

## Центр международной торговли (ЦМТ).



Центр международной торговли – это деловой бизнес-центр в Москве на Краснопресненской набережной, вблизи Москва-Сити и Экспоцентра. ЦМТ состоит из трех офисных зданий, конгресс-центра, а также нескольких гостиниц (Crowne Plaza, Союз) и апарт-отелей (Эридан-1, Эридан-2, Международная-2). Основным владельцем является Торгово-промышленная палата РФ.

---

### Имущественный комплекс

---

#### Земельные участки

Гостиница «Crowne Plaza Moscow WTC»  
Клубный корпус отеля «Crowne Plaza Moscow Trade Centre»

#### Административное здание

#### Гостиничный Комплекс «Союз»

ООО «Проминэкспо»  
Апарт-отель «Эридан-1», апарт-отель «Эридан-2»  
ООО «ЦМТ-Краснодар»  
ООО «ЦМТ-Регион-Саранск»  
ООО «ЦМТ-Фитнесс»  
«ЦМТ-Офис 1», «ЦМТ-Офис 2», «ЦМТ-Офис 3»  
«ЦМТ-конгресс холл», «ЦМТ-торговая галерея МОЛЛ»

«ЦМТ-Международная- 2»

«Паркинг 1», «Паркинг 2»

---

На своих площадях ЦМТ реализует следующие направления бизнеса:

- Аренда офисов, квартир и машино-мест
- Гостиничные услуги
- Рестораны
- Проведение выставок и конференций
- Телекоммуникационные услуги для арендаторов
- Фитнес

К слову, это еще одна возможность вложиться в гостиничный бизнес на нашем рынке наряду с АФК Система, в которой, правда, гостиничное подразделение составляет тоже лишь долю выручки и причем довольно малую. В ЦМТ чисто отельное направление дает около 1/5 оборота, что уже ощутимо. На американском рынке hospitality это целый отдельный сектор со своими большими игроками (Marriott, Hilton, Accor и пр.).

## 7 Выручка

тыс. руб.	2016	2015
Выручка от сдачи недвижимости в аренду	3,613,070	3,691,570
Выручка от предоставления услуг гостиниц	1,227,975	1,045,050
Выручка от ресторанной деятельности	620,485	546,934
Выручка от предоставления услуг конгресс-центра	300,197	226,297
Выручка от предоставления услуг связи	132,409	129,668
Прочая выручка	107,201	82,506
	<b>6,001,337</b>	<b>5,722,025</b>

### Акционерный капитал и дивиденды.

	Кол-во	Номинал	Уставный капитал	Доля в УК
ЦМТ ао	1 083 000 000	1.00 Р	1 083 000 000 Р	86.99%
ЦМТ ап	162 000 000	1.00 Р	162 000 000 Р	13.01%
			1 245 000 000 Р	

По уставу, на привилегированную акцию положено не менее 1% от номинальной стоимости привилегированной акции. То есть не менее 1 копейки. Не густо.

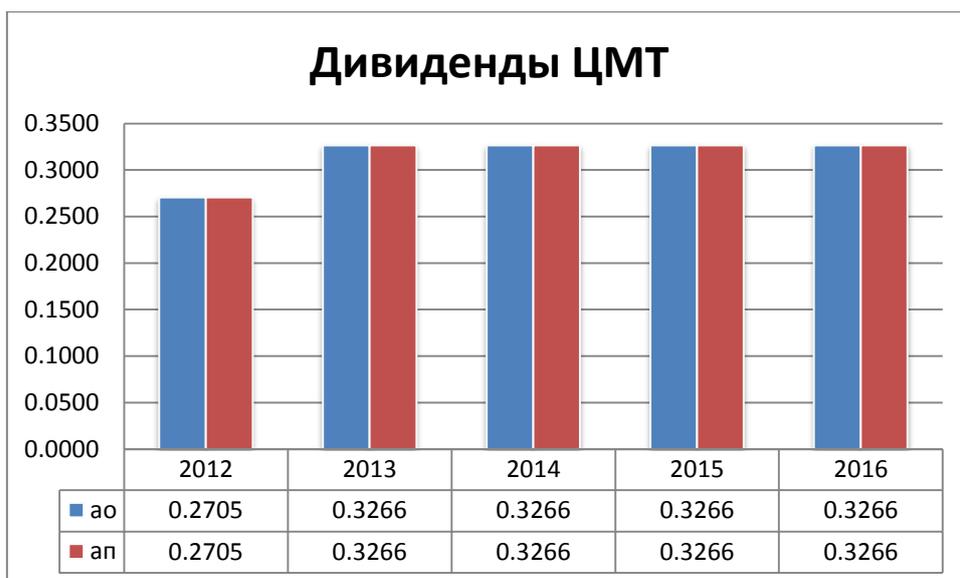
**Дивиденды по привилегированным акциям определяются Общим собранием акционеров в размере не менее 1 процента номинальной стоимости каждой.**

