоре данного [эмитента](#) нами предполагалось краткосрочное снижение котировок с возможным дальнейшим потенциалом роста. На текущий момент ожидаемая коррекция состоялась, благодаря чему приобретение данной бумаги вновь можно считать целесообразным.

Ближайшим драйвером будет выступать погашение 11,82% казначейских акций в совокупности с началом процедуры выкупа. (условия программы будут утверждены до сентября 2018 года)

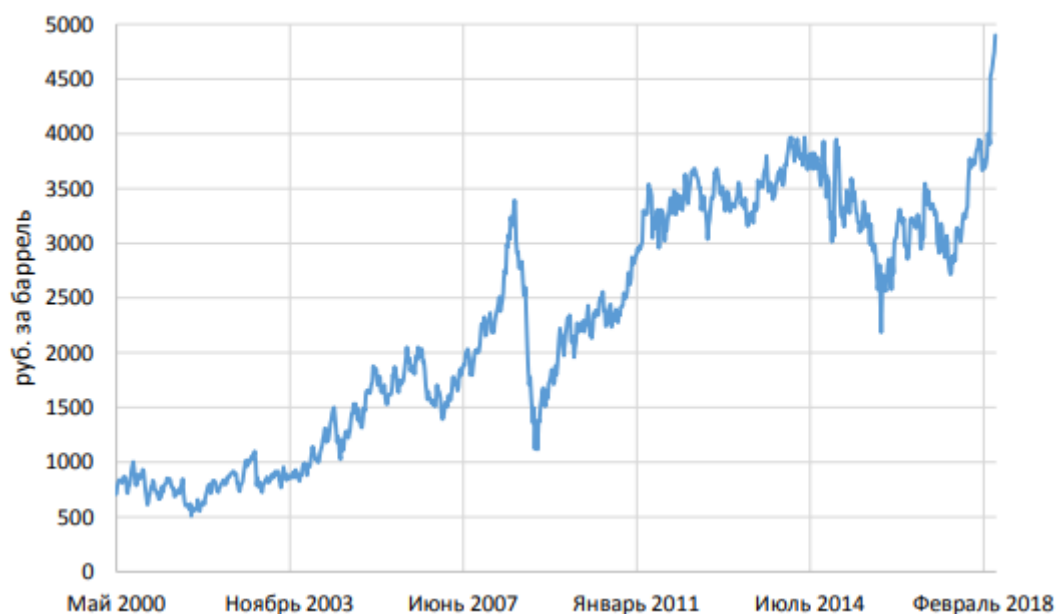


Рисунок 4. Ценовая динамика нефти марки «Brent», выраженная в российских рублях

Дополнительную поддержку может оказать скорый выход отчета за второй квартал 2018 года, в котором ожидается рост финансовых показателей благодаря увеличению цены на нефть в рублях. При этом у компании имеется значительный сравнительный потенциал роста.

	Газпромнефть	Лукойл	Роснефть	Татнефть	Русснефть	Среднее	Потенциал роста
EV/Sales	1,14	0,65	1,27	2,29	1,87	1,47	126%
EV/EBITD A	4,70	5,29	6,15	8,34	9,87	6,39	21%
P/E	5,78	9,01	11,07	12,58	22,25	10,53	33%
P/BV	0,97	1,04	1,00	2,17	3,05	1,29	24%

Таблица 1. Сравнительная таблица сектора нефтедобычи

По завершению процедуры погашения, сравнительные коэффициенты «Лукойла» по текущим ценам изменятся следующим образом.

	Газпромнефть	Лукойл	Роснефть	Татнефть	Русснефть	Среднее	Потенциал роста
EV/Sales	1,14	0,61	1,27	2,29	1,87	1,47	141%
EV/EBITDA	4,70	4,36	6,15	8,34	9,87	6,39	47%
P/E	5,78	7,94	11,07	12,58	22,25	10,53	33%
P/BV	0,97	0,97	1,00	2,17	3,05	1,29	33%

Таблица 2. Сравнительная таблица после завершения программы погашения «Лукойла»

Таким образом, «Лукойл» сместит «Газпромнефть» и станет самой привлекательной стоимостной идеей в секторе. Даже если предположить, что погашение акций не окажет влияние на уровень дивидендов, то ожидаемые дивиденды за 2018 год в размере 230 рублей в совокупности с результатами сравнительного анализа дают основание полагать о том, что котировки обыкновенных акций «Лукойла» могут достичь отметку в 5000 рублей за акцию.

Газпромнефть

«Газпромнефть» является главной стоимостной идеей среди бумаг нефтяного сектора на текущий момент. 3 из 4 представленных сравнительных коэффициентов являются самыми низкими в секторе. (см. Таблица 1)

Постепенное развитие компании в совокупности с недооцененностью может дать свои плоды.

