

# Регулярный #7

# Август 2018

## 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,

а также **оставьте свои пожелания, какие акции вы бы хотели чтобы мы подробно оценили:**

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

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

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

Оглавление

03.....	Тезисы
03.....	работа над ошибками
04.....	что изменилось?
04.....	новые санкции
06.....	российская сталь
08.....	обзор поповых идей
08.....	АФК Система
10.....	Электрогенерация
11.....	Русал
12.....	Магнит
13.....	SHORT S&P500
16.....	процентные ставки
18.....	новые облигации
18.....	Легенда
19.....	ЦППК
20.....	Солид Лизинг
21.....	Домашние деньги
23.....	Таблица идей

Данный обзор был практически полностью написан до событий 8 августа. Однако, стоит признать, что в целом, наш не слишком оптимистичный взгляд на рынок из предыдущих ежемесячных обзоров позволил бы инвесторам избежать существенных потерь.

## Тезисы

- USDRUB может быть выше. Не шортить до объявления новых санкций (NEW)
- Северсталь, НЛМК, ММК - все условия для сохранения спекулятивного краткосрочного импульса вверх(месяц-два), но в долгосрочный портфель **брать нельзя** (NEW)
- Основную долю сбережений держим в коротких ОФЗ (#4)
- Не ждем роста индекса ММВБ, не считаем рынок дешевым (#3)
- Банки - негативный взгляд (#4, #5, #6)
- S&P500 ловим максимум (#6)

## Работа над ошибками

### SHORT S&P500

Мы поспешили объявить шорт по S&P500 в прошлом месяце и **признаем эту ошибку**. В целом, угадать момент разворота многолетнего растущего тренда S&P500 или предвосхитить коррекцию даже проделав качественный анализ **очень сложно**. Мы же больше руководствовались поверхностным впечатлением и **постараемся избежать этой ошибки в будущем**. Более детальный анализ смотрите внизу в разделе Short S&P500.

### РОССИЙСКАЯ СТАЛЬ

Мы упустили сектор из виду в прошлых наших обзорах Мозговик. Хотя долгосрочные перспективы сектора сомнительные, мы явно недооценили краткосрочный потенциал, который подогревается удачным стечением целого ряда обстоятельств (см. отдельную главу внизу).

### РУБЛЕБОЧКА

В начале июля удалось усреднить позицию по "рублебочке", а потом, благодаря снижению цен на нефть, закрыть позу в плюс. Сейчас мы пока не шортим эту смесь, поскольку есть риск новых санкций против России и факторы за рост цен на нефть. Можно тактически присмотреться к шорту этого соотношения после нового объявления США санкций против России, если рублебочка снова заберется выше 5000 руб/баррель.

### РОССИЙСКАЯ НЕФТЯНКА, ЛУКОЙЛ

Это идея, которую мы явно проворонили в этом году. Валютная политика Минфина и ЦБ давала предпосылки для роста привлекательности эффективных нефтегазовых компаний России. Мы с начала года однако рекомендовали обратить внимание на Газпром и Сургутнефтегаз-преф, которые казались самыми недооцененными (и безопасными), однако едва ли не самыми медленно растущими компаниями в отрасли.

SNGSP долгое время отставал от рынка, но в июле начался догоняющий рост, когда стало понятно, что дивиденды за 2018 год могут дать доходность порядка 14%. Газпром с начала года дал доходность 17% (цена акции+дивиденды), но Лукойл показал гораздо более существенный результат (+40%).

## Что изменилось за последний месяц?

- готовятся новые американские санкции против российского госдолга
- 4-е самое жаркое лето за всю историю и ряд температурных рекордов
- глобальная экономика остается крепкой (пик цикла)
- американский рынок акций восстановился
- цены на нефть и пром.металлы немного снизились в цене
- долговой кризис в Пакистане, просят у МВФ помощь \$12 млрд
- ситуация в промышленности России ухудшается 3 месяца подряд
- кредитование населения банками резко растет, ЦБ повышает коэффициенты риска по потребкредитам, чтобы замедлить кредитование
- есть признаки оживления на рынке недвижимости Москвы и СПб

Существенных изменений на глобальной арене за последний месяц не произошло. С мировой экономикой пока порядок, ликвидности достаточно. Российский рынок мог бы выглядеть сильнее, если бы не планомерная политика США по ослаблению России. Встреча Путина с Трампом 16 июля не принесла потепления отношений. Судя по выражению лица Путина после встречи ничего хорошего нам пока ждать не стоит. США будут продолжать вводить санкции против России без каких-либо причин, это будет оказывать давление на экономику, на рубль, на акции. В данный момент мы этого пока не видим. В начале августа 6 американских сенаторов внесли в конгресс закон о новых санкциях против России, где помимо прочего предлагается запретить американским субъектам приобретать **новый российский госдолг**. 8 августа мы узнали, что в проект американских санкций попадают 7 российских банков, которым могут запретить работать в США.

Мы видим, что инвесторы хорошо берут российских экспортеров, особенно из нефтегазового сектора, особенно с позитивными драйверами (Лукойл, Новатэк). Мы также видим, что инвесторы совсем не жалуют компании, ориентированные на внутренний рынок (Магнит, Аэрофлот, Мосбиржа, Электроэнергетика).

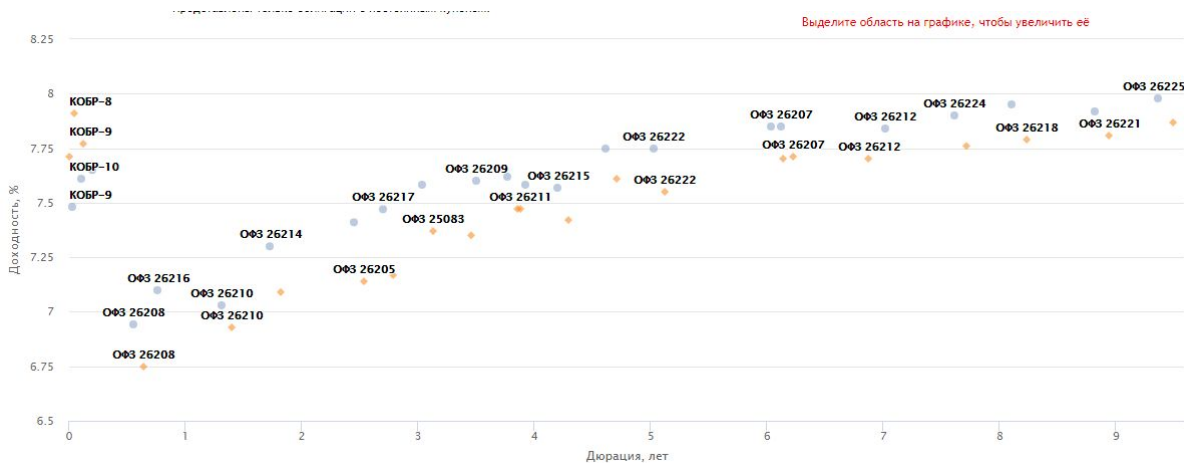
### Новости месяца

- Фонд Норвегии хочет продать российские акции
- Мегафон - выкуп выше рынка
- Лукойл погашение казначейских акций
- БСПБ выкуп на \$10м
- АФК вывод ДетМира из под залога
- Сургут - хороший отчет, ДД на преф=14%
- IPO Сибур

## Новые возможные санкции

Вероятность введения США новых санкций против нового госдолга РФ считаю высокой. Вероятно, санкции будут объявлены в сентябре, так как в августе обычно депутаты уходят в отпуск. Хотя существует точка зрения, что американские инвесторы могут брать наши ОФЗ через оффшоры, мы полагаем, что никто этого делать не будет из-за того что игра не стоит свеч.