Посмотрим, есть ли доплата до дивиденда по обыкновенной акции? Находим следующее:

**7.2.5. Владельцам привилегированных акций дивиденды выплачиваются из чистой прибыли. Расходование средств резервного фонда на эти цели не допускается.**

**В случае если дивиденды по привилегированным акциям будут меньше дивидендов по обыкновенным акциям, Общее собрание акционеров может принять решение об их увеличении до размера дивидендов по обыкновенным акциям.**

Ключевое слово я выделил красным в тексте. По факту, однако, компания платит больше 1 копейки и уравнивает дивиденд между двумя типами акций.



Какая дивидендная доходность получается по текущим котировкам?

	Цена акции	Дивиденд	Чистая доходность
ЦМТ ао	7.60	0.32658	3.74%
ЦМТ ап	6.32	0.32658	4.50%

Как мы видим, на данный момент под дивиденды ЦМТ не интересен. Однако приятно, что компания их выплачивает и 3-5% дивдоходности никогда не будут лишними.

#### **Финансовые результаты и стоимость компании.**

По РСБУ видим положительную чистую прибыль, это объясняет наличие дивидендных выплат при убытке по МСФО. Проанализируем отчетность по МСФО за 2016 г.:

**ПАО «Центр Международной Торговли»**  
 Консолидированный отчет о прибыли или убытке и прочем совокупном доходе за год, закончившийся 31 декабря 2016 года

тыс. руб.	Прим.	2016	2015
Выручка	7	6,001,337	5,722,025
Себестоимость продаж	9	(2,430,381)	(2,416,836)
<b>Валовая прибыль</b>		<b>3,570,956</b>	<b>3,305,189</b>
Прочие доходы	8	252,607	28,054
Коммерческие расходы	10	(326,086)	(389,402)
Общехозяйственные и административные расходы	11	(2,022,669)	(2,136,907)
Резервы под обесценение и прочие операционные расходы	12	(123,346)	(1,716,834)
Убыток от переоценки инвестиционного имущества	5, 16	(98,472)	(104,438)
Прибыль/ (убыток) от переоценки основных средств	5, 15	60,227	(23,062)
<b>Результаты операционной деятельности</b>		<b>1,313,217</b>	<b>(1,037,400)</b>
Финансовые доходы	13	216,655	1,637,080
Финансовые расходы	13	(1,064,069)	(47,133)
Расчетные неденежные расходы	20	(2,127,785)	-
<b>Чистые финансовые доходы/ (расходы)</b>		<b>(2,975,199)</b>	<b>1,589,947</b>
<b>Прибыль/ (убыток) до налогообложения</b>		<b>(1,661,982)</b>	<b>552,547</b>
Доход/ (расход) по налогу на прибыль	14	236,138	(266,445)
<b>Прибыль/ (убытки) за отчетный год</b>		<b>(1,425,844)</b>	<b>286,102</b>

Валовая прибыль подросла на 8%. В 2015 году был убыток в результатах от операционной деятельности (преимущественно из-за резервов под обесценение ОС), при этом большие финансовые доходы сделали компанию прибыльной. В 2016 обратная ситуация. На операционном уровне все хорошо, однако финансовые расходы и «расчетные неденежные расходы» сформировали весомый убыток по чистой прибыли. Угадайте, что это за строка такая? Подсказываю – Пересвет!

## 20 Прочие внеоборотные активы

По состоянию на 31 декабря 2016 года у Компании имеют место остатки денежных средств с ограничением их использования в АКБ «Пересвет» в сумме 837,894 тыс. руб., а так же по депозитным счетам с учетом накопленных процентов - 2,387,066 тыс. руб. (Примечание 18). Приказом Банка России от 21.10.2016 № ОД-3628 в связи с неудовлетворением требований кредиторов по денежным обязательствам в сроки, превышающие семь дней с момента наступления даты их удовлетворения с 21.10.2016 года назначена временная администрация по управлению АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО) сроком на шесть месяцев с приостановлением полномочий исполнительных органов кредитной организации АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО). Приказом Банка России от 21.10.2016 № ОД-3629 введен мораторий на удовлетворение требований кредиторов кредитной организации АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО) на срок три месяца (до 21.01.2017г.).

