

Регулярный #11 Декабрь 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.

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

mozgovik.com

Мозговик #11/18, оглавление:

Что изменилось?	3
Шорт S&P500	4
Чему научил этот год?	5
Лидеры и аутсайдеры последних 30 дней	6
USDRUB	7
Нефтегаз	8
АФК Система	9
Газпром	9
Банк Санкт-Петербург	10
Россети	10
Лизинговая компания «Роделен»	13
ООО "МСБ-Лизинг"	14
Все Инструменты.ру	16
Самаратранснефть-Терминал	19
Открытие Холдинг	19
Сводная таблица рекомендаций	20

Что изменилось?

2018 год стал интересным. 90% классов активов снизились в цене. Акции, облигации, сырье - подешевело почти всё.

Наша осторожная стратегия **пока работает хорошо**. В [прошлом месяце мы посвятили большую часть обзора](#) предостережению по S&P500. С тех пор индекс упал на 9%, вопреки общим ожиданиям рождественского ралли и несмотря на порцию позитивных для американского рынка новостей. В результате, хорошо отработал шорт по S&P500, который мы "тянем" с июля.

Нейтральное отношение к доллар-рублю также пока работает. ОФЗ, в которых мы держим существенную часть портфеля припали за последние месяцы. Но наша полная сосредоточенность на коротком сроке до погашения также полностью себя оправдала. Акции QIWI и AGRO вели себя лучше рынка за последние 30 дней, хотя мы не стали бы сильно.

Из позитивного можно отметить то, что о возможной рецессии в США мы заговорили раньше, чем об этом начал говорить рынок, поэтому дальнейшее развитие событий для нас не стало сюрпризом.

В этом разделе мы отмечаем те изменения, которые произошли с момента публикации последнего выпуска Мозговика.

- ФРС изымает теперь ликвидность с рынка со скоростью \$50 млрд в месяц. В результате скупки облигаций пик баланса был достигнут к 2015 году на уровне \$4,5 трлн. Сейчас эта величина опустилась ниже \$4,1 трлн и продолжит снижаться.
- ЕЦБ объявил о приостановке QE с 1 января 2019. Программа действовала 3 года, было выкуплено гособлигаций на сумму €2,6 трлн. В 2018 году ЕЦБ дважды снижал объем месячного выкупа - в январе до €30 млрд/мес, в сентябре - €15 млрд/мес. Повышение ставки ЕЦБ ожидается не раньше конца лета 2019.
- Ставка ЦБ РФ +0.25пп - до 7,75%
-
- Нефть \$66 -> \$56. ОПЕК+ приняла решение о сокращении добычи на 1,3 млн баррелей с 2019 на фоне переизбытка добычи
- Конфликт США-Huawei. Арест финдиректора Huawei Менг Ванжоу в Канаде и освобождение под залог.
- Конфликт в Керченском проливе. Задержано 12 украинских моряков. Порошенко вводит военное положение. Украина вводит запрет на въезд мужчин из России 16-60 лет. Естественно, Запад обвинил Россию. Ждем новых санкций за это.
- G20 в Буэнос-Айресе: Торговая война встала на паузу. Трамп не будет повышать пошлины с 10% до 25% на товары \$200 млрд. Китай в ответ должен купить много продукции США, чтобы сократить дефицит американской торговли с Китаем (~\$250 млрд). Китаю дан "испытательный срок" 90 дней.
- ФРС меняет тон. Пауэлл сказал, что ставка уже близка к нейтральному уровню. Ожидания двойного повышения ставок ФРС в 2019 испарились, хотя формально ФРС подтверждает намерение дважды повысить ставку.
- Восстание "желтых жилетов" в Париже.

Комментарий к изменениям:

В целом, мы были настороженно настроены в отношении фондового рынка в прошлых выпусках Мозговика. То, что мы наблюдаем сейчас - это реализация-подтверждение наших опасений.

(↓ ↓ ↓) Мы видим ужесточение монетарных условий в основных источниках мировой ликвидности. Этот процесс будет продолжаться в 2019 году в негативном для рынка русле.

