

# Регулярный #4

## В чем наша цель?

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.

## О нас

Мы - небольшая группа единомышленников, непрофессиональных участников рынка. Наша цель - в течение 12 месяцев развить экспертизу и формат этих обзоров, довести их полезность до создания информационного продукта. Мы заинтересованы в сотрудничестве с экспертами с исключительной экспертизой в области рынков. Если вы хотите присоединиться к нашей команде, оставляйте свою заявку здесь: [goo.gl/wYmNN6](http://goo.gl/wYmNN6).

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале:

[goo.gl/5VAVfY](http://goo.gl/5VAVfY)

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

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

## Оглавление

3.....	Супер санкции
7.....	Тактика в мае
10.....	Акции
14.....	Облигации

## Резюме

Для долгосрочного инвестора сейчас не самый лучший момент для входа в рынок акций. Рублевые цены выросли на фоне одновременного роста рисков = > премии за риск стали еще менее соразмерны самим рискам.

В среднем, как и месяц назад, наиболее оптимальной нам кажется выжидательная стратегия с удержанием коротких ОФЗ. Покупка валюты по текущему курсу не выглядит интересной.

Серьезное отклонение имеем по ценам на нефть в рублях.

## Главные события апреля

6 апреля новые **беспрецедентные** санкции со стороны США на 26 физлиц и 15 компаний (подробности ниже, см. "Суперсанкции"). Вопреки логике, события 6 апреля привели не к оттоку средств иностранных инвесторов с российского рынка, а к его притоку, о чем свидетельствуют данные EPFR за неделю с 5 по 11 апреля (+\$160M против \$70M неделей ранее). Доллар вырос за 2 дня на 8,5% - максимальный рост с января 2015 года.



11 апреля твит Трампа: остановим гонку вооружений?

12 апреля: минфин США не поддержал санкции против госдолга РФ

14 апреля: США+Британия+Франция наносят буафорские ракетные удары по Сирии. К счастью, военная акция против Сирии прошла по самому безобидному сценарию из всех возможных - никто не пострадал. Хотя в момент нарастания ситуации все выглядело так, что ситуация может дойти до прямого военного столкновения между США и Россией - предпосылки для этого были.

16 апреля появилась новость что Трамп не намерен вводить дополнительные санкции против РФ

Довольно серьезные события происходят на рынке Аргентины. С начала декабря курс доллара к песо вырос более чем на 25%. Рост курса только в мае доходил до +10%, что вынудило ЦБ Аргентины повысить ставку 3 раза всего за одну неделю - с 27% до 40%. Турецкая лира также находится под давлением - с начала апреля курс лиры потерял около 7% к доллару.

С середины апреля мы видим серьезное укрепление индекса доллара (+4%) - последний раз такие забеги мы видели в 2016-м.

Другое замечательное событие апреля - рост нефти до новых максимумов с 2014, его мы чуть подробнее обсудим ниже.

## Суперсанкции: Русал, En+, Группа ГАЗ

- 6 апреля объявлены новые санкции: туда попали 26 физлиц и 15 компаний.
- лица:
  - Дерипаска (En+, Русал, Газ, Иркутскэнерго)
  - Вексельберг (Химпром)
  - Керимов (Полюс)
  - Костин (ВТБ)
  - Богданов (Сургутнефтегаз)
- компании
  - Русал, En+, Группа ГАЗ
- Любым американским субъектам запрещено взаимодействовать с лицами из SDN листа
- Все лица США должны продать все ценные бумаги из SDN листа
- Все активы лиц из SDN на территории США должны быть заморожены
- Нерезиденты США могут попасть под санкции если будут осуществлять существенные транзакции с лицами из списка.
  
- Указанные компании становятся для всего мира токсичными активами. Если коротко, они просто перестают существовать для всех субъектов цивилизованного мира.
- Русал полностью зависит от экспорта: 45% - европа, 17% - США, 18% - Китай
- Субъекты США должны выйти из акций и облигаций компании до 7 мая
- LME прекратило торговлю металлом Русала
- Bloomberg даже убрал информацию о ценных бумагах компаний (Reuters оставил)
- Европейские, азиатские потребители отказались от закупок металла
- Maersk и Mediterranean отказалась транспортировать алюминий Русала
  
- Министр финансов А.Силуанов съездил в США, поговорил с американскими коллегами в рамках встречи МВФ в Вашингтоне 17-22 апреля.
- 23 апреля Минфин США делает заявление, что целью был Дерипаска, а не Русал, и готов рассмотреть исключение Русала из SDN-листа.
- После этого Минфин США заявил, что работать с Русалом теперь можно до 23 октября
- Министр финансов США предложил Дерипаске снизить долю в Русал ниже контрольной, чтобы вывести компанию из-под санкций
- 26 апреля сам Дерипаска делает заявление что не намерен отказываться от контроля над Русалом.
- 27 апреля Дерипаска согласился снизить свою долю в En+.
- Минфин на месяц продлил срок продажи активов - Русала и En+ - до 7 июня

Стоит отметить, что санкции против Русала и Дерипаски возникли не на пустом месте. Этому предшествовал секс-скандал с участием Дерипаски за которым с лагом последовало расследование Навального о связи Дерипаски с Приходько и о вмешательстве в выборы президента США.

**Прецедентов исключения из санкционного списка пока нет.** Переориентация сбыта и провал всех показателей Русала может составить около 6 месяцев. Часть потока алюминия может быть переориентирована на Китай, но со скидкой.

Русал оказался в щекотливом положении. En+ - это холдинг, искусственная производная на Русал. Холдинги всегда несут в себе доп.риски.

**По нашему мнению акции Русала на 4 мая упали несоизмеримо мало тому риску, с которым столкнулись акционеры этой компании**, что, конечно, подразумевает полную нецелесообразность покупки этих акций.

Почему были введены суперсанкции?

Сюда можно приплести историю с отравлением Сергея Скрипаля и поддержку Асада в момент применения химического оружия в Сирии. Кроме того, Дерипаску можно связать с якобы вмешательством России в выборы в США. Но скорее стоит полагать, что конкретного триггера не было.