Приказом Банка России от 23.01.2017г. № ОД-110 введен повторный мораторий на удовлетворение требований кредиторов кредитной организации АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО) на срок три месяца (до 23.04.2017г.). 19.04.2017 Банк России сообщил в пресс-релизе о начале процедуры финансового оздоровления с применением механизма bail-in в отношении АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО). Более 70 кредиторов банка добровольно изъявили желание принять участие в финансовом оздоровлении банка путем конвертации средств, размещенных в этой кредитной организации, в объеме 69.7 млрд рублей в 15-летние субординированные облигации.

В соответствии с решением Совета директоров ПАО «ЦМТ» от 30.03.2017г. о приобретении облигаций в рамках плана финансового оздоровления АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО) ПАО «ЦМТ» были заключены договоры купли – продажи облигаций.

Всего приобретено ЦБ (облигаций) в общем количестве - 7 922 124 шт. Размещение облигаций происходит в соответствии с Решением о выпуске ЦБ, сроком 15 лет с даты начала размещения, ставка 0.51% годовых.

15% от суммы средств, размещенных в АКБ «ПЕРЕСВЕТ» (АО), подлежат возврату Компании в течение 12 месяцев после отчетной даты и отражены в составе прочих оборотных активов в сумме 483,744 тыс.руб. Остальная часть средств в размере 2,741,216 тыс.руб. отражена в составе прочих внеоборотных активов за вычетом эффекта от дисконтирования ожидаемых будущих денежных потоков в сумме 2,127,785 тыс.руб., отраженного по статье «Расчетные неденежные расходы» (Примечание 13).

Теперь ЦМТ участвует в выздоровлении банка с bail-in. Что ж так много публичных компаний хранили там свои средства? Вопрос без ответа. По крайней мере, стало ясно происхождение этой строчки в P&L.

Тем не менее, финансовые расходы и доходы тоже вызывают вопросы, смотрим соответствующее раскрытие:

### 13 Нетто-величина финансовых доходов

тыс. руб.	2016	2015
<b>Признанные в составе прибыли или убытка за период</b>		
Процентный доход по банковским депозитам	210,083	323,819
Доход от облигаций	6,125	-
Дивидендный доход по финансовым активам	447	393
<u>Прибыль от изменения обменных курсов иностранных валют</u>	-	1,309,330
Доход от изменения справедливой стоимости финансовых активов, оцениваемых по справедливой стоимости с отражением ее изменений в составе прибыли или убытка за период	-	3,538
<b>Финансовые доходы</b>	<b>216,655</b>	<b>1,637,080</b>
<u>Убыток от изменения обменных курсов иностранных валют</u>	<u>(1,010,905)</u>	-
Проценты по актуарным обязательствам	(48,449)	(44,915)
Процентные расходы	(2,287)	(2,218)
Расход от изменения справедливой стоимости финансовых активов, оцениваемых по справедливой стоимости с отражением ее изменений в составе прибыли или убытка за период	(2,428)	-
<b>Финансовые расходы</b>	<b>(1,064,069)</b>	<b>(47,133)</b>
Расчетные неденежные расходы (Примечание 20)	(2,127,785)	-
<b>Нетто-величина финансовых доходов, признанная в составе прибыли или убытка за период</b>	<b>(2,975,199)</b>	<b>1,589,947</b>

Два вывода: 1) такие большие значения – это в основном прибыль/убыток от изменения курса рубля, 2) у компании низкие процентные платежи, которые покрываются доходом с депозитов.

Операционный денежный поток при всем этом составляет примерно 1 млрд. руб.

Посчитаем EBITDA = EBT + Interest + DA (показатели в тыс. руб.)

	2015	1H2016	2016	1H2017
<b>Sales</b>	5 722 025	2 906 392	6 001 337	3 065 996
<b>EBT</b>	552 547	226 454	- 1 661 982	843 951
Финансовые доходы	1 637 080	102 274	216 655	99 106
Финансовые расходы	47 133	646 898	1 064 069	180 229
Прочее	-	-	- 2 127 785	112 072
<b>Interest</b>	- 1 589 947	544 624	2 975 199	- 30 949
<b>EBIT</b>	- 1 037 400	771 078	1 313 217	813 002
<b>DA</b>	542 651	247 711	319 215	256 714
<b>EBITDA</b>	- 494 749	1 018 789	1 632 432	1 069 716

Итак, мы видим, что

- На самом деле компания в 2016 году сгенерировала неплохую прибыль. Получается, мы исключили изменения курса рубля и разовые потери в Пересвете.

- Тем не менее, компания в 2015 г. отработала в убыток по EBITDA. Чистую прибыль в плюс вывели валютные переоценки.
- В последнее время чистая прибыль компании достаточно сильно подвержена бумажным факторам и лучше смотреть на EBITDA.
- EBITDA за 1 пол. 2017 г. примерно на уровне соответствующего периода прошлого года. По обороту видим рост, но весьма скромный, порядка 5%. Т.е. рост бизнеса как драйвер здесь не прослеживается.