(↓ ↓ ↓) Мы видим рост ставки ЦБ РФ. Рост ставки, провальные аукционы ОФЗ - все это ведет к удорожанию денег, что в целом негативно для фондового рынка. Дивидендным акциям становится сложнее соревноваться с доходностью ОФЗ.

(↓ ↓ ↓) Предвыборная ситуация в Украине заставляет Порошенко разыгрывать карту "российской агрессии", что опять ухудшает инвестиционный климат

(↓ ↓ ↓) Рублебочка за 2 месяца упала с 5600 руб за баррель до 3800 руб - уровень годичной давности. При этом российский нефтегаз +33% с начала года, ROSN, NVTK, TATN выросли на 40%+.

Кроме того, что акции стали дешевле, за последние 30-35 дней мы не увидели почти ничего хорошего. Особое внимание на ставки. Чем выше ставки, тем меньше интереса к компаниям с высоким долгом. Мода на дивидендные акции также может пройти. Будьте осторожны! Акции, которые платят дивиденды, могут по-прежнему платить хороший дивиденд, но в условиях роста ставок, цена этих акций может продолжать падать.

Шорт S&P500

Держать шорт по S&P500 было сложно те несколько месяцев, пока аналитики ведущих мировых банков пели соловьями о новых грядущих рекордных максимумах S&P до конца года. За месяц мы провели еще более детальный анализ ситуации вокруг S&P500 и вот к чему мы пришли.

Вероятно, главный фактор, это окончание QE и начало QT - количественное сжатие. ФРС сокращает баланс на \$50 млрд в мес, забирая у рынка ликвидность. ЕЦБ прекращает QE до конца года. О чем это говорит? А давайте вспомним, что у нас росло, пока ликвидность лилась на рынки?

- акции
- облигации, high yields
- технологический сектор
- биток и прочий крипто-мусор
- недвижимость (REITs)

При этом плохо себя показали:

- сырье
- золото
- волатильность

В текущих условиях самая надежная ставка, на наш взгляд, - это рост волатильности. Это значит, что рынок будет и падать и расти на большое количество процентов.

За последний месяц мы закрыли вторую часть нашего шорта S&P500. Почему? Дело в том, что мы считаем вероятным отскок, в результате которого, мы рассчитываем снова переоткрыть позиции на понижение. "Уверенную часть" снижения индекс прошёл и мы её забрали себе в карман.

Вектор ликвидности направлен вниз, но другие факторы пока не дают очевидный шорт:

- Фактическая ситуация в США пока не дает намеков на ближайшую рецессию. Экономика США стремительно создает новые рабочие места, производительность труда бьет все рекорды. ВВП 3 кв +3,5%, безработица 3,7% - мин. за 49 лет. Зарплаты +3,1%/г - макс с 2009 года. Все это заставляет экономистов считать отдаленным риск реальной рецессии в США
- нет никаких признаков пузыря на S&P500. Пузырь FAANG¹ уже существенно похудел.
- доходность дивиденды + обратный выкуп по S&P500 составляет около 5% за год

¹ FAANG - группа из 5 акций FB, AAPL, AMZN, NFLX, GOOG

- в прошлом рецессия в США никогда не наступала так быстро при текущей конфигурации макро-параметров
- американские компании продолжают скупать акции
- 7 из 7 последних рецессий предшествовала инверсия кривой доходности 2-10 лет. Доходности сблизились, но инверсии пока нет



Конечно же, никаких длинных позиций по S&P500 мы не открываем, так как динамика рынка сейчас выглядит крайне пессимистично.

Что нас смущает?