**Атака на Русал очень логично ложиться на намерение Трампа восстановить алюминиевую промышленность в США.** Отсюда возникает вопрос - почему бы американцам не ввести санкции против Северстали или НЛМК, что также ответило бы их интересам? Возможно, это вопрос времени. Но, похоже, американцы сами не очень хорошо подумали о последствиях, когда вводили санкции против Русала. Цены на алюминий в моменте подскочили на 25% после новостей 6 апреля, что, возможно, заставило минфин США впоследствии "включить заднюю" и пойти на смягчение риторики.

## Фундаментальные изменения в апреле для российского рынка

Что такое цена акции?

Цена акции - это "долька" в компании.

Компания оценивается рынком в общем случае как приведенная к текущему моменту стоимость будущих ожидаемых доходов.

Для наших целей сильно упростим формулу оценки компании:

$$P = E / r$$

где P-стоимость компании, E - это будущий ежегодный доход, а r - это ставка дисконтирования

Например: по данной формуле инвестор будет готов заплатить 10 млн рублей за актив, приносящий годовой доход 1 млн рублей при ставке дисконтирования 10%.

E российских компаний зависит от:

- цен на нефть
- курса доллара к рублю
- роста экономики (который тоже зависит от цен на нефть)

r зависит от:

- уровня процентных ставок (который зависит от инфляции)
- сумма риска, связанного с инвестированием в нашу страну, в нашу валюту и в конкретную компанию

Что произошло в апреле с указанными параметрами?

Звено	Изменение	%	
<b>нефть Brent</b>	\$69,33 -> \$74,63	<b>+7,6%</b>	Позитивно для общей экономики, для бюджета, для оценки, особенно позитивно для нефтегазовых компаний
<b>USD/RUB</b>	₽57,15 -> ₽62,27	<b>+9%</b>	<b>Очень позитивно для всех экспортеров - &gt; больше E из-за роста рублевой выручки и сохранения рублевых издержек.</b> <b>USD +5 RUB =</b>

			<b>+5% EBITDA для нефтегаза</b> <b>+11% EBITDA для металлургов<sup>1</sup></b>
			Негативно для всех кто ориентирован на внутренний рынок, особенно с \$ капзатратами USD +5 RUB -8% EPS для банков -10% для ритейла -13% для телекома
проц ставки	7,25%		Прогноз по ставке ухудшился из-за роста доллара и ухудшения прогноза по инфляции. Пока в этом году ожидается всего 1 снижение ставки ЦБ.
сумма риска	↑	↑	<b>Риски для всего российского рынка выросли. Оценить их количественно проблематично.</b>

#### Итак, что произошло в апреле?

Из-за санкционных действий США резко выросли страновые риски, что находит свое отражение в росте "суммы риска" и ставки дисконтирования г. В теории это должно приводить к снижению капитализации рынка.

#### Почему риск вырос?

- по пути Русала могут пойти другие компании, такие как Полюс, Сбербанк, ВТБ, Мегафон
- всплеск волатильности рубля подрывает доверие к рублевым активам
- ответные меры российских властей - фактор неопределенности

Действия США создали краткосрочный отток средств из российских активов, который из-за эффекта "бутылочного горлышка" привел к небывалому взлету USD/RUB на 12% в течение 3 торговых сессий. Резкое снижение курса рубля - **это очень позитивный фактор для всех экспортеров, у которых вырастет маржа.**

Геополитика и снижение мировых запасов нефти привели к росту цен на нефть до новых максимумов с 2014 года, что позитивно как для всего российского рынка, так и для нефтегазовых компаний в частности. Все это происходит на фоне роста мировой экономики, что дает инвесторам уверенность в текущей стабильности доходов компаний (E).

В таблице по ссылке [goo.gl/rmMeLy](http://goo.gl/rmMeLy) вы можете убедиться в том, что экспортеры за этот месяц завершили в отличном плюсе:

<sup>1</sup> Оценки Goldman Sachs

№	Время	Название	Тикер	Цена, посл	Изм, %	Объем, млн руб	1 нед, %	1 м, % ↓
1	18:45:26	Роснефть	ROSN	383	+0.52%	1 409.72	+8.7%	+22.0%
2	18:46:00	СевСт-ао	CHMF	1011.9	+2.42%	666.10	+4.8%	+16.0%
3	18:45:01	Татнфт Зап	TATNP	475.5	+2.39%	46.63	+5.0%	+14.3%
4	18:45:51	НЛМК ао	NLMK	161.16	-1.4%	640.30	+4.2%	+12.3%
5	18:45:15	ММК	MAGN	48.68	+3.4%	337.12	+5.3%	+10.3%
6	18:45:59	Татнфт Зао	TATN	671.05	-1.42%	499.65	+1.5%	-9.7%
7	16:57:17	КузбТК ао	KBTK	170.5	+0.29%	0.03	+11.1%	+7.9%
8	18:45:00	ФосАгро ао	PHOR	2500	+1.54%	30.37	+4.1%	+7.9%
9	18:45:35	Башнефт ап	BANEP	1835	+1.16%	37.55	+6.3%	+6.9%
10	18:39:53	Polymetal	POLY	628.7	+0.91%	74.27	+4.0%	+6.3%
11	18:45:33	ЛУКОЙЛ	LKOH	4156.5	-0.53%	2 242.49	+3.9%	+4.9%
12	18:45:18	Сургнуфгз-п	SNGSP	31.015	+0.11%	383.35	+2.4%	+4.9%
13	18:45:56	ИнтерРАОао	IRA0	4	+1.63%	260.17	+1.5%	+4.7%
14	18:45:29	Акрон	AKRN	4344	+0.32%	2.43	+1.9%	+4.5%
15	18:45:58	Новатэк ао	NVTK	770	+0.51%	457.74	+3.5%	+4.4%
16	18:45:09	Газпрнефть	SIBN	308.2	+0.72%	59.23	+2.8%	+4.2%
17	18:45:18	Сургнуфгз	SNGS	29.44	-0.37%	412.07	+0.6%	+3.8%
18	18:45:49	ГАЗПРОМ ао	GAZP	145.93	+1.13%	2 219.41	+1.2%	+2.5%
19	18:45:13	Распадская	RASP	97.31	-0.18%	88.78	+5.3%	+1.8%
20	18:45:51	ГМКНорНик	GMKN	10814	-1.23%	858.90	-0.4%	+0.5%

В следующей таблице вы можете увидеть динамику ликвидных компаний, ориентированных на внутренний рынок: [goo.gl/qDa21u](http://goo.gl/qDa21u). Число растущих акций меньше.