Смотрим свежий баланс.

тыс. руб.	Прим.	30 июня 2017 года	31 декабря 2016 года (пересчитано)
<b>Активы</b>			
Основные средства	16, 33(b), 33(d)	10,070,445	10,158,827
Инвестиционное имущество	17	36,307,888	36,016,087
Нематериальные активы		35,706	42,899
Прочие инвестиции	18	1,128,532	470,468
Отложенные налоговые активы		3,747	3,667
Авансы, выданные под приобретение основных средств и инвестиционного имущества		105,877	48,328
Прочая дебиторская задолженность	20	31,174	29,653
Прочие внеоборотные активы		-	613,431
<b>Внеоборотные активы</b>		<b>47,683,369</b>	<b>47,383,360</b>

У компании балансовая стоимость существенно превышает рыночную капитализацию и EV, достаточно взглянуть на статьи «Основные средства» и «Инвестиционное имущество», куда преимущественно и заложены оценки самой недвижимости. Кстати, в отчётности за 2016 г. эти цифры в совокупности были примерно на 5-6 млрд выше, затем их задним числом пересчитали. Разделив на все акции, мы получаем стоимость имущества в размере около 37 руб. на акцию, то есть раз в ~5 выше рыночной цены. Некоторым этакая «недооценка» кажется привлекательной. А что думаете вы?

Кстати, общая площадь объектов, входящих в комплекс, составляет порядка 330 тыс. квадратных метров. Нехитрый расчёт говорит нам о том, что комплекс оценен в ~**28 000 руб./м2**. Много это или мало?

Думаю, разумно было бы посмотреть на фактические сделки по купле-продаже крупных пакетов. Такие примеры есть. В 2012 г. Москва продала свою долю 9.64% акций Центра международной торговли. По моим расчетам, сделка прошла исходя из общей оценки в 15 млрд руб. (**13.87 руб. за акцию**), что примерно в полтора раза выше актуальной тогда биржевой цены, но также существенно ниже балансовой стоимости на акцию.

По пассивам:

- Существенная нераспределенная прибыль в размере около 40 млрд. Компания исторически платит около 350 млн. на дивиденды (~ 20-35% EBITDA) и не нагружена амбициозными инвестпрограммами.
- **Долгов на балансе практически нет.** Но чистый оборотный капитал отрицательный, разрыв около 1 млрд руб., что ощутимо.

Интересно, есть ли недооценка ЦМТ как бизнеса?

### Мультипликаторы.

Итак, в фокусе, как обычно, чистый долг и стоимостные мультипликаторы.

	2016	1H2017
SR Debt	381	381
LR Debt	-	-
Cash and cash equivalents	1 099 470	2 809 055
<b>Net Debt</b>	<b>- 1 099 089</b>	<b>- 2 808 674</b>

Number of shares	1 083 000 000	1 083 000 000
Share price	7.60	7.60
<b>MCap</b>	<b>8 230 800</b>	<b>8 230 800</b>

	2016	1H2017
EBITDA LTM	1 632 432	1 683 359
Enterprise Value	8 113 431	6 403 846
<b>EV/EBITDA</b>	<b>4.97</b>	<b>3.80</b>
<b>Net Debt/EBITDA</b>	<b>-0.67</b>	<b>-1.67</b>

- В 1 полугодии 2017 показатели улучшились, однако это эффект учёта ближайших к погашению депозитов в денежных эквивалентах. Я бы ориентировался, что компания сейчас оценена примерно в 4-5 прибылей.

## **Заключение.**

Центр международной торговли – это не компания роста с затыжными инвестиционными проектами. «Капексы» компании – это открытие новых депозитов и покупка облигаций, посмотрите отчёт о денежных потоках.

Тем не менее, сам вид бизнеса намекает нам на его потенциал как дивидендной фишки, такой стабильной cash cow. С другой стороны, как компания может стать интересной под дивиденды? Рост показателей – вряд ли, увеличение нормы выплаты – возможно, но предпосылок не просматривается, падение цены акции – тоже вряд ли, компания сейчас торгуется по ценам кризисного 2008 г., а для хорошей дивидендности цене надо сильно упасть.

Приходим к тому, что для какой-либо идеи в ЦМТ необходимы драйверы. Дешевизна компании по отношению к балансовой стоимости есть, но по какой причине она уйдёт? Тем более в секторе девелопмента/недвижимости есть свои интересные бумаги (Мостотрест?)

Несмотря на это, ЦМТ – это интересный объект сам по себе, и я его добавил в свой внутренний watchlist.

Руслан Якубов

октябрь 2017