- QT
- сильный рост корп долгов в США
- американские компании должны погасить \$1,3 трлн до 2020, а ставки растут.
- торговая война с Китаем

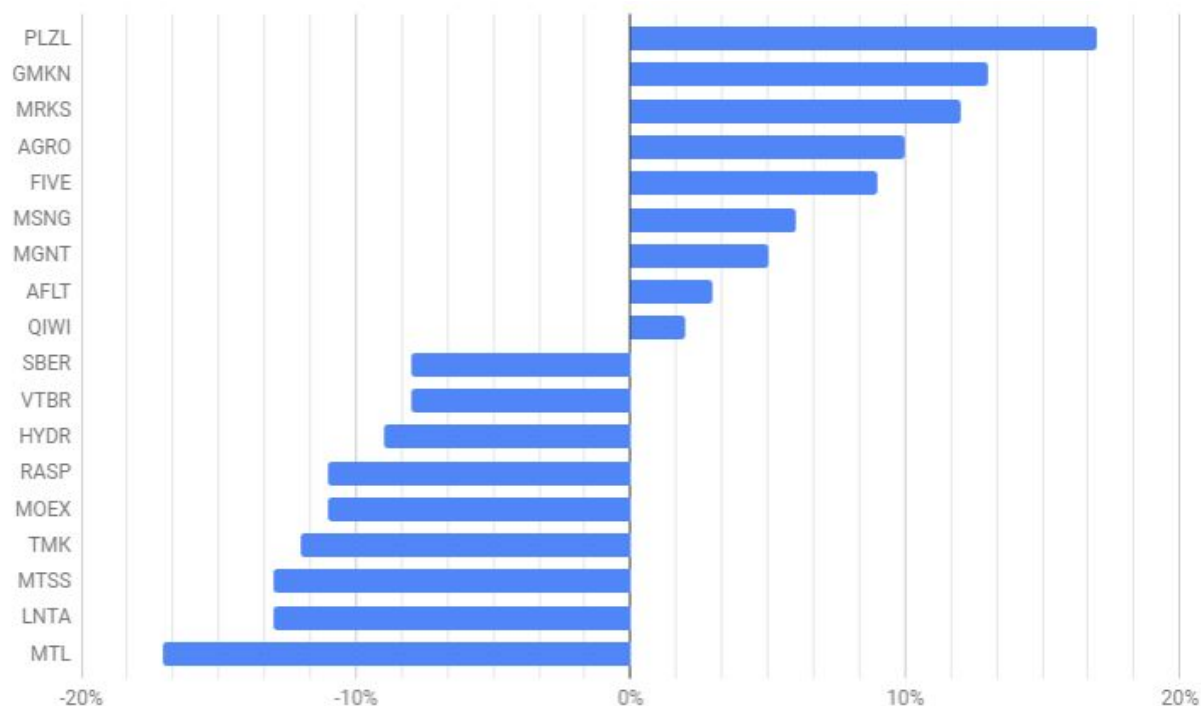
Чему научил этот год?

Отделение одного года от другого условно и мы бы хотели воспользоваться этой условностью лишь для того, чтобы подвести некоторые итоги и сделать выводы.

Чему нас научил этот год?

1. Время, затраченное на анализ, можно конвертировать в успех на фондовом рынке.
2. Зарабатывать можно и без плечей.
3. 99% времени надо тратить на сбор информации и ее обработку. А 1% и менее - на треп и активные действия.
4. Невозможно собрать всю информацию 1 раз, принять инвестиционное решение и сидеть годами на попе ровно. Необходимо постоянно с той или иной частотой (месяц или квартал) оценивать новую входящую информацию и оценивать как она влияет на перспективы инвестиций.

Лидеры и аутсайдеры последних 30 дней



PLZL +17% - мы не до конца понимаем природу этого роста.

GMKN +13% и новый рекордный максимум (в рублях) - подозреваем, что кроме рекордов по ценам на палладий (\$1263/Oz) идет постоянная скупка акций с рынка Владимиром Потаниным. Даже после роста цены акций дивидендность LTM составляет 10,4%.

MRKS +12% - нет идей.

AGRO +10% - цены на все группы продаж у Русагро выросли, что позитивно сказывается на отчетности.

FIVE +9% **MGNT +5%** Качественных изменений в секторе пока нет. Возможно на фоне падения цен на нефть и стабилизации рубля происходит небольшая ротация капиталов во внутренние секторы.

MSNG +6% Здесь опять-таки нет видимых причин для покупок, кроме как факт перепроданности и возможная ротация.

AFLT +3% Падение цен на нефть в рублях должно вернуть Аэрофлот к жизни. Еще месяц назад мы отмечали, что аэрофлот - главный бенефициар падения "рублебочки".