Риск введения новых санкций уже привел к давлению на ОФЗ - кривая доходности за месяц сместилась на 20 базисных пунктов вверх примерно.



Акции Сбербанка за месяц упали на 11%, акции ВТБ подешевели на 2,5%.

Новость также поддержала доллар, который без этих новостей вероятно, был бы на 1-1,5% ниже.

**Есть вероятность, что санкции будут введены против российских госбанков.** Для Сбербанка новость особенно плохая, поскольку в нем сидит огромное количество американских фондов, которые будут вынуждены эти акции продать.

Санкции против ОФЗ - это ещё один аргумент в пользу того, что ставки по рублевому долгу дальше снижаться не будут, т.к. это повлияет на баланс спроса/предложение долга и должно привести к росту.

Давление вверх на ставки ОФЗ окажет негативное влияние на банки, компании с большим долгом (Роснефть, ТМК, Система, Норникель, Русал, Россети, Мечел, Мегафон) или компании с большим предстоящими капзатратами.

Позитивное влияние могут испытать компании, которые имеют позитивный баланс и получают процентный доход на него (Московская биржа, Сургутнефтегаз, Яндекс).

Пока угроза новых санкций висит в воздухе, **мы видим риск роста USDRUB, поэтому пока не рекомендуем играть на понижение доллара и не рекомендуем шортить "рублебочку"**.

Краткосрочную модель роста падения нашего рынка пока можно описать лаконичной картинкой:



Получается, что пока США не создают нам какие-либо серьезные проблемы, мы выборочно растем (в основном экспортеры). Угроза санкций или их оглашение приводят (приведут) к падению рынка, после которого рынок снова восстановится.

Важно понимать, что санкции США - это не просто какая-то шутка. **Это настоящая открытая война против России.** Последние санкции вводились без каких-либо новых причин. Санкции - это последовательное системное давление на Россию с целью разрушить экономическую стабильность. Если ещё год назад нам казалось, что введение санкций против ОФЗ - это очень маловероятно, то теперь сенаторы уже внесли соответствующий законопроект в Конгресс. Мы полагаем, что новые

санкции будут усиливаться, и оказывать возрастающее негативное давление на экономику России, способствовать более быстрому снижению конкурентоспособности.

## Российская сталь

Большая тройка наших черных металлургов чувствует себя прекрасно с начала года:

№	Время	Название	Тикер	Цена, посл	Изм, %	Объем, млн руб	1 нед, %	1 м, %	ytd, % ↓	Капит-я млрд руб
1	18:45:35	СевСт-ао	CHMF	1024.5	+2.85%	779.22	+1.5%	+8.8%	+15.4%	858.24
2	18:45:55	ММК	MAGN	47.015	+2.43%	558.81	+1.3%	+5.8%	+12.3%	525.36
3	18:45:35	НЛМК ао	NLMK	163.12	+2.08%	359.42	-0.1%	+5.7%	+10.8%	977.62

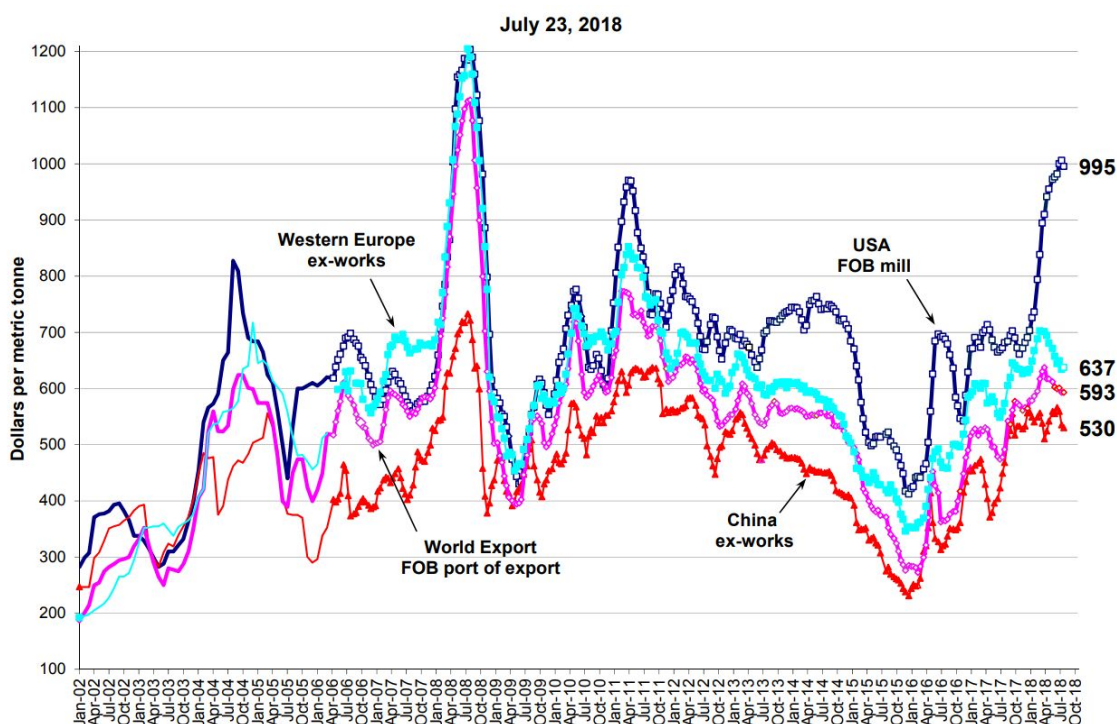
К указанной доходности с начала года можно прибавлять еще выплаченные в 1-м полугодии дивиденды:

- НЛМК 8,8%
- Северсталь 6,4%
- ММК 3,5%

Дивидендная доходность Северстали за последние 12 месяцев составляет 14,4%, у НЛМК - 11,9%, у ММК - 9,2%. Следует отдать должное - мы недоанализировали в Мозговике этот сектор и совершенно упустили его из виду.

### Почему сектор прёт?

- пик цикла мировой экономики - выдающаяся конъюнктура внешняя и внутренняя
- загрузка мощности под 100%
- компании снизили CAPEX, сократили долг, направляют весь денежный поток на дивиденды
- введение пошлин на сталь привело к обратному эффекту - скачку цен в США
- Китай борется за экологию - сокращает вредные производства на своей территории (правда при этом все равно демонстрирует рекордное производство и экспорт)
- ослабление рубля приводит к росту рентабельности (выручка привязана к валюте, издержки в рублях)



Наши металлурги продавали сталь во 2-м квартале в районе \$550/т, что на \$100 больше, чем год назад. Эти объясняется резкий рост квартальной прибыли металлургов, их EBITDA сейчас максимальная за последние 10 лет, с 1 тонны стали металлурги зарабатывают \$250 операционной прибыли.