В сумме, мы имеем следующее: по итогам апреля индекс ММВБ вырос на 1% при реализованном внутри месяца падении на 9%. Падающий рубль полностью "амортизировал" падение рублевого индекса. Индекс РТС, номинированный в долларах, упал за месяц на 7% при максимальном риске 17%.

В обзоре Регулярный #4 ([mozgovik.com/a/20180405.pdf](http://mozgovik.com/a/20180405.pdf)) мы указывали на то, что:

- "С учетом изменений информационного поля считаем разумным снижение доли акций в портфеле и увеличение доли безрисковой доходности, например в виде коротких ОФЗ"
- ситуация для российского рынка и долгосрочного инвестора может улучшиться, если мировая экономика удержится "в седле" еще хотя бы пару лет, а геополитическое давление на Россию ослабнет
- оценка российского рынка не выглядит низкой
- рецессия в США наступит не раньше 2019 года.

## идеальная тактика в апреле

**Зададимся вопросом, каким бы мог быть идеальный предыдущий Регулярный #3?**

Зная то, что мы знаем, мы можем точно сказать, какие действия инвесторов могли бы быть оптимальными на начало прошлого месяца и в течение месяца.

- покупка USDRUB

- продажа USDRUB после “неадекватного” роста
- покупка акций экспортеров после одного дня обвального падения (9 апреля), ловля маржин-коллов в акциях
- лучшей покупкой оказались бы акции Роснефти, Северстали, НЛМК

Зная то, что мы знаем, мы можем подвести итог, что **было худшей тактикой в апреле:**

- A. продажа дальних путов на индекс РТС и продажа дальних коллов на доллар рубль (ставка против резкого падения рынка РТС или против резкого взлета USDRUB)
- B. нахождение в акциях EN+ (до -60% потерь), в Русале (до -55% потерь), в ГАЗе (до -38% потерь), Полюс Золото (до -29%), Сбербанк (до -25%), Иркутскэнерго (до -19% потерь), Мегафон (до -18% потерь), Мосэнерго (до -16%), Мостотрест (до -15%).
- C. покупка долларового индекса RTS
- D. шорт пары USDRUB

Наша тактика на апрель (Регулярный #4 [mozgovik.com/a/20180405.pdf](http://mozgovik.com/a/20180405.pdf)) была в том, чтобы выйти из риска и держать ОФЗ. Это была не самая плохая тактика, поскольку она позволила бы обойти серьезных потерь, если бы в вашем портфеле оказались бумаги из пункта B. Обратите внимание, что если бы события 9 апреля случились до выхода Регулярный #4, то мы просто не успели бы выпустить предостережение. В своем блоге я писал о ликвидации портфеля акций еще 14 марта: [smart-lab.ru/blog/458137.php](http://smart-lab.ru/blog/458137.php).

Я нигде не стал писать о том, что купил доллар. Почему? Потому что исторически, доллар - это ставка на резко негативное событие, предсказывать которые очень сложно, если вообще возможно. Поэтому, если не рассчитывать на везение и не играть в угадку, в среднем в качестве защитной стратегии покупка коротких ОФЗ является более правильным решением, чем покупка доллара. События 6-9 апреля стали большой неожиданностью (шоком) для рынка, однако ситуация эта, конечно, возникла не на пустом месте, она назревала несколько предшествующих недель.

Вообще говоря, один из главных уроков состоит в том, что во время падения в понедельник 9 апреля надо было отбросить все страхи, и садится за калькулятор, потому что некоторые интересные активы из-за маржин-коллов можно было купить по интересным ценам (главным образом в металлургии и нефтянке).

## Тактика в мае

В настоящий момент формирование стратегии по РФР стало еще более затруднительным в силу двух противоречивых обстоятельств:

- Риски выросли, создан опасный прецедент в отношении российских акций
- Индекс ММВБ вырос
- Корреляция между рублем и нефтью - рекордно негативная

Плавающий курс рубля (свободно падающий), создает отличный защитный буфер для спасения рублевых акций экспортеров. Что происходило в декабре 2014 года во время острой девальвации рубля? Население побежало в магазины за товарами, которые еще не успели подорожать в рублях вслед за растущим курсом (например, телевизоры). То же происходило и с российскими экспортерами в апреле. Рубль за 3 дня обесценился. Покупать чистый доллар - чаще всего одноразовая защитная стратегия, наши инвесторы в основном сидят в рубле и рублевых активах. Поэтому, когда \$ резко вырос, инвесторы побежали спасать свои рубли в магазины, и начали покупать “телевизоры” в лице Газпрома, Роснефти, Татнефти и прочих нефтегазовых бумаг. И это вполне разумно. Как следствие, цены на эти акции начали расти с некоторым отставанием от курса доллара.



Совокупность геополитических рисков привела к тому, что в данный момент мы наблюдаем рекордный перекос цены нефти, выраженной в рублях:



На графике изображена динамика стоимости 1 барреля Brent, выраженная в рублях. Для этого цену нефти умножили на курс доллара.

Это соотношение сильнейшим образом оторвалось от своих средних значений. На рынке сейчас популярна идея шорта соотношения Brent\*USDRUB в надежде на схождение к средним, фундаментально обоснованным значениям. Однако не стоит ждать быстрого падения этого соотношения. И вот почему.

В марте минфин покупал валюты на 9,6 млрд руб в день., из них 4,3 млрд руб идут на покупку долларов. В апреле ежедневный объем покупки минфином составил 11,5 млрд руб., или 5,2 млрд руб на \$. Получается, что минфин "забирает" около 1/4 положительного сальдо торгового баланса РФ. Валюта закупается на доп доходы от нефти дороже \$43,8. Чем дороже нефть, тем выше объемы покупок.

В мае объем закупки может вырасти еще больше, т.к. нефть в апреле выросла еще на 7%.

**Этот фактор в мае будет препятствовать существенному снижению курса доллара и евро.**

Тем не менее, дальнейший рост бочки нефти в рублях будет фундаментально обоснован только в случае если санкции США дойдут до физических ограничений поставок углеводородов из России (эмбарго по иранскому сценарию). В этом случае одновременно еще больше упадет рубль и вырастет нефть.