QIWI +2% Просто отмечаем бумагу в нашем портфеле, что она пока держится лучше рынка. Долю не наращиваем. Основная переоценка в плюс произошла в предыдущем месячном интервале.

SBER VTBR -8% Фин.сектор остается наиболее чувствительным к санкционной теме. Кроме того, растут процентные расходы банков, ВТБ может сократить дивиденды 2018 из-за нехватки капитала. Все о чем мы прежде писали остается актуальным.

HYDR -9% Мы уже объясняли [в Июле](#) почему Русгидро не интересна. Кроме того, что менеджмент повысил на 20 млрд прогноз по цене стройки на следующий год, ничего не изменилось. Денежные потоки отрицательные, дивиденды призрачные.

RASP -11% Мы закрыли этот трейд до pump&dump. Памп был на ожиданиях дивидендов, дампа - на том, что их не выплатили здесь и сейчас. Избы покатали своих клиентов на русской горке.

MOEX -11% Финсектор под риском санкций. В Мосбирже, как и в Сбербанке, было относительно много нерезидентов, возможно они снижают риски. В то же время, стоит иметь в виду, что Мосбиржа является прямым бенефициаром роста волатильности и роста процентных ставок. Мультипликаторы биржи не такие уж низкие... да, доходы вырастут из-за повышения ставок, но не так сильно, чтобы компенсировать риск новых санкций против финсектора РФ.

TMKR -12% Для производителей труб настали тяжелые времена. Загрузка по выпуску труб большого диаметра упала до 46,7%. В 2019 г загрузка опустится ниже 40%. Причина - Газпром завершает строительство больших проектов. Транснефть в 19 году не будет расширять сеть - новые трубы только для ремонта.

MTSS -13% Вышел отчет с квартальным убытком 37 млрд. руб. Дядя Сэм может наказать МТС за взятки в Узбекистане. МТС может остановить дивидендные выплаты. Неожиданные новости - акции камнем вниз.

LNTA -13%. Гипермаркеты страдают больше, чем сектор в целом. Основной удар по Ленте пришелся на новость об уходе ключевого менеджера компании - Яна Дюннинга.

MTL -17% Падает в основном обычка. А что в ней ловить? Префку держат от падения дивиденды.

USDRUB

Несмотря на сильное падение цен на нефть, мы пока остаемся нейтральны в отношении доллар-рубля. К сожалению, мы признаем свое бессилие в прогнозировании цен на нефть. Если нефть упадет до \$20, да рублю будет плохо.

По расчетам самого Банка России при цене нефти \$55 сальдо торгового баланса России в 2019 году составит \$71 млрд, чистый отток по фин.счету составит -\$19 млрд. Разница в \$52 млрд пойдет в резервы. Таким образом, даже при нефти \$55/баррель формально мы имеем условия для укрепления рубля, а не его ослабления.

Нефтегаз

Интересная ситуация складывается с российским нефтегазом. Российский индекс Mircex Oil&Gas вырос с начала года на 32%, акции Роснефти, Татнефти, Лукойла - более чем на 40%.

При этом нефть в рублях вернулась на уровень конца 2017 года:



Многие считают, что гибкий валютный курс и политика Минфина создают хедж для нефтяных компаний - при падении цен на нефть, должен улететь вверх рубль. Но пока этого мы не наблюдаем. Как следствие, мы приходим к одному из двух выводов:

- Нефть в рублях перепродана и ее надо покупать
- Нефтяные компании переоценены и их надо продавать

Возможно эта логика может дать на выходе синтетический трейд
LONG OIL + LONG USDRUB + SHORT (ROSN, LKOH, NVTK)

Инвесторы, которые заходят в акции, подвержены инерционности. Они полагают, что нефть отскочит и вернется к какому-то среднему уровню и начинают выходить из акций, когда видят отчетность, и то, как сильно упали доходы компании. Поэтому мы пока полагаем, что **наш российский нефтегазовый сектор несколько переоценен.**

АФК Система

Идут новости по Системе. Системе нужны деньги. Процентные расходы Системы по долгу 200 млрд составляют около 25 млрд рублей в год. Они полностью закрывались дивидендами дочек. Но основная денежная машинка Системы - МТС (около +25 млрд дивидендов в пользу Системы за последние 12 месяцев) сломается на год из-за возможной отмены дивидендов по причине формирования резерва по иску по "узбекскому делу".