Что было более менее понятно полгода назад, что могло дать основания присмотреться к стальному сектору?

- Мировая экономика как минимум не развернется в ближайшие полгода, а это значит цены на сталь будут оставаться на нормальном уровне, как максимум будет стремиться к пику - об аналогиях текущего момента с 2007 годом мы уже писали (с вероятным разгоном по сырью).
- Борьба Китая за экологию давала надежду на сокращение производственных мощностей
- Бюджетная политика минфина РФ как минимум сдержит укрепление рубля.

С краткосрочной точки зрения сектор может оставаться привлекательным ближайшие месяцы, но мы бы не переоценивали его долгосрочные перспективы.

В феврале 2008 акции Северстали достигли отметку 650 руб (мировые цены на сталь тогда превысили \$1000). Еще 4 месяца акции держались у пика, после чего упали до 83 рублей (-87%). Мы не хотим сказать, что акции Северстали обязательно упадут на 80% в будущем (тем более что долговая нагрузка сейчас существенно ниже), но мы хотим чтобы вы понимали, что **акции таких компаний как Северсталь, НЛМК и ММК очень чувствительны к фазе экономического цикла и если их вовремя не продать, то дивидендность 10-15% быстро останется в прошлом.**

Ожидаем, что в ближайшие 2 года нас может ждать прохождение пика мировой экономики и спад, который также приведет к снижению цен на сталь и резкому падению прибыли наших металлургов.

Один из моментов, который заслуживает внимания - это пошлины на сталь США. Их объявили и ввели. Цены на сталь выросли. Цель пошлин - создать привилегированные условия для американских производителей стали.

За 40 лет месячное производство стали упало с 10-11 млн т до 7 млн т в настоящий момент. Стальная отрасль США также не восстановилась к уровням до кризиса 2007-2008 года.



После введения пошлин быстро внутреннее производство не нарастит, именно поэтому сначала цены идут вверх. Но пройдет время, США начнут наращивать производство, это приведет к снижению экспорта в США, и падения цен на мировых рынках.

Второй момент, и более существенный, это ослабление мировой экономики, которое должно случиться с высокой вероятностью в срок до 2 лет.

Всё это говорит нам о том, что **в долгосрочной перспективе металлурги стоят дорого и будут стоить дешевле. Особенно опасен Мечел с высокой долговой нагрузкой.**

Однако мы не будем отрицать хорошую краткосрочную конъюнктуру, которая с высокой вероятностью может сохраниться в течение ближайшего квартала, что может давать хорошие шансы продолжения краткосрочного роста металлургов к новым максимумам. Возможно также, что в краткосрочном периоде мы увидим опережающую догоняющую динамику Мечела.

## Обзор популярных инвестиционных идей

Обращаем внимание, что **“в народе” популярны те акции, которые хорошо упали.** Это Магнит (-33%), Русал(-38%), Система (-26%), Еп+ (-63%), Электрогенерация (15-20%), Аэрофлот (-18%), Сбербанк (-10%). В скобках указано падение с начала года. В последних Мозговиках мы вас неизменно просим оставить ваши пожелания по анализу тех или иных акций, и большинство ваших запросов также в основном попадают в указанный список слабых бумаг.

Среди избушек также популярна акция Полюс Золото.

## АФК Система

**Предупреждение: компания проанализирована не на 100%. Выводы, основанные на неполном анализе могут быть неточными**

Мы начинаем наше первичное знакомство с Системой по вашим многочисленным просьбам. В следующем выпуске Мозговика мы опубликуем уточнение.

Система кажется дешево и по двум причинам:

1. потому что сильно упала
2. потому что стоит в 2 раза дешевле, чем сумма ее составляющих

Второй пункт особенно привлекателен, ибо заставляет рассчитывать, что контора может удвоить ваши инвестиции.

Прикинем очень грубо и по минимальной планке стоимость активов системы, вычтем из них долг корпоративного центра и посчитаем дисконт:



ASSETS	доля	капит-я	млрд руб
MTSS	52%	524	274
DSKY	52,10%	66,4	35
Segezha	100%		20
agro business	mix		10
Medsi	100%		10
RTI			3
BESK	91%		14
real estate			43
mts bank			4
	Суммарная стоимость активов		413
	Стоимость после долга		199,3
	Стоимость после 1 г расходов		169,3
	Капитализация АФК		83
	Дисконт		-51%

АФК могло бы удвоиться, если бы компании удалось распродать весь шлак и зафиксировать свои доли в МТС и Детский Мир по текущим рыночным ценам. Тогда, несомненно, потенциал реализуется. Сразу хочу сказать, что с этой точки зрения, **любые новости о продаже активов АФК Система должны позитивно сказываться на акциях.**

Оптимисты, которые предрекают рост Системе, исходят из некоторых смелых предположений:

1. в будущем будет лучше, чем сейчас
2. стоимость активов системы не упадет
3. новых проблем не возникнет

Если вы скептик, а мы в Мозговике немного скептики, потому что мы опасаемся влияния санкций на экономику и ставки, то вы можете сказать так:

1. доходы Системы упадут, потому что например у МТС снизится прибыль
2. процентные расходы вырастут
3. денежный поток станет отрицательным, долг надо будет реструктурировать

Консолидированную отчетность Системы по МСФО можно смело выкинуть в мусорную корзину.

МТС платит 67,5 млрд руб дивидендов, прямая доля АФК 48%.

В 2018 году после налогов АФК должна получить 28,1 млрд руб.

Детский Мир выплата 5,07 млрд руб. Доля АФК 52%

После налогов получается 2,3 млрд руб.

Если мы правильно разобрались, ещё, дочерние компании платят проценты материнской компании, около 3,5 млрд руб.

Итого около 34-35 млрд руб годовой выручки на корпоративном центре в 2018 году.

АФК также постоянно сокращает долю в МТС, продавая акции, это мы учитывать не будем.

11 млрд руб - издержки холдинга (зарплаты).

11,6 млрд руб - процентные расходы 2017

В 2018 году долг перед Роснефтью 80 млрд станет долгом перед банками.

Процентные расходы вырастут до 19-20 млрд руб.

Итого имеем 34 млрд плюс и около 30 млрд руб минус

Остается 4 млрд руб позитивного потока, который можно направить на погашение долга.

**Даже если не станет хуже, а все останется как есть, то на погашение долга уйдет 53 года. После чего инвесторы могут рассчитывать на дивиденды, после чего дивидендная доходность составит 25%.**

Что мы можем не учитывать в силу своей некомпетентности?

- Мы не знаем какой денежный поток и когда начнется от мелких активов Системы. Пока там перспективы не видно, поэтому мы ее не учитываем - **это может быть нашей основной ошибкой.**
- Любая продажа активов, которые сейчас не дают денежного потока в корпоративный центр - это позитивное изменение нашего сценария. Но здесь наша экспертиза слаба.
- Если корпоративный центр урежет расходы наполовину, то долг можно загасить за 23 года:)

Нам не совсем понятно, почему такие большие расходы у корп.центра, но если бы они сократились, это было бы также позитивно для акций.