С другой стороны, стоит понимать, что при такой нефти мы имеем колоссальный приток валюты в страну по положительному сальдо торгового баланса. **В нормальных условиях при устойчивой нефти на**



уровне \$70 за баррель, мы должны иметь курс доллара на уровне не выше 50 рублей. А реально имеем курс 64 на 2 мая.

Если вы сочтете интересной идею зашортить нефть в рублях, то сделать это можно следующим образом.

Сумма шорта по нефти: 1 млн руб.

Фьючерс нефти выраженный в фьючерсе на доллар будет стоить ~4700 руб (по ценам на 2 мая).

На **1 млн руб** мы зашорим 210 баррелей (1 000 000/ 4 700) или **21 июньский контракт** нефти Brent с исполнением 1 июня 2018 (в 1 контракте 10 баррелей нефти).

Этот шорт надо перекрыть рублем. При цене контракта Si 64400 на 1 млн руб мы продадим **16 июньских контрактов** с исполнением 21 июня 2016 (это эквивалентно \$16 000).

Далее, изменения в цене "рублебочки" будут приводить к обратно пропорциональным изменениям на 1 млн руб. Так, дальнейший ее рост на 10% до **5157** руб приведет к убытку 100 тыс руб, падение на 10%, а снижение до **4220** приведет к прибыли 100 тыс руб.

Масштабировать величины пропорционально можно за счет пропорционального изменения контрактов в шорте Brent (21) и шорте Si (16)

Сразу хочу предупредить, что при таком хорошем тренде по нефти, увидеть рублебочку на 5160 вполне реально, поэтому к такому сценарию надо быть готовым.



Шорт "рублебочки" несет в себе понятный краткосрочный риск: если нефть будет расти, то расти она может гораздо быстрее, чем будет укрепляться рубль. Это обстоятельство является риском в этой стратегии, поэтому "рублебочку" нельзя шортить агрессивно и с плечом. Однако логика и фундаментал должны со временем вернуть эту величину к среднему.

Нужно понимать, что в каком-то смысле, шорт рублебочки - это слабо-захеджированный шорт нефти.

Рост геополитических рисков вокруг России и Ирана будут толкать нефть вверх, а рубль вниз. Для Ирана ключевой является дата 12 мая, - предельный срок, когда Трамп должен принять решение по санкциям, которые могут ограничить поставки нефти из этой страны. Иран сейчас 3-й по величине добытчик внутри ОПЕК, добывает рекордные 2,6 млн баррелей в сутки. Жесткие меры по Ирану вполне могут

запустить нефть до \$80 за баррель. Администрация США должна понимать, что высокие цены на нефть не в интересах США, поэтому возможно это удержит империю от жестких решений. Текущая геополитическая премия в ценах на нефть по некоторым оценкам составляет около \$10, поэтому принятие позитивных (мирных) решений может развернуть нефть, что будет позитивно для стратегии шорта “рублебочки”.

Да и в целом, стоит понимать, что любой рост нефти не будет приводить к эквивалентному укреплению рубля из-за описанных выше причин, поэтому фактически **любой рост цен на нефть является риском для данной стратегии.**

## Акции

С точки зрения тактики, стоит понимать, что российский рынок смог устоять и даже вырасти несмотря на мощнейший негатив 6 апреля. Это мощный аргумент в пользу бычьего рынка. Это подкрепляется фундаментальными факторами (высокая нефть, низкий рубль, общий тренд в мировой экономике и на мировых рынках). Для долгосрочного инвестора текущие цены не являются привлекательными, рынок не дешевый (об этом подробно мы писали в Регулярный #3), но **это не значит что он не будет еще дороже.**

**\*\*\*В нашей команде по-прежнему нет специалиста по акциям, поэтому полноценного анализа акций вы у нас сейчас не найдете\*\*\***

В колонке **фундаментальные изменения в апреле** мы сделали ряд наблюдений. Как они повлияют на секторы российского рынка?

- нефтегаз -позитивно
- металлургия - позитивно
- химия - позитивно
- банки - **негативно**
- химия - позитивно
- электрогенерация и сети - **негативно**
- телеком - **негативно**
- розница - нейтрально(?)

### Банки.

1. Санкционные компании, такие как Русал, в основном должны госбанкам. Проблемы Русала могут стать проблемами госбанков. 2,5% от активов или 15% капитала Сбербанка в активах, связанных с попавшими в SDN-list компаниями. Даже в худшем сценарии эти активы полностью не обесценятся, т.к. будет поддержка правительства и под активами есть залого. ВТБ может иметь 1-1,5% активов в санкционных компаниях, а также к своему несчастью владеет 3,8% акций Еп+.
2. Банки имеют валютный долг. Треть обязательств Сбербанка - валютные. У Сбера выпущено еврооблигаций в различных валютах на 318 млрд и еще 193 млрд руб в долларовых кредитах. Рост суммы долга из-за роста курса доллара приведет к снижению прибыли. Кроме того из-за роста курса у банков произойдет рост переоценки резервов по сомнительным долгам в валюте.
3. Доходы российских банков в рублях, поэтому падение рубля для них не очень хорошо.
4. Рост рисков снижает вероятность снижения процентных ставок ЦБ, что для банков не очень хорошо (процентная маржа начнет сокращаться со временем, т.к. при постоянном снижении ставки банки снижали ставки по депозитам куда быстрее, чем ставки по кредитам).

5. Есть риск попадания Сбербанка и ВТБ в SDN-лист. Последствия такого решения будут существенно жестче для России, чем попадание Русала. Но эксперты пока в такой вариант не верят - слишком велики будут потери зарубежных инвесторов в т.ч. американских на таком решении (45% Сбера принадлежит нерезидентам). Проблема также в том, что Сбербанк не может прекратить существенные операции с Русалом, поэтому формально есть основание попасть под вторичные санкции за сотрудничество с компанией из SDN листа.
6. Сам Герман Греф оценил потери банков от объявленных 6 апреля санкций в 80-100 млрд руб.