20 ноября МТС "обрадовали" акционеров убытком 37 млрд в результате формирования резерва 56 млрд рублей. .

- Создан резерв 55,8 млрд руб антикоррупционное расследование в Узбекистане
- Самого штрафа пока нет, это лишь прогноз по штрафу.
- Сумма сопоставима с размером годовых дивидендов МТС(52 млрд руб).
- Veon (-\$785 млн) и Telia (-\$965млн) уже получили штрафы.
- Расследование ведут SEC и минюст США.

Акции МТС с тех пор упали на 12%.

Евтушенков спешно стремится распродавать активы. В [Мозговик #7](#) мы отмечали, что распродажа активов - ключ к высвобождению внутренней стоимости акций АФК.

1. Система хочет продать нефтяной проект в Гренаде - Global Petroleum Group. По оценке консалтинговой фирмы DeGolyer проект оценен в \$774, т.к. доля Системы в нем около 35,6 млрд руб. Пока ведутся переговоры с китайцами. Сообщается, что "интересуется один китайский фонд".
2. Система продает Гуцериеву Детский Мир. Керимов с дистанции сошел. Долька по рынку стоит 35,5 млрд руб. Если продавать с премией, то можно выручить до 42 млрд руб. Сделка будет закрыта самое позднее - в 1 квартале 2019. Но по цене пока не договоренности нет.
3. Система докупила OZON.ru с 9,3% до 16,3%. Потратить на это могли \$57 млн.
4. За последний месяц мы видим рост медиа-активности вокруг дочек Системы: Сегежи, Медси и Степи. Возможно, идет предпродажная подготовка.

У нас осторожный взгляд на весь российский рынок.

А Система слишком неуверенная история в настоящий момент для нас.

Держимся в стороне.

Газпром

28 ноября на форуме ВТБ-Капитал между делом было заявлено, что Газпром может увеличить дивиденды по итогам 2018 года, их размер может быть двузначным (>10руб). 10 рублей - это всего лишь 6,5%. Шансов для более существенной выплаты (например 50% МСФО) мы не видим. Резкий вынос Газпрома на новостях с форума нам был не понятен, и акции закономерно съехали обратно к 150 руб.

Совет директоров Газпрома будет в 20-х числах декабря, когда будут утверждать бюджет на 2019 год. Никаких точных ориентиров и гарантий Круглов не дал. В проект госбюджета заложен дивиденд Газпрома 23,67 руб на акцию.

Газпром вот-вот завершит свои мегакапексы и должен где-то тут начать расти. Но есть несколько вопросов из-за которых Газпром пока не вернулся в наш портфель.

1. Возможные санкции против Северного Потока
2. Теплая зима, падение цен на газ в Европе и объемов поставки
3. Не начнет ли Газпром новые стройки

Банк Санкт-Петербург

БСПБ не оставляет надежд утроить свою собственную капитализацию.

29 ноября набсовет БСПБ принял решение изменить дивидендную политику. Если раньше банк платил дивиденды 20% прибыли РСБУ, то теперь будет платить не менее 20% МСФО.

Прибыль МСФО 2017 = 7,5 млрд руб.

Прибыль РСБУ 2017 = 4,2 млрд руб.

Дивиденды 2017 = 0,8 млрд руб.

При новой политике они были бы 1,5 млрд руб, или 3 руб на акцию или дивдоходность 6,5%. Другое дело, если бы банк заплатил не 20%, а 50% прибыли, тогда доходность бы выросла гораздо интереснее.

Но у нас есть подозрение что с капиталом БСПБ не всё однозначно. Капитал Банка может сильно плавать - всё зависит от качества активов. Если активы хуже, чем об этом написано в отчетности, банку нужно всё время накапливать капитал, чтобы закрыть будущие проблемы, невозвраты и т.п. БСПБ с подозрительным упорством наращивает капитал.