Резюмируя, отметим следующее:

Мы очень упростили анализ Системы.

Но в целом, все выглядит так, что позитивная и негативная неопределенность будущего компании уравновешены между собой. Большой долг и большой процентный риск делают компанию очень чувствительной к негативному изменению конъюнктуры.

Бумага будет очень позитивно чувствительна к новостям, особенно по продаже "шлака", который в данный момент не создает денежный поток в корпоративный центр.

## Электрогенерация

**Предупреждение: сектор проанализирован не на 100%. Выводы, основанные на неполном анализе могут быть неточными**

Главная проблема с электрогенерацией сейчас - это рублевая выручка и долларовые капзатраты. Ещё одна проблема - высокая степень износа ТЭС, а затраты на строительство новой мощности не окупаются при текущих ценах.

Еще одна проблема - перекрестное субсидирование регионов, перекладывание расходов на промышленных потребителей. Объем "перекрестки" (2017) = 368 млрд руб.

Чтобы убрать перекрестку, надо 5 лет повышать тарифы для населения по 15% в год, что не реально политически. А давление на промышленность приводит к тому, что крупные предприятия обзаводятся собственной генерацией, или подключаются напрямую к магистральным сетям ФСК, минуя региональные распредел. сети (МРСК).

Это список основных проблем.

Но важно также понимать и то, что текущее привлекательное фундаментальное положение очень скоро сменится на непривлекательное. Сейчас результаты генкомпаний поддержаны тем, что они проходят через пиковую фазу ДПМ платежей по объектам, которые были введены менее 10 лет. К 2020 году выпадение этих платежей приведет к существенному падению выручки и снижению прибыли.

Например, нам нравится ТГК-1. Компания показала хорошую отчетность за 1 полугодие 2018.

Капитализация ТГК-1 всего 35 млрд рублей, а прибыли будет в этом году более 10 млрд руб. Как такое может быть?

Давайте разбираться. В прошлом году ТГК-1 получила 13,5 млрд рублей выручки от продажи мощности по ДПМ.

ДПМ — это повышенная плата за мощность, которую генкомпании получают в течение 10 лет по новым объектам, чтобы окупить их (иначе при наших тарифах на электроэнергию для населения никакие инвестиции не окупаются).

После окончания сроков ДПМ выручка по этой мощности упадет примерно в 5 раз.

Построим для ТГК-1 табличку вывода ДПМ по годам и примерно оценим, к какому падению дохода ТГК-1 это приведет.

ДПМ ТГК-1					
Выручка ДМП 2017 составила 13,5 млрд рублей					
Окончание ДМП к 2026 приведет к снижению дохода на ~11 млрд руб					
Дата запуска	Мощность МВт	% от общ	год окончания	снижение ДПМ	выручка, млрд
2009	80,5	4,8%	2019	5%	-0,52
2010	240	14,4%	2020	19%	-2,07
2011	665	39,8%	2021	59%	-6,37
2012	492,5	29,5%	2022	89%	-9,56
2013	92	5,5%	2023	94%	-10,15
2016	100	6,0%	2026	100%	-10,80
	1670	100%			

Получается, что без повышенных ДПМ платежей компания ТГК-1 будет не прибыльна. Но впереди у нас ещё два года, за которые компания заработает ~20-22 млрд прибыли, 5-7 отдаст на дивиденды, загасит долг, и будет иметь еще около 10 млрд чистого кэша, который понадобится, чтобы строить новую генерацию и проводить модернизацию. Если тарифы не будут расти быстрее инфляции, то через 5-6 лет ТГК-1 станет убыточной.

У ТГК-1 в отличие от других компаний еще прекрасное положение. Чистый баланс, хорошая прибыль, невысокая оценка. Но ждать, что ТГК-1 изменит дивидендную политику, и начнет направлять на дивиденды 50% прибыли, наверное пожалуй не стоит, особенно с учетом попыток ГЭХ перенаправить денежный поток с ТГК-1 на другие свои дочки.

Помимо выпадения ДПМ, в начале 2020-х российскую генерацию ждет новое испытание - новая фаза модернизации. Программа модернизации старых ТЭС России оценивается в 1,4 трлн руб. Генераторы будут тратить эти деньги, будут увеличивать долг, будут снижать выплаты дивидендов и т.п. В начале 2020-х инвестиции генкомпаний могут вырасти в 2-2,5 раза. **Скорее всего, дно сектора придёт на 2024 год, там будет максимальный долг, и минимальный свободный денежный поток.**

Инвесторы это осознают, и не спешат вкладываться в российскую генерацию.

## Русал

Если в двух словах, то **оценка акций Русала не настолько низкая, чтобы оправдать тот риск, с которым связано владение ими.** 23 октября вступают в силу санкции США против Русала, которые запрещают американским компаниям совершать сделки с Русалом. Компании других государств, которые будут работать с Русалом, могут попасть под вторичные санкции. Мы не способны предвидеть развитие ситуации по санкциям, мы не способны предвидеть перестройку логистических цепочек, чтобы наладить экспорт в обход санкций, но по базовому сценарию в октябре Русал ждет паралич. 80% алюминия компания поставляла на экспорт, поэтому удар очень серьезный. С учетом всех рисков, мы бы сказали, что Русал **более интересная бумага для шорта, чем для лонга, хотя шортить мы ее тоже не рекомендуем.**

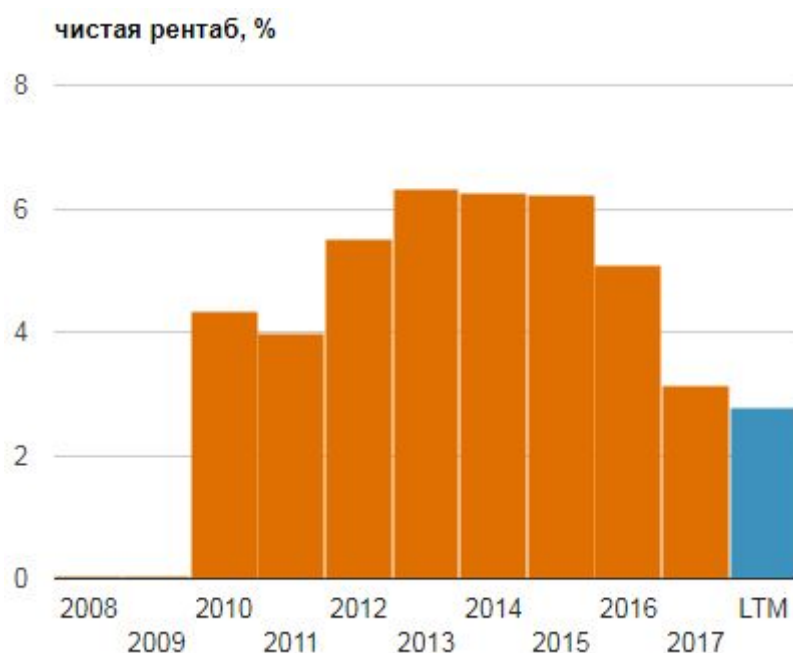
# Магнит

**Предупреждение: компания проанализирована не на 100%. Выводы, основанные на неполном анализе могут быть неточными**

Хочу чтобы вы понимали - Магнит не является дешевой компаний. Магнит кажется дешевым, когда смотришь на историю его прошлых цен. Дальше вы смотрите на прибыль, которая была у Магнита в прошлом, на рост, который был в прошлом, и думаете, что прибыль и рост вернутся.