### Энергетика и телеком

1. Выручка в рублях
2. Расходы на оборудование - в валюте. Соответственно рост бакса - плохая новость для свободного денежного потока (FCF) генерирующих, сетевых компаний, а также для телекомов, особенно Мегафона, который объявил о большом грядущем сарех для строительства 5G сетей и исполнения закона Яровой. Для МТС тоже нехорошо, но акции МТС держатся за счет того, что АФК Система доит МТС как может через дивиденды. Для Мегафона также риск выше из-за попадания в санкционный список Андрея Скоца, совладельца USM Holdings, который владеет Мегафоном.

Из бумаг, которые мы упоминали в предыдущих #Регулярных, можно выделить:

- **Русагро (+16% за месяц)**. В апреле цены на сахар выросли на 14%. Снижение курса рубля позитивно для рублевой цены акций Русагро. Акции Русагро - одна из лучших бумаг российского рынка в апреле.
- **Газпром (+2,8% за месяц)**. Мы отказались от этой идеи после дня инвестора в феврале. Тогда Газпром мельком представил планы по капзатратам после 2020 года. Цифры поразили воображение и вызвали недоумение. В апреле стало ясно, куда Газпром может еще потратить деньги. В СМИ был анонсирован проект строительства нефтехимического комплекса в Усть-Луге стоимостью \$20 млрд. Кроме того, зампред Газпрома Александр Медведев заявил о возможном строительстве Северного Потока-3. Ожесточенная борьба Газпрома с Минфином за дивиденды продолжается.
- На Газпром можно посмотреть и с **позитивной стороны**. Газпром стоит дешево, т.к. все то, что мы знаем про Газпром - **негативно**. Если допустить, что что-то в Газпроме изменится в лучшую сторону, Газпром подорожает. Например Роснефть стала платить 50%, объявила выкуп акций, объявила о сокращении CAPEX на 20% и сокращении оборотного капитала на 200 млрд. ВТБ также удивил инвесторов, объявив о направлении 61% прибыли МСФО на дивиденды.
- Что мешает Миллеру взять пример с Сечина и Костина?
- **Магнит (+4,4% за месяц)**. Идеи как таковой в Магните у нас нет (в силу отсутствия глубокой экспертизы), кроме того, что он перепродан. В момент распродаж 9 апреля Магнит почти не шелохнулся. Это говорит о том, что нерезидентов в бумаге уже почти не осталось. Высокая нефть - профицитный бюджет, рост зарплат бюджетников - выше инфляция, возможный позитив для стагнирующей розницы. Прибыль Магнита в 1 кв за год почти не изменилась, а вот акции упали почти на 50%. Для нас очевидно, что Магнит сейчас интереснее, чем год назад, но уверенности в покупке у нас нет. Цена ниже, т.к. рынок видит постоянное снижение операционной эффективности Магнита и не знает, когда это закончится.
- **СургутНГ-п (+7% за месяц)**. Единственная бумага, оставшаяся в моем портфеле. Симбиоз невероятной недооценки, приличной доходности и валютного хеджа. При USDRUB = 65 Сургутнефтегаз-преф может дать дивидендную доходность на уровне 16%. Глава компании Владимир Богданов был внесен в список SDN 6 апреля. Хотя Богданов и не такой очевидный "злодей", как Дерипаска, риск попадания Сургутнефтегаза в SDN-лист также имеется.

- **Мосэнерго** (-12% за месяц). В Регулярный #2 ([mozgovik.com/a/20180305-01.pdf](http://mozgovik.com/a/20180305-01.pdf)) мы обращали внимание на риски, связанные с этой компанией. Большого дивидендного сюрприза в Мосэнерго не случилось, компания объявила о выплате 27% прибыли МСФО, с ДД=6,5%.
- **ОГК-2** (-5% за месяц). В Регулярный #2 мы отмечали, что ОГК-2 - хороший кандидат на покупку в случае коррекций. Коррекция 9 апреля была слишком стремительной. Бумагу давали купить со скидкой до 25%! Однако от своих минимумов ОГК отскочила на +27%, поэтому покупать ее уже не так интересно.
- **QIWI** (+4% за месяц). Компания по-прежнему кажется интересной. Резкий рост выручки в 4-м квартале (+155%), но мы не углублялись в отчет глубоко. Идея нуждается в проработке.

#### Выборочные новости месяца по акциям

- **RSTI**. Россети могут провести допэмиссию 30% УК для привлечения 85,2 млрд от Ростеха. Причина - программа цифровизации Россетей до 2030 года стоимость 1.3 трлн руб, где партнером будет Ростех. Пока на проработке в Правительстве. "Допка" не ниже номинала 1 руб. Сохраняются риски расширения санкций США на Россети. **Негативно**
- **ROSN**. 25 апреля Роснефть объявила о выплате финальных дивидендов 6,65 руб на акцию, что в сумме предполагает выплату 50% от МСФО. 1 мая Роснефть объявила комплекс мер по поддержке акций. Все новости однозначно **позитивны**, однако проблема в том, что акции выросли на 30% в течение месяца еще до обнародования новостей, что наводит на мысли об инсайде. Росли все нефтяные компании, но Роснефть перед этими новостями обогнала Лукойл и Татнефть на 20%. **Остается надеяться, что Миллер возьмет пример с Сечина, и в Газпроме мы рано или поздно увидим аналогичный забег**. Рынок удивляется - что заставило Сечина задуматься о повышении качества корпоративного управления? Возможно, что мы увидим на этот счет директивы со стороны нового правительства, о составе которого мы можем узнать уже на следующей неделе.
- **VTBR**. Господин Костин также расщедрился по непонятным причинам и решил выплатить аж 61% прибыли МСФО, перевыполнив план правительства. Акции ВТБ показали себя в апреле существенно лучше Сбербанка. Дивидендность обычки ВТБ подросла до 6,5%.
- **PRTK**. Минздрав и ФАС против того, чтобы разрешить ритейлерам продажу безрецептурных лекарств
- **FIVE**. Х5 теряет момент прибыльности - Прибыль компании упала на треть - максимально с 2014 года. Кроме того, Ольга Наумова ушла с поста гендиректора

Последний фактор, который хотелось бы отметить в апреле - это поручение В.В.П. нарастить расходы на образование, здравоохранение и инфраструктуру, которое потребует расходов общим объемом 11 трлн руб. Это будет происходить за счет двух факторов:

- снижения оборонных расходов
- увеличения налоговой нагрузки

Здесь есть два не очень приятных последствия для фондового рынка.