Если же предположить, что дивиденды составят 20% МСФО, то это не так уж интересно, поскольку сейчас многие более качественные акции финансового сектора России выглядят интересно: даже Мосбиржа, но все они меркнут на фоне того, как интересно выглядит Сбербанк. Если вы не верите в санкции против российских банков или верите в деэскалацию конфликта Россия - Западный Мир, то лучше конечно брать Сбербанк, а не БСПБ.

Россети

В декабре Павел Ливинский официально подтвердил, что Россети изучают возможность допэмиссии в пользу частных инвесторов. Дословно: "Мы считаем, что это правильный шаг (привлечение нового инвестора в капитал – ИФ), если будет принято решение о допэмиссии государством. А кто придет, кто предложит наилучшие условия – мы рады всем, кто верит в наше развитие". Это бесспорно позитивная новость. Допку нельзя делать ниже номинала в 1 руб, а акции стоят сейчас 0,77.

Чтобы привлечь инвесторов в капитал, им надо что-то предложить. У Россетей есть что предложить - это внятная адекватная дивидендная политика. Поэтому мы понимаем что в Россетях может быть драйвер роста на 25%-30% вверх, легко. Бумага последний месяц ведет себя лучше рынка (+8%). Из сетевых компаний лучше только MRKS (+13%).

Без ключевых изменений эти акции не интересны - дивдоходность по обычке сейчас составляет 1,5%. Наблюдаем. Возможно инсайдер подтаривает бумагу.

Облигации

Выход мозговика сильно задержался в декабре, текущий обзор представлен по состоянию на 10 декабря. Приносим извинения.

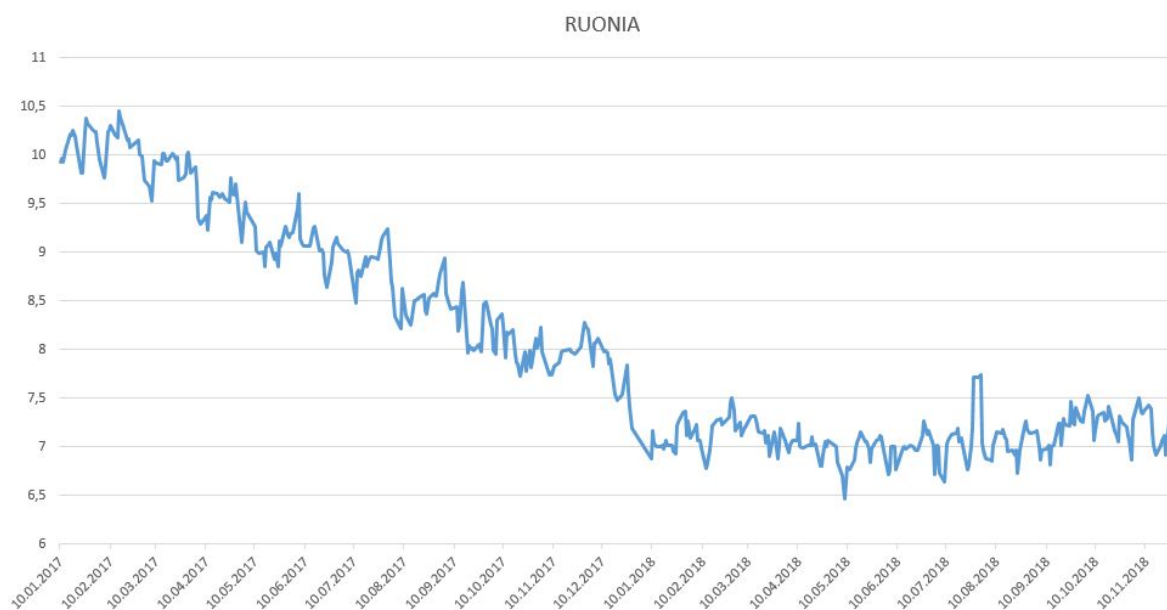
В ноябре, Совет директоров Банка России, на котором рассматривают вопрос об уровне ключевой ставки, не собирался. В настоящий момент ставка составляет 7,5%, последнее повышение было в начале сентября. На ближайшем заседании Банка России по ключевой ставке, 14 декабря, совет директоров будет рассматривать вариант сохранения или ужесточения денежно-кредитной политики. Вариант с понижением ставки нами исключается.