Если бы я работал в компании Магнит, то изнутри мне было бы лучше и быстрее видно, как меняется динамика покупателей, как меняются расходы людей в магазинах и т.д. Но отчеты, которые Магнит публикует публично, показывают, что в те же самые магазины покупателей ходит меньше и тратят они меньше: в 1 полугодии трафик упал на 2,9%, а средний чек снизился на 1,7%.

Рентабельность Магнита продолжает снижаться:



Почему я должен думать, что у Магнита дела будут лучше?

Если бы акции Магнита стоили в 2 раза дешевле, то можно было бы смириться с негативной динамикой цен, купить и надеяться на лучшее. Но сейчас мы видим, что Магнитов и Пятерочек стало слишком много повсюду, конкуренция жесткая, а платежеспособность населения не растет.

Так что пока **вообще непонятно, зачем покупать акции Магнита** по таким ценам  $P/E(LTM)=12$ ,  $EV/EBITDA(LTM)=5,8$ .

## Short S&P500

По итогам июля мы собрали больше информации на тему S&P500 и признаем ошибку: в данный момент нет веских оснований считать, что американский рынок может развернуться прямо сейчас.

- Во-первых, шортить S&P500 - это в 9 случаев из 10 плохая идея. Особенно на бычьем рынке, как сейчас. Мало кто способен предсказать точный момент разворота, мы тем более на это не претендуем. Это надо иметь в виду.
- Во-вторых, американский рынок сейчас самый крепкий в мире, потому что прибыли компаний хорошо растут и растут лучше чем где-либо.
- В-третьих, мы отдаем себе отчет в том, что история торговой войны с Китаем может разыгрываться достаточно долго (в течение года), прежде чем окажет негативное влияние на фондовый рынок.
- В-четвертых, пока нет гарантии, что пошлины будут введены в том виде, в котором они декларируются, хотя мы предполагаем, что ухудшение торговых отношений будет более серьезным, чем сейчас учитывает рынок.
- В-пятых, на пике экономического цикла, рынок акций может показать чудеса неадекватной динамики. Например вырасти до 3300 пунктов S&P500
- В-шестых, американские компании выкупают рекордное количество своих акций за всю историю - на \$1 трлн

### Exhibit 2: Buyback authorizations have surged in 2018

as of August 2, 2018



Source: Birinyi Associates, Goldman Sachs Global Investment Research

Очевидно, что пиковый выкуп всегда будет на пике экономики и пике рынка, как это было в 2007-м году. Но мы не можем заранее гарантировать, что пик рынка и пик выкупов будет именно в 2018, а не в 2019.

### Стратегия S&P500

Несмотря на признание ошибки, мы оставим в силе слабую гипотезу о том, что рынок США близок к пику по времени и по величине. "Слабая гипотеза" означает, что мы сохраняем небольшую короткую позицию сроком на 12 месяцев и следим за развитием событий, собираем информацию.

Гипотеза основана на том, что начало "торговой войны" **усиливает шанс**, что продолжаться празднику осталось не более 1 года, поскольку есть немалый риск торможения прибылей транснациональных корпораций, вызванный усиливающимся взаимным протекционизмом. Мы полагаем, **рынок вообще не учитывает риски торговой войны**. И это логично, когда экономика на пике, прибыли компаний растут, да и сам рынок давно растет без серьезных коррекций.

Однако погружение в цифры, пока дает нам понять, почему рынок не так уж беспокоится по поводу торговой войны.

Экспорт США в Китай составляет \$130 млрд, это всего 8,5% американского экспорта. Это составляет всего лишь 0,7% ВВП США. Экспорт Китая в США \$505 млрд, что составляет 22% китайского экспорта или 4,5% ВВП Китая.

		США		КИТАЙ
		экспорт \$1547B		\$2260B экспорт
дата	\$B	\$130B (8,5%) →		← \$505B (22%)
				кит.инвестиции в США сократились в 17 г на 37% до \$29млрд
				прямые кит.инвестиции в США в 1п18 -90% до \$1,8 млрд
1.6	22,3	Пошлины 25% сталь: ЕС, Мексика, Канада	0,6	
	16,4	10% пошлина на алюминий	1,6	
6.7	34	пошлины на \$34 млрд = 25% на 818 товаров	34	пошлины на \$34 млрд
1.8	16	пошлины на \$16 млрд	16	
		фермеры, автопроизводители ср.запад, нефтяники в Дакоте и Техасе	←	
30.8	200	10% пошлина на товары \$200 млрд, если Китай ответит - ноябрь	→	Сокращение экспорта может составить \$40млрд и стоит 33бр от ВВП
		полупроводники, авто з/ч, химия, эл. компоненты, а также 31% всех потребительских товаров из Китая		Суммарно, эффект может составить -60бр и стоить Китаю 2,3 млн рабочих мест
	300	\$300 млрд, если Китай ответит 2 раз		
		ограничение китайских инвестиций		
		сокращение сроков виз для китайцев		
	330	расследование по импорту зарубежных авто		


01.08	200	США могут поднять пошлину на \$200 млрд с 10% до 25%	
03.08			Китай прекращает импорт нефти из США
03.08			Пошлины на: сельхоз продукцию из США 25% на \$60млрд
05.08			Китай может ввести 25% пошлины на СПГ из США

Из данной таблицы и приведенных цифр, мы видим, что гораздо более серьезное влияние торговая политика США **может оказать на экономику Китая, чем на США**. Да, признаемся честно - пока сложно представить, что Китай может противопоставить росту торговых барьеров со стороны США.

Основной столп американской экономики, это внутреннее потребление, финансовые услуги + недвижимость + сектор услуг. Так что для того, чтобы предсказать крах экономики, нам скорее придется предвидеть трещины на финансовых рынках, которые будут вызваны сокращением баланса ФРС и ростом процентных ставок.

Так что со спокойной совестью ждем отметки 3000 пунктов по S&P500 и даже не дергаемся, если индекс уйдет на 3150. Да, это возможно.

После введения фьючерса на US500 физические лица также плотно сели в короткие позиции по американскому индексу. Это логично, потому что физические лица очень часто играют против тренда.