1. Налоговый маневр с отменой экспортной пошлины и повышением НДС может серьезно увеличить налоговую нагрузку на нефтегазовый сектор.
2. Снижение расходов на безопасность с 7.4% до 6.5% может привести к серьезному ухудшению показателей всех компаний, которые зависят от "военного бюджета". Такие компании в России торгуются в основном на внебиржевом рынке. Военные расходы уже существенно снизились по итогам 2017 года и тренд этот может сохраниться.

## Дивиденды 2018

\*\*\*В нашей команде по-прежнему нет специалиста по акциям, поэтому полноценного анализа темы дивиденды вы у нас сейчас не найдете\*\*\*.

Таблица с див. доходностями и датами закрытия реестра расположена по адресу:

[smart-lab.ru/dividends](http://smart-lab.ru/dividends)

Наиболее феноменальные доходности мы видим в ряде электросетевых компаний и в выборочных энергосбытовых компаниях. Див. доходность многих голубых фишек превышает 5%.

На графике внизу проиллюстрирован забег супер-дивидендных акций с начала года в %. Не все ясно с этими бумагами на текущий момент:

- Что за тема в Таттелекоме?
- Почему ДИОД, ПермьэнергоСбыт и Саратовский НПЗ не растут перед отсечкой?
- Ну и главный вопрос: что будет с прибылью супер дивидендных компаний в 2018?

**От ответа на этот вопрос будет зависеть как акции поведут себя после экс-дивидендного гэпа.**

Напомним, что банальная покупка акций компаний с большой видимой дивидендной доходностью - это выстрел в пустоту. Допустим вы покупаете акцию с видимой ДД = 10%. После налогов останется 8,7%. После дивидендной отсечки может быть даже небольшой минус. А вот что будет дальше - будет зависеть от перспектив компании, которые покупатель "десятой доходности" зачастую не оценивает и не осознает. Если перспективы бизнеса компании ухудшаются, то акции могут продолжить падение и после дивидендного гэпа.



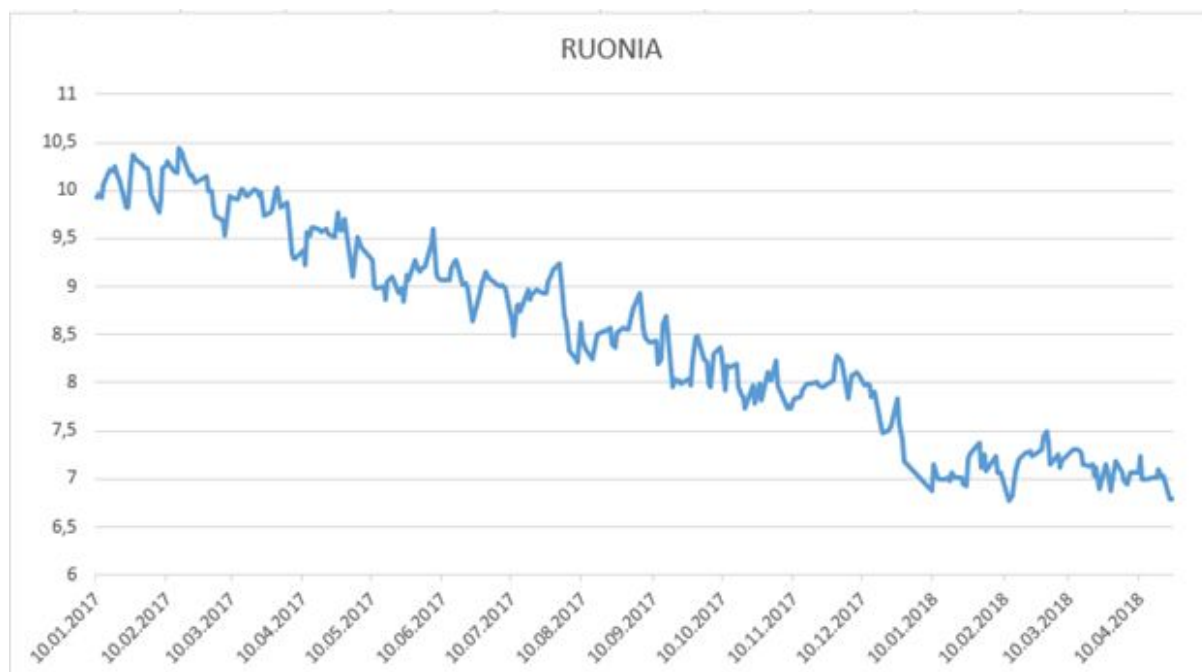
## Облигации

В апреле ЦБ решил сохранить ключевую ставку на уровне 7,25% годовых. На решение регулятора оставить ставку на прежнем уровне повлияло ослабление рубля на фоне геополитической напряженности [1]. Хотя инфляция остается на низком уровне, по оценкам Банка России, произошедшее ослабление рубля приведет к более быстрому приближению инфляции к 4%, но не создаст рисков превышения этого уровня в отсутствие существенного изменения внешних условий.

В марте темп прироста потребительских цен составил 2,4%, в апреле он оценивается в интервале 2,3–2,5%. Последние недельные данные по инфляции отражают пока слабую реакцию потребительских цен на ослабление рубля. Постепенное исчерпание запасов прошлогоднего урожая овощей и связанный с этим рост импорта внесли ожидаемый вклад в небольшое повышение как месячной, так и годовой инфляции в марте–апреле по сравнению с февралем.

По итогам 2018 года темп прироста потребительских цен прогнозируется в интервале 3–4% и будет находиться вблизи 4% в 2019 году.

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в апреле немного снизилась и колебалась в районе 7% [2].



На апрель было запланировано четыре аукциона по размещению ОФЗ. По факту состоялись только три, **одно размещение Минфин решил отменить «в связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой»** [3]. Оставшиеся три аукциона прошли успешно, размещены 100% выпусков при значительном превышении спроса. Исключение составили ОФЗ 29012, их удалось разместить только треть от запланированного объема. В Регулярный#3 **мы предостерегали от инвестиции в облигации 29xxx серии**, в связи со стремительным падением ставки RUONIA, к которым они привязаны. Неудача аукциона наглядно продемонстрировала правильность наших выводов.