На инвестфоруме ВТБ Капитал "Россия зовет!" Эльвира Набиуллина заявила, что сейчас в РФ преобладают проинфляционные риски, но российский Центробанк будет делать все возможное, чтобы удержать инфляцию вблизи целевого показателя. "Что касается денежно-кредитных условий, у нас произошло определенное ужесточение денежно-кредитных условий во втором полугодии этого года. В наибольшей степени это отразилось на доходностях ОФЗ... Центральный банк будет делать все, чтобы инвесторы поверили, что мы хотим и в состоянии удержать инфляцию в перспективе около цели, для того чтобы способствовать таким образом снижению долгосрочных ставок", сообщила глава ЦБР [1].

То есть, с одной стороны, ЦБ хочет удержать инфляцию заданных рамках, а с другой способствовать снижению долгосрочных ставок. На наш взгляд, сохранению данного баланса, на данный момент идеально бы подошла нейтральная кредитно-денежная политика, с неизменностью ключевой ставки на ближайшем заседании. Исходя из этого, мы прогнозируем, что 14 декабря Совет директоров Банка России оставит ключевую ставку на том же уровне.

По нашим оценкам, рынок ожидает неизменности ставки, либо её повышение в размере 25 базисных пунктов. Поскольку, именно эти сценарии, нам и кажутся наиболее вероятными, мы не ждем серьёзной рыночной реакции после заседания ЦБ.