08.08.2018  Открытые позиции \*

	Физические лица		Юридические лица		Итого
	Длинные	Короткие	Длинные	Короткие	
Открытые позиции	207	3 573	3 442	76	7 298
Изменение	52	53	-95	-96	-86
Количество лиц	38	215	4	5	262



## Процентные ставки

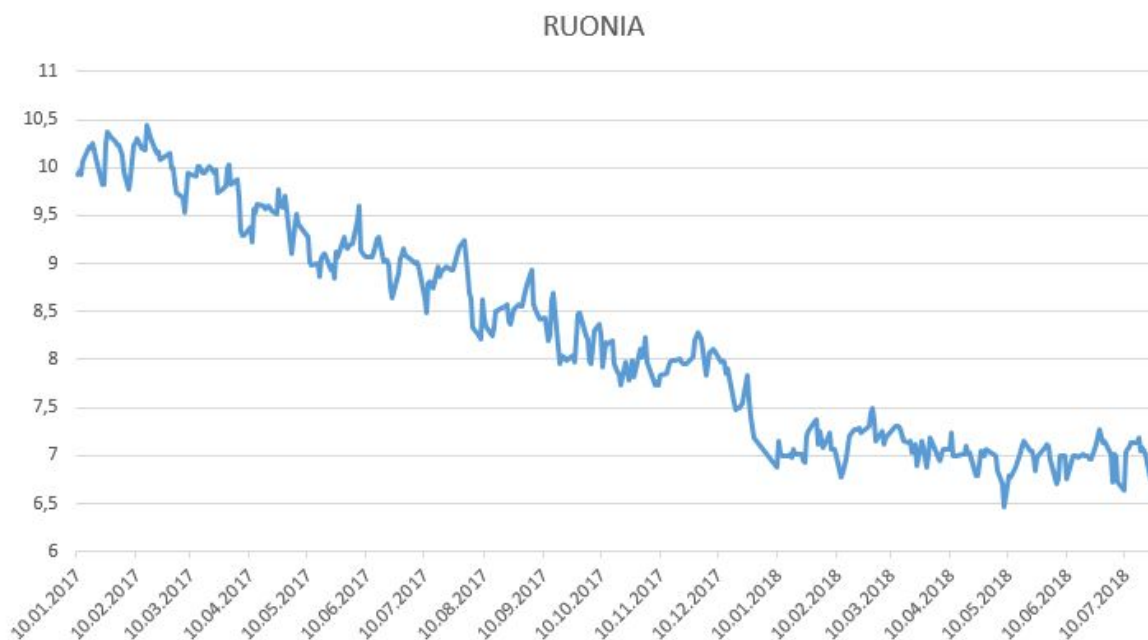
Совет директоров Банка России на июльском заседании решил сохранить ключевую ставку на уровне 7,25% годовых. На решение регулятора оставить ставку на прежнем уровне повлияли увеличившиеся инфляционные риски [1]. Хотя годовая инфляция остается ниже цели, повышение НДС с 1 января 2019 года не дает пространства для снижения ставки в данный момент. Это уже третье по счету заседание, на котором ЦБ принимает решение не менять ставку.

ЦБ отмечает, более уверенный рост экономики в 2017 – начале 2018 года, чем оценивалось ранее. Это существенно не меняет взгляд Банка России на влияние деловой активности на динамику инфляции, учитывая, что пересмотр данных в основном касается производства инвестиционных товаров. Проведение чемпионата мира по футболу внесло положительный вклад (0,1–0,2 п.п.) в годовой темп прироста ВВП в II квартале.

Банк России прогнозирует темп экономического роста в 2018 году в интервале 1,5–2%, что соответствует потенциальному росту российской экономики в условиях сохраняющихся структурных ограничений.

Судя по повторению тезиса о том, что дальнейшие решения по ставке будут приниматься на основе оценки инфляционных рисков, динамики инфляции и развития экономики относительно прогноза – **дальнейшее снижение ставки мы, в лучшем случае, можем увидеть только где-то ближе к концу года.** Инфляция постепенно ускоряется, а в четвертом квартале она будет выше 3,5% год к году, да и в следующем году нас ждет ускорение до 4,5%, и это еще в лучшем случае, если не случится дополнительных негативных факторов вроде падения курса рубля. Поэтому для ЦБ снижать ставку сейчас – это слишком смелый и опрометчивый шаг, а регулятор привык действовать с осторожностью. Следующее заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на 14 сентября 2018 года.

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в июле также не претерпела изменений, колеблясь в районе 7% [2].





В отличие от провального июня, июль оказался гораздо более удачным месяцем для внутренних заимствований Минфина. Из восьми аукционов, все были размещены полностью. Минфин учел ошибки прошлого месяца и сразу стал предлагать хорошую премию. Как итог, за июль, удалось привлечь 141 млрд рублей, а это очень близко к квартальным планам на уровне 450 млрд.

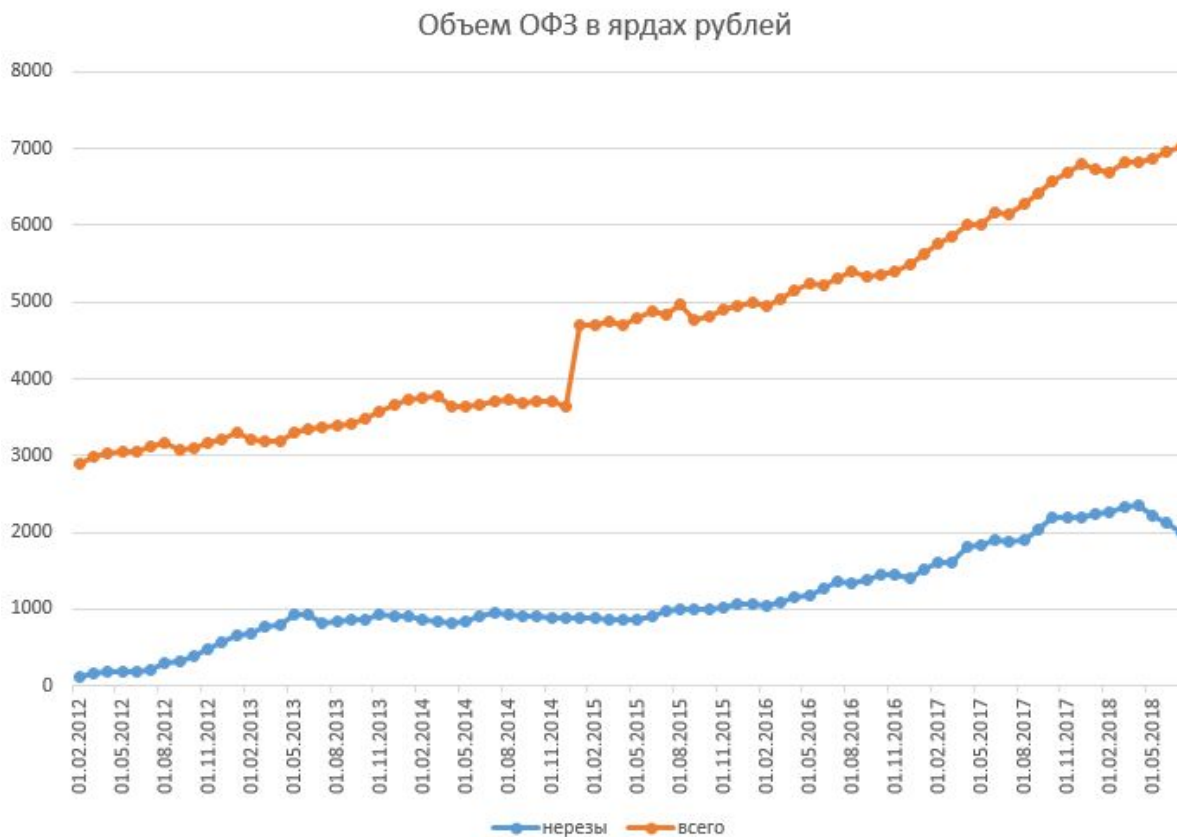
Доходность по цене отсечения находилась на уровне 7,7%



По представленным в июле данным ЦБ, **доля нерезидентов в ОФЗ на 1 июля упала до 28,2%** [3]. В абсолютных цифрах отток нерезидентов из ОФЗ составил 141 млрд. рублей.