Так же апрель ознаменовался первым в этом году размещением облигаций федерального займа с привязкой к инфляции ОФЗ-ИН 52002 RMFS. Это новый выпуск ОФЗ, размещение было первичным.



Данный выпуск имеет купон 2,5% годовых, а номинальная стоимость индексируется в соответствии с индексом потребительских цен [4,5].

Усредненная доходность по цене отсечения ОФЗ с постоянным купоном находилась в районе 7% годовых:



По представленным в апреле данным ЦБ, доля нерезидентов в ОФЗ за март выросла до рекордных 34,2% [6].





Знаковое событие случилось на рынке казначейских облигаций США - **доход 10-леток превысил 3% годовых, уровень, который не наблюдался с 2014 года**. Мы прогнозируем дальнейшее понижение цены казначейских облигаций, ориентир доходности на конец 2018 года – 3,5%.

В этой связи **сомнительной выглядит возможность дальнейшего существенного понижения доходностей российских ОФЗ**. Сейчас 10-летние облигации федерального займа дают доходность порядка 7,3-7,5% годовых. С учетом того, что российские долговые бумаги для мирового инвестора, это бумаги развивающейся страны с ростом ВВП в 1-1,5% и находящейся под санкциями, разница в доходностях в 4 процентных пункта не кажется такой уж большой.

Хорошие новости пришли от Минфина США. Глава ведомства, Стивен Мнучин, заявил, что министерство придерживается мнения, о том, что антироссийские санкции не должны включать ограничений для американских инвесторов на вложения в суверенный долг. По мнению Минфина, распространение американских санкций на российские госбумаги и деривативы может дестабилизировать рынки и распространиться за пределы России, оказав негативное влияние на глобальные финансовые рынки и бизнес.

Апрель был крайне скуп на интересные высокодоходные размещения. Можно, пожалуй, выделить только дебютные бонды **ООО АПРИ "Флай Плэнинг"**, со ставкой купона в 18% годовых. Облигации выпущены всего на год, объем выпуска 200 млн рублей, купон выплачивается ежеквартально. Компания работает на рынке новостроек и реализует проекты комплексной застройки территории Южного Урала. По итогам 2016 года, была лидером Челябинской области по объемам сданного жилья.

Еще один застройщик порадовал нас в этом месяце, **группа компаний «Пионер» выпустила облигации серии 001P-03 объемом 3 млрд рублей**. Ставка купона до 20 года равняется 12% годовых. Купон выплачивается ежеквартально. ГК «Пионер» специализируется на реализации градостроительных проектов многофункциональной и комплексной жилой застройки с последующим управлением и сервисным обслуживанием. В 2018 году международное рейтинговое агентство Standard&Poor's изменило прогноз рейтинга ГК «Пионер» со «стабильного» на «позитивный». Долгосрочный кредитный рейтинг подтвержден на уровне «В».

**Сильно подешевевшие бонды ПАО "Силовые машины - ЗТЛ, ЛМЗ, Электросила, Энергомашэкспорт"** так и не смогли оправиться от санкционного давления, и все еще торгуются с приличным дисконтом давая доходность в 12-13% годовых. В этом месяце к ним присоединилась **еще одна жертва санкций, компания «Русал»** Олега Дерипаски.

После публикации компанией US Rusal сообщения для инвесторов [7], которое предупреждало о возможности технического дефолта в связи с санкциями OFAC, облигации Русала стремительно начали дешеветь. Несмотря на то, что сообщение предназначалось для инвесторов Гонконгской фондовой биржи и речь явно шла о невозможности обслуживания долларовых заимствований, **рублевые бонды тоже изрядно потеряли в цене. В моменте доходность по ним достигала 20% годовых**. На данный момент в обращении у Русула находятся два рублевых выпуска:

Наименование	Текущий купон	Ближайшая оферта	Дата погашения	Текущая доходность к оферте
РУСАЛ Братск-1-боб	12,85%	16.04.2019	07.04.2026	12,6% год.
РУСАЛ Братск-8-об	9%	08.04.2019	05.04.2021	12,5% год.

Доходность по ним, **на данный момент, находится в диапазоне 12-13% годовых**.

Приближается оферта первого выпуска облигаций ООО "О1 Груп Финанс", SPV-компания O1 Group Бориса Минца. Напомним, что под ее управлением находится печально известный пенсионный фонд АО «НПФ «БУДУЩЕЕ», тесно интегрированный со структурами БОМП и получивший годовой убыток в 15,4 млрд рублей. Так же, до недавнего времени, O1 Group принадлежал крупнейший собственник офисной недвижимости класса А в Москве - O1 Properties. Однако, в начале марта стало известно, что O1 Group

заключила соглашение с Laysa Group о продаже своего пакета O1 Properties Limited. Частью условий и стоимости сделки является обязательство Laysa Group по погашению кредита O1 Group перед МКБ на общую сумму около 25 млрд рублей. Открытие тоже жаждет развязаться с O1 Group и через управляющие компании своих пенсионных фондов пытается отсудить 4,7 ярда рублей [8]. В этих условиях у владельцев облигаций похоже совсем не осталось надежды на погашение облигаций.



Буквально за месяц цену бумаг практически обнулили, со 100% она скатилась до 1,5% от номинала. Это достаточно странная ситуация, так сильно падают только бумаги, находящиеся в дефолте, при том уже длительно время. Даже, у обсуждавшегося в прошлом выпуске, **ПСН Проперти Менеджмент**, допустившего технический дефолт по купону, оферте и до сих пор не предложивший владельцам облигаций плана реструктуризации, цена составляет 30% от номинала. Единственное объяснение, которое мы находим – **цену давит инсайдер с крупным пакетом, точно знающий, что обслуживаться долг больше не будет** и поэтому решивший избавиться от бумаги по любой цене отличной от нуля.

По кулуарной информации, **Alliance (ННК)** рассматривает варианты реструктуризации текущего долгового портфеля, включая публичные инструменты: рублевые облигации и евробонды. В частности, компания уже «начала работу» с держателями рублевых бондов, оферта по которым приходится на июнь. Подтверждения этой информации из публичных источников пока нет.

Дефолтами в этом месяце отличились две компании по одной купонной выплате и двум офертам.