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

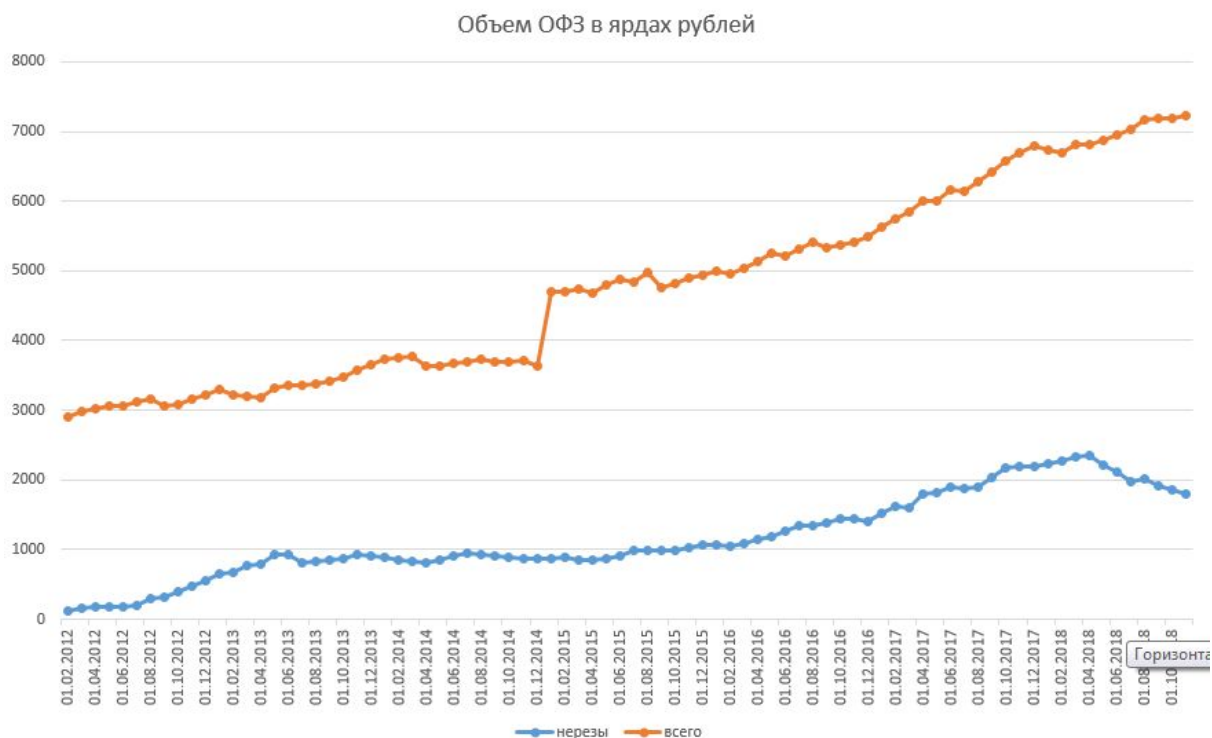


В ноябре Минфину удалось успешно разместиться в 6 выпусках из 8, что по сравнению с неудачами сентября и октября выглядит как успех. Из предложенных на аукционах 60 млрд. удалось разместиться на 49 млрд рублей. Всего в четвертом квартале удалось привлечь 100 млрд рублей, при заявленном плане в 310 млрд. Шансов на успешное выполнение плана конечно нет.

Усредненная доходность по цене отсечения ОФЗ с постоянным купоном в ноябре колебалась в районе 8,5%.



Продолжает падать доля нерезидентов в ОФЗ, а также их номинальный объем. При этом суммарный объем вложений в облигации федерального займа практически не меняется. Это говорит нам о том, что выбывших нерезидентов пока удастся компенсировать резидентными покупками.



В ноябре было несколько интересных размещений, также ряд интересных выпусков запланирован на начало декабря. Лидером среди отраслей размещающихся компаний можно смело назвать лизинг. Такого количества компаний из одного сектора экономики, решивших одновременно выйти на рынок долга, мы, пожалуй, не припомним. В ноябре начали размещаться – ЛК Роделен, МСБ-Лизинг, вторую серию облигаций выпустил Роял Капитал. На декабрь анонсированы выпуски ЛК БЭЛТИ ГРАНД, ЗАО

«Столичный Лизинг», Ас Финанс, ПР-лизинг делает БО-2, Солид-лизинг БО-3. Складывается впечатление, что не все хорошо с ликвидностью в лизинговом бизнесе.

Давайте рассмотрим размещающихся на данный момент ЛК Роделен и МСБ-Лизинг поподробнее.

Лизинговая компания «Роделен»

универсальная лизинговая компания, работающая на рынке с 2007 года и предоставляющая в лизинг телекоммуникационное оборудование, грузовой автотранспорт, легковой автотранспорт, спецтехнику, производственное оборудование, оборудование для коммунального хозяйства, торговое оборудование и недвижимость. По итогам 2017 года «Роделен» в рейтинге лизинговых компаний России, проведенным рейтинговым агентством «Эксперт» заняла 69 место [3]. На текущий момент клиентами ЗАО ЛК «Роделен» являются более 300 компаний. За 11 лет работы компания провела более 1100 лизинговых сделок общей стоимостью 6 млрд 732 млн. рублей и расширила географию предоставления услуг и лизинга до 7 федеральных округов (Санкт-Петербург, Москва, Северо-Западный ФО, Центральный ФО, Южный ФО, Сибирский ФО, Уральский ФО). Штаб-квартира расположена в Санкт-Петербурге.

Объем выпуска облигаций 200 млн рублей, срок обращения выпуска - 3 года. По выпуску предусмотрено 36 ежемесячных купонов. Ставка купонов установлена в размере 12,5% годовых на весь срок обращения облигаций. Выпуск предусматривает ежемесячные амортизационные выплаты в размере 2.78% от номинальной стоимости (2.70% в последний купонный период). Организатором размещения выступает ИК "Цэрих Кэпитал Менеджмент". Цель размещения - пополнение оборотных средств Общества для финансирования заключаемых лизинговых сделок, рефинансирование текущего кредитного портфеля с целью оптимизации стоимости привлечения заёмного капитала.

Размещение выпуска началось 26 ноября, идет оно мягко говоря не очень удачно, на данный момент удалось разместить всего 21 млн. из запланированных 200.

Основным источником фондирования ЛК на данный момент являются банковские займы:

Кредитор	Ссудная задолженность на 30.09.2018, тыс. руб.