Выбывших нерезов активно замещают резиденты, поэтому общий объем заимствований продолжает расти.



## Новые размещения

Июль не был богат на интересные размещения. Пожалуй, можно выделить только облигации ООО "Легенда", ООО «Солид-Лизинг» и ОАО "Центральная пригородная пассажирская компания".

## Легенда

ООО "Легенда" - девелоперская компания, входит в холдинг Legenda Intelligent Development. Компания создана в 2010 году, занимается строительством объектов жилой и коммерческой недвижимости Санкт-Петербурге. С 2010 года компания успешно реализовала 3 проекта («Победы 5», «Легенда на Оптиков, 34» и «Легенда на Яхтенной, 24»), на текущий момент в строительстве находятся 6 жилищных комплексов и 2 из них («Легенда Комендантского I очередь» и «Легенда Дальневосточного») - в завершающей фазе. Конечным владельцем компании является Василий Селиванов. В 2017 году Холдинг получил профессиональную премию Urban Awards, победив в номинации «Девелопер года», а Василий Селиванов был удостоен звания «Персона года» за личный вклад в развитие отрасли. Компания имеет рейтинг ruBB+ от агентства Эксперт РА [6].

В консолидированной отчетности за 2017 год [4] активы ООО "Легенда" и ее дочерних организаций оцениваются в 10,5 млрд. рублей. Выручка составила 5,4 млрд. рублей, годовая прибыль 717 млн. рублей.

Долговая нагрузка существенна и составляет 9,5 млрд.рублей из которых 7 млрд. краткосрочные обязательства.

Облигации выпускаются сроком на 3 года, объем выпуска 2 млрд рублей, купон составляет 14% годовых. Условиями выпуска предусмотрена амортизация со 2-го года обращения: по 7,75% от номинальной стоимости облигаций будут погашены в даты окончания 5-8-го купонных периодов, по 17,25% от номинала - в даты окончания 9-12-го купонных периодов.

По облигациям предоставлено обеспечение в форме оферты от бенефициарного владельца девелопера Василия Селиванова, ООО "Легенда инвест" и ООО "Легенда Комендантского".

"Средства от размещения выпуска будут направлены на частичное рефинансирование долга - таким образом, долговые метрики компании остаются на комфортном уровне при снижении стоимости обслуживания долга", - отмечает в сообщении девелопера. Организаторы рассчитывают на высокий спрос на бонды со стороны физлиц. "Я думаю, что такой выпуск может привлечь физических лиц, поскольку высокие ставки по депозитам в банках сейчас найти сложно", - пояснил ранее "Интерфаксу" директор по работе с эмитентами БКС Рустем Кафиатуллин [5].

К сожалению, оптимизм был преждевременен, компании не удалось полностью разместиться. Спрос был низок и в итоге удалось собрать лишь 1,454 млрд рублей. Это 72,7% от номинального объема выпуска. Всего была подана 21 заявка от инвесторов.

**Если учесть, что собираемые средства должны были пойти на рефинансирование долга, ситуация видится достаточно печальной. Видимо на рынке осталось крайне мало желающих кредитовать девелоперский бизнес. Мы их понимаем и тоже **не будем советовать приобретать облигации компании Легенда.****

Учитывая высокую закредитованность компании, сложности на девелоперском рынке и низкий спрос на данные бумаги на первичном размещении, мы не можем рекомендовать их к покупке, не смотря на высокий купон.

## ЦППК

**Менее доходным, но гораздо более надежным** видятся нам облигации ОАО "Центральная пригородная пассажирская компания" (ЦППК). ЦППК - пригородная пассажирская компания, обслуживающая пассажиров на всех направлениях Московской железной дороги. Самая крупная из 22 существующих в России ППК. Доля пригородных перевозок составляет около 63% в России и 96% на Москву и Московскую область.

Учредителями изначально выступили ОАО «РЖД», а также субъекты Российской Федерации Москва и Московская область. В последствии доли в компании были проданы и сейчас ОАО «Центральная пригородная пассажирская компания» стала полностью частной компанией.

Основная деятельность компании осуществляется на основе заключаемых с регионами-заказчиками долгосрочных договоров на транспортное обслуживание населения в пригородном сообщении, которые определяют маршрутную сеть и расписание движения поездов компании. Тарифы на проезд для пассажиров при этом устанавливаются органами власти субъекта-заказчика исходя из баланса соответствующей себестоимости перевозок ЦППК и объема субсидирования пригородных перевозок со стороны субъекта. Регулирование тарифов, однако, позволяет компании пользоваться долгосрочным поправочным коэффициентом в размере 0.01 в отношении затрат на железнодорожную инфраструктуру, предоставляемую ОАО РЖД, также в отношении компаний отрасли была закреплена льготная ставка НДС в размере 0%. Обозначенные факторы, вместе со сниженной ставкой по лизингу подвижного состава от контролируемых государством ПАО ГТЛК и АО Сбербанк Лизинг и важностью компании для

поддержания устойчивой транспортной связи внутри Московской агломерации, могут считаться фактором поддержки со стороны государства.

Согласно годовому отчету за 2017 год выручка общества составила 40,9 млрд. рублей, чистая прибыль 67 млн. рублей. Долговая нагрузка составляет 12,4 млрд. рублей из которых 6,5 млрд. рублей краткосрочные.

Ставка купона установлена на уровне 9.85% годовых. Купоны выплачиваются каждый 182 дня. Эффективная доходность равняется 10.09% годовых. Погашение облигаций состоится через три года без оферты. Кредитный рейтинг имеется от Эксперт РА на уровне «А-» со стабильным прогнозом [7]. Выпуск удовлетворяет требованиям по инвестированию средств пенсионных накоплений и страховых резервов.

Учитывая социальную значимость компании, высокий кредитный рейтинг, а также объем выручки позволяющий беспрепятственно обслуживать текущий долг, **мы можем рекомендовать приобрести облигации данной компании. Объем вложений мы бы ограничили 15% портфеля.**

## Солид Лизинг

ООО "Солид-Лизинг" небольшая компания, работающая на рынке с 2004 года. Предлагает лизинговое финансирование легкового и грузового транспорта, специальной строительной и железнодорожной техники, летательных аппаратов, морских и речных судов, коммерческой недвижимости, оборудования. Целью привлечения денежных средств является увеличение оборотного капитала.

Нам не понравилась отчетность компании за 2017 год. Чистая прибыль составляет всего 5 млн. рублей, выручка 468 млн, при долге порядка 1 млрд. рублей из которых 520 млн. краткосрочные [8,9].