«Газпромнефть» ставит перед собой следующие основные цели:

- Увеличение глубины (эффективности) переработки до 95% (текущая чуть более 80%);
- Рост добычи до 100 млн. т. в год (за 2017 89,8);

В ближайшем времени ожидаются выплаты дивидендов за 9 месяцев 2018 года. Средняя цена на нефть с начала года превосходит среднюю цену за 9 месяцев 2017 года примерно на треть. Это дает основания рассчитывать на более высокий уровень выплат по сравнению с предыдущим годом. За 2017 год был выплачен близкий к минимальному размер в 28,1% чистой прибыли по МСФО. Мы предполагаем, что рост нефтяных котировок положительно повлияет на размер чистой прибыли, в связи с чем можно ожидать около 20 рублей годовых дивидендов за 2018 год в случае сохранения практики выплат близких к минимальному значению согласно дивидендной политике. В совокупности со значительным сравнительным потенциалом можно ожидать движение котировок к отметке около 408 рублей за акцию.

ГМК Норникель

Компания сравнительно не выделяется среди мировых аналогов, однако в ближайшее время должен оказать поддержку рост цен на металлы, добываемые «Норникелем». Помимо этого компания начинает реализовывать накопленные запасы никеля с периода падения цен. В ближайшее время ожидается рост цены палладия и никеля крупными аналитическими агентствами. В добавление к этому, производится выведение на полную мощность нового предприятия по добычи меди и золота – «Быстринский ГОК».

Sales Breakdown by Metals: Palladium The Largest Contributor to Revenue

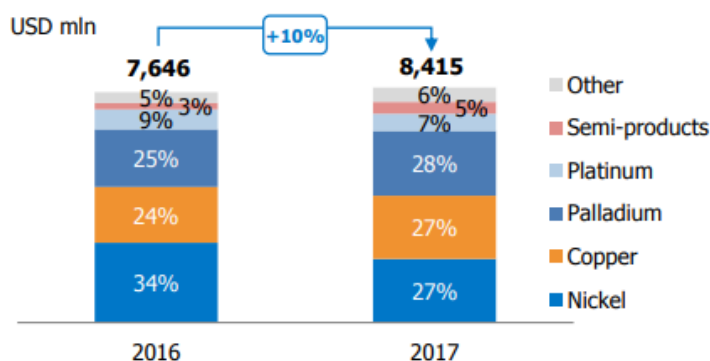


Рисунок 5. Структура выручки «ГМК Норникель»

Exhibit 5: Metals & Mining Commodity Thermometer

Rating	Commodity	Bearish	Neutral	Bullish	Thesis
6	palladium				market features a lack of commercial inventories + persistent forecast deficits, supporting the short-term price outlook. Premium to platinum likely to prompt substitution in gasoline autocats, but process will take many months.
5	diamonds				bullish on improving global demand vs. limited supply growth in 2018.
4	platinum				market will remain in surplus through 2018 as autocat demand falls; but downside appears limited as price is already deep in the industry's cost curve.
4	nickel				price supported by move into market deficit, Filipino mining policy, and interest in potential EV demand; but high inventories remain a near-term drag.
4	aluminium				disappointing China winter cuts weighing on price near-term; but ongoing supply reform should drive a rebound once inventory is drawn down and capacity cuts have a visible impact on output.
3	silver/gold				bullishness of safe haven buying due to rising geopolitical tensions is offset by expectations of further US rate hikes through 2018, ensuring both price signals remain rangebound.
3	steel				China's highly effective industry reform, and a lack of capacity growth elsewhere, has delivered sustainable, positive margins for all major steel-producing centres.
3	copper				price capped by recovering supply and subdued demand moving the market into balance in 2018 – we expect a move lower from current levels.
2	cobalt				short-term tightness persists creating risk of price spike; but throttling of cobalt in batteries + new mine supply should limit price upside.
2	lithium				plenty of supply growth in the pipeline to meet emerging demand from electric vehicles, acting as a drag on prices.

Рисунок 6. Прогноз настроений товарного рынка от Morgan Stanley

На текущий момент цены на медь, никель и палладий находятся выше средних цен реализации 2017 года примерно на 12%, 30% и 16% соответственно, что, несомненно, должно поддержать финансовые результаты компании. На текущий момент дивидендный подход указывает на цену в 11200 рублей за акцию по выплаченным дивидендам за 2017 год. Однако в текущем году компания реализовывает часть накопленных запасов в связи с улучшениями на рынке металлов, что должно положительно сказаться на результатах за год.

В последние годы котировки находятся в диапазоне от 8000 до 12000 рублей за акцию. Мы предполагаем, что описанные выше факторы позволят преодолеть верхнюю границу данного диапазона.