**АО «Промсвязькапитал»** 20 апреля не выплатил купон по первой серии своих облигаций, а 24 апреля не прошел оферту. Данное решение было логичным, так как буквально за день до срока выплаты купона компания решила подать на банкротство [9]. Согласно последнему раскрытию информации об аффилированных лицах, владелец АО «Промсвязькапитал» – нидерландская Promsvyaz Capital B.V. За последние месяцы она фактически утратила активы. Контрольный пакет в Промсвязьбанке был размыт после того, как ЦБ в середине января списал собственный капитал Промсвязьбанка до 1 рубля, а доля в банке «Возрождение» (52,7%) была разделена между шестью кипрскими компаниями, каждой из которых теперь принадлежит менее 10% банка. В соответствии с законодательством юридическое лицо обязано подать на собственное банкротство, если объем обязательств компании превысил объем ее активов.

Огорчила своих кредиторов и компания «**Домашние деньги**», не погасив 26 апреля предъявленные к выкупу биржевых облигаций серии БО-001Р-01 на сумму 1,14 млрд. рублей. Особое огорчение вызывает тот факт, что до последнего дня на все сомнения по поводу успешности прохождения оферты, руководство МФК, твердо и четко, заявляло о несомненности выполнения всех обязательств. Так в интервью «Коммерсанту», Евгений Бернштам заявил, что «26 апреля все обязательства перед облигационерами, в том числе и в рамках оферты, будут исполнены в полном объеме за счет внутренних операционных ресурсов компании» [10]. К сожалению, это оказалась неправдой, хочется верить, что не злонамеренной. Попробуем разобраться, что же может ждать владельцев облигаций в будущем и не стоит ли прикупить подешевевшие бумаги.

В своем обращении к кредиторам, «**Домашние деньги**» **крайне странно, обосновывают отказ от выполнения оферты**. Вместо дежурных «в связи с временным отсутствием денежных средств в необходимом объеме», что скорее всего и являлось бы правдой, они указали «с учетом того, что более 700 млн. рублей из общего объема компания оценивает, как спекулятивные инвестиции ... выкуп облигаций по номиналу организация считает несправедливым по отношению к другим инвесторам компании» [11]. Мы теряемся в догадках, зачем было использовать именно такую, недружественную к владельцам облигаций формулировку. Ну да ладно, не будем строить конспирологических теорий, спешим все на нервный срыв от явно большего объема предъявленных к оферте облигаций, нежели ожидалось. Напомню, что объем всего выпуска 1,25 ярда, на оферту подали 1,14 ярда, т.е. больше 90% выпуска. Негодование Бернштама понятно, он конечно ожидал, что «принесут» много, но явно не столько.

В связи с этим, мы думаем, что предложенная реструктуризация, которую сейчас прорабатывает KPMG, не должна быть очень жесткой. Если предположить, что изначально «Домашние деньги» действительно хотели пройти оферту, то должен быть зарезервированный денежный запас. **Это дает надежду на возможность частичного погашения в рамках реструктуризации**. В любом случае, если вам не посчастливилось быть владельцем облигаций данного эмитента, мы рекомендуем дождаться условий реструктуризации и по факту принимать решение.

На момент написания статьи котировки находятся в зоне 40% от номинала.



В случае, если наша теория окажется верной и реструктуризация пройдет по «мягкому» сценарию, с частичным погашением, возможен значительный рост котировок, величина которого будет зависеть от условий рестракта.

Всех тех, у кого в портфеле нет бумаг «Домашних денег», но они думают о их приобретении, мы бы хотели предостеречь от этой затеи, вне зависимости от условий реструктуризации. Да, **спекулятивный потенциал у бумаги большой, но инвестиционного практически нет. Финансовое положение компании удручает, долговая нагрузка огромна, а операционная прибыль низка.** К сожалению, «Домашние деньги» до сих пор не сподобились опубликовать годовой отчет, поэтому будем оперировать полугодовой отчетностью.

По итогам первого полугодия 2017 года чистая прибыль компании составила 118,3 млн руб. Задолженности по облигациям на 2,25 млрд руб., долг перед банками 6,9 млрд руб., инвесторам-физлицам – более 4,3 млрд руб., юрлицам – 648 млн руб. **У компании очень высокая просрочка по портфелю займов.** На 30 июня 2017 года ее **портфель займов физлицам составлял 16,9 млрд руб., из которых 12,6 ярдов имели просрочку более одного года. То есть, практически 75% портфеля микрозаймов компании были фактически невозвратными.** По мнению экспертов, близких к «Домашним деньгам», по итогам года портфель займов не вырос, а доля просрочки свыше одного года только увеличилась [10]. Через полгода, 23.10.2018, компании предстоит погасить еще один выпуск облигаций объемом близким к в 1 млрд.

По нашему мнению, в данном положении, **компанию может спасти только чудо.** Чудом этим мог бы быть, например, очень щедрый инвестор, который закроет финансовую дыру, образовавшуюся в компании, погасит облигационные выпуски, рассчитается с банковскими кредитами, расплатится по просроченным займам от физлиц. Однако, где же такого найти, особенно после публикации недружественных к инвесторам пресс-релизов.

1. [http://www.cbr.ru/press/PR/?file=27042018\\_133000key.htm](http://www.cbr.ru/press/PR/?file=27042018_133000key.htm)
2. <http://www.ruonia.ru/archive.html>
3. [https://www.minfin.ru/ru/performance/public\\_debt/internal/operations/ofz/auction/?id\\_39=122464&page\\_id=399&popup=Y&area\\_id=39](https://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/operations/ofz/auction/?id_39=122464&page_id=399&popup=Y&area_id=39)
4. [https://www.minfin.ru/ru/document/index.php?id\\_4=122314](https://www.minfin.ru/ru/document/index.php?id_4=122314)
5. [https://www.minfin.ru/ru/document/index.php?id\\_4=122391](https://www.minfin.ru/ru/document/index.php?id_4=122391)
6. [http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM\\_52410#CheckedItem](http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM_52410#CheckedItem)
7. <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2018/0409/LTN20180409041.pdf>
8. <https://www.kommersant.ru/doc/3591043>
9. <https://www.rbc.ru/finances/19/04/2018/5ad87f109a7947b6e33b96e1>
10. <https://www.kommersant.ru/doc/3614151>
11. <http://www.domadengi.ru/press/news/264110/>

### 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 прилагать 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