Показатель	2016	2017	Изменение, %	I кв. 2018
Объем лизингового портфеля, млн руб.	519,1	612,9	15,3	658,6
Объем нового бизнеса (стоимость имущества, переданного в лизинг), млн руб.	207,7	419,2	49,6	109,6
Количество всех лизинговых договоров	162	175	7,5	161
Сумма новых лизинговых договоров, млн руб.	364,6	537,2	32,1	145,9
Средняя сумма сделки, млн руб.	6,4	7,3	12,3	8,3
Уровень просроченной задолженности, %	5%	3%	-40	3%
Количество партнеров - поставщиков	170	200	17	200

Также мы хотели бы обратить ваше внимание на структуру фондирования



из которой хорошо видно, что ее основой являются банковские кредиты. К сожалению, компания раскрывает только бухгалтерские отчеты, из которых нельзя понять, какие именно банки и в каком объеме кредитуют "Солид-Лизинг". Рискнем предположить, что львиную долю фондирования компания получает от материнского "Солид-Банка". На сайте компании есть косвенное тому подтверждение [10]



«Солид-Лизинг» имеет комфортные условия работы, пользуясь финансированием «Солид-Банка» для проведения регулярных сделок, а также специальными кредитными линиями Сбербанка, «Татфондбанка», банка МСП и др. Страхование сделок и техники проводится в ведущих страховых компаниях России, имеющих максимальный рейтинг надежности.

Интересно, как "Солид-Лизинг" удается пользоваться специальной кредитной линией от Татфондбанка, у которого уже 1,5 года как отозвана лицензия :). Ну да ладно.

Думаю, здесь будет уместно кратко рассмотреть "Солид-Банк" как кредитора и материнской структуры.

Акционерное общество «Солид Банк» является небольшим российским банком - 203 место по активам-нетто. Из плюсов, пожалуй, только неплохая ликвидность. Из минусов хронический убыток, из 1,6 млрд капитала недвижимости на балансе на 2 млрд. (20% от активов-нетто!). Если её стоимость завышена, то капитала может и не оказаться. Ну и гарантий на 5 млрд, в 3 раза больше капитала. Низкий рейтинг от Эксперт РА ruB-.

**Признаемся вам честно, мы недолюбливаем небольшие лизинговые компании и редко рекомендуем их облигации к приобретению. Не станет исключением и "Солид-Лизинг", который собрал в себе прекрасный набор рисков.** Помимо рисков самой лизинговой компании, вы приобретаете и риски банка без фондирования которого выживаемость компании с таким долгом находится под большим вопросом.

## Домашние Деньги

Теперь о печальном. К сожалению, и в июле не обошлось без дефолтов. К счастью отличилась только одна компания и у той дефолт уже после реструктуризации. Речь идет о компании «Домашние деньги». Компания не смогла выплатить первый купон согласно собственного плана реструктуризации, сославшись на нехватку средств. Детально останавливаться на ней мы не будем, в прошлых выпусках «Мозговика» уже делался детальный разбор компании [11,12]. Напомним только, что такой исход был предопределен. Мы писали о том, что практически 75% портфеля микрозаймов компании были фактически невозвратными и спасти ее может только чудо. Чуда не случилось.

Закончить обзор облигаций мы бы хотели на мажорной ноте. Компания O1 Properties, о нелегкой судьбе которой мы писали в 5 выпуске Мозговика [12], успешно выплатила финальный купон и погасила облигации 1 серии. Это пример редких, но все-таки случающихся, приятных неожиданностей на нашем долговом рынке. Поздравляю всех тех кто верил в компанию и купил их бумаги на проливе.





## Источники

1. <http://www.cbr.ru/press/keypr/>
2. <http://www.ruonia.ru/archive.html>
3. [http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM\\_52410#CheckedItem](http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=ITM_52410#CheckedItem)
4. <http://e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1447027>
5. <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=4809484>
6. <https://raexpert.ru/releases/2018/Apr26b>
7. <https://raexpert.ru/releases/2017/Aug24a>
8. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1453568>
9. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1453570>
10. <http://www.solid-leasing.ru/page/kompaniya-solid>
11. <http://mozgovik.com/a/20180507.pdf>
12. <http://mozgovik.com/a/20180607.pdf>

## Сводная таблица рекомендаций

макро-трейды						
			вход	тайминг	риск	риск, %
7.2018	<a href="#">S&amp;P500</a>	↓	2765	12 мес	3000	5%
5.2018	<a href="#">Brent*USDRUB</a>	↕	4680	6 мес	5148	2,5%
портфель акций						
			вход	тайминг	доля портфеля	цель
5.2018	<a href="#">ОФЗ 26208</a>	↑		12 мес	50%	
6.2018	<a href="#">GAZP</a>	↑	136,5	24 мес	10%	200
6.2018	<a href="#">MOEX</a>	↑	113	∞	5%	150
6.2018	<a href="#">QIWI</a>	↑	1080	∞	5%	1500
7.2018	<a href="#">TGKA</a>	↑	0,0093	∞	5%	0,015
портфель облигаций						
		Доход	Купон	Оферта	Лимит в портф	
	<a href="#">ОФЗ 26210</a>	6,9%	6,8%	11.12.2019	∞	
	<a href="#">Волгоград 34007</a>	8,2%	12,3%	10.10.2019	30%	
	<a href="#">Детский Мир 04</a>	8,1%	9,5%	03.04.2020	20%	
	ЦППК 02	10,1%	9,85%	03.08.2021	15%	
	<a href="#">Мечел 17 18 19</a>	11,5%*	10,2%	27.05.2021	10%	
	<a href="#">Геотек</a>	18%*	10,3%	16.10.2019	5%	
	<a href="#">Грузовичкоф</a>	13,5%	17%	28.03.2019	3%	

<a href="#">ГД Мясничий</a>	14,2%	13,5%	25.06.2019	3%	
<a href="#">Ломбард Мастер</a>	18,4%	19,0%	24.06.2019	3%	
<a href="#">Дядя Дёнер</a>	14,80%	14,00%	20.05.2019	3%	
<a href="#">ПЮДМ</a>	19,20%	18%	25.05.2019	3%	
Легенда				0%	
Солид Лизинг				0%	
Пионер лизинг				0%	
Домашние Деньги				0%	
СТТ				0%	
Сибирский гостинец				0%	
* ориентировочная доходность					
инвестиционные тезисы кратко					
GAZP	Тактически может вырасти, т.к. сильно отстает от остальных в 2018				
QIWI	Недорог и платежный бизнес растет. Очень мутные перспективы "Совести"				
MOEX	Возможно улучшение показателей 2019-2020 в связи с ростом % доходов, но есть неизвестное - как изменятся клиентские остатки.				
MSNG	Ждем падение выручки в связи с окончанием сроков ДПМ, предстоит большая модернизация				
TGKA	Очень недорогая компания, потенциал существенного увеличения дивидендов; но корпоративное управление под вопросом (ГЭХ). Неопределенность после 2020 года.				
HYDR	Гигантская стройка без отдачи. Нет позитивных драйверов				
VTBR	Ожидаем пик результатов в 2017-2018 и дальше спад				
RUAL	Оценка акций Русала не настолько низкая, чтобы оправдать тот риск, с которым связано владение ими				
MGNT	Недешевая компания, бизнес ухудшается				
AFKS	Недооценка по <u>текущей</u> цене активов, но большие риски по денежным потокам				
CHMF	Пик цикла в отрасли проходим, 12-24 мес ожидаем снижения прибыли и дивидендов				



### 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