Северсталь

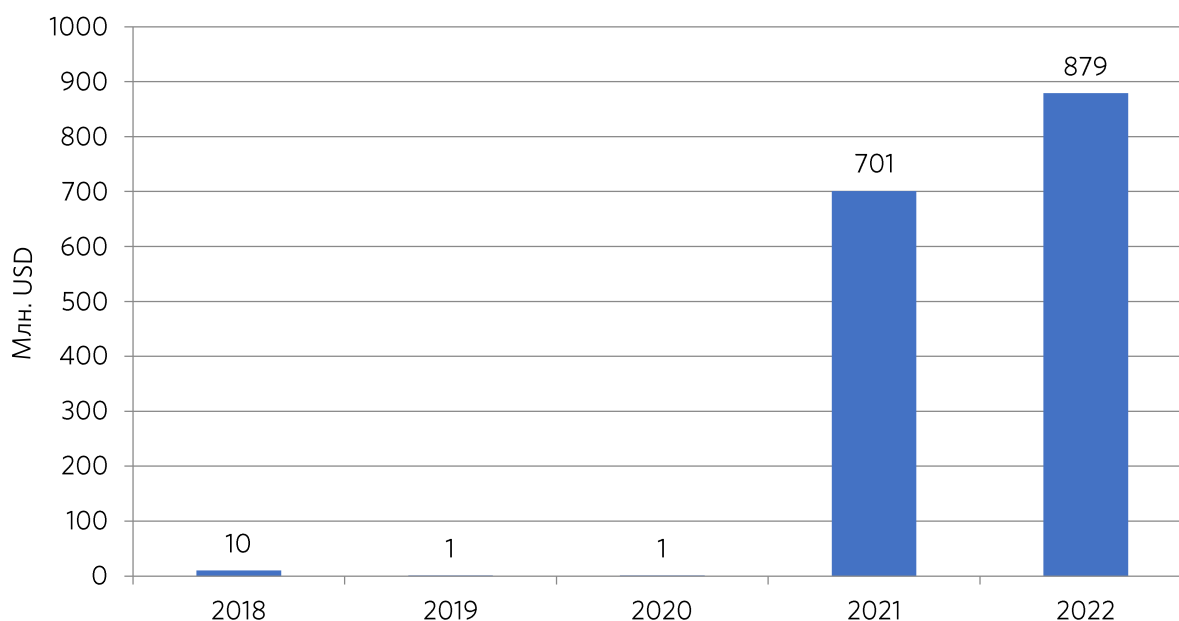
	ММК	НЛМК	Северсталь	Мечел
EV/Sales	1,05	1,7	1,8	1,72
EV/EBITDA	3,96	6,39	5,5	7
P/E	6,74	10,1	9,68	58,2
чистый долг/EBITDA	0,03	0,57	0,29	5,94
Текущая годовая дивидендная доходность по обыкновенным акциям	6,50%	9,90%	15,20%	0

Таблица 3. Сравнительная таблица сектора черной металлургии

«Северсталь» привлекательна с точки зрения роста финансовых показателей. Долгосрочный прогноз роста, составленный компанией, гласит о стабильном росте EBITDA на 10-15% в год в течение ближайших лет. Помимо этого, до 2021 года у компании практически не предвидится плановых выплат по погашению долга, что дает ей дополнительные финансовые возможности.

При средних стоимостных характеристиках, бумаги обладают самой высокой дивидендной доходностью в секторе и одной из самых высоких на всем российском фондовом рынке. Мы сохраняем целевую цену для данного эмитента в размере 1450 рублей на обыкновенную акцию из нашего недавнего [обзора](#).

Структура погашения долга "Северсталь"



Сургутнефтегаз-п

С целью частичного хеджирования рисков на рынке акций подходят привилегированные акции «Сургутнефтегаз». Компания платит дивиденды из чистой прибыли, которая подвержена влиянию изменения валютного курса, так как у компании присутствует долларовый депозит больших размеров (около 40 млрд. долл). Таким образом, во время негативного движения рынка и роста курсов валют относительно рубля компания получает сверхприбыли и, как следствие, выплачивает большие дивиденды. В случае необходимости, средства, находящиеся в данной бумаге, могут быть направлены на увеличение долей бумаг в портфеле или приобретение дополнительных.

Преимущества и недостатки данного типа портфеля

Данный портфель преимущественно состоит из акций крупных надежных компаний, стабильно выплачивающих конкурентный уровень дивидендов. Недостатком может стать концентрация крупных долей на бумагах нефтедобывающего сектора. С другой стороны, данные бумаги могут стать локомотивом роста данного портфеля, так как также имеют определенный потенциал роста. Определенным преимуществом также является различие типов идей-драйверов роста.

Предлагаемая структура может быть изменена в случае формирования благоприятных тенденций и факторов по другим компаниям и отраслям экономики.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

Клиентский отдел

Андрей Викторович Рагозин	Начальник клиентского отдела (342) 210-59-89 rav@pfc.ru
Полина Юрьевна Шарапова	Специалист по розничным продажам (342) 210-59-89 sharapova@pfc.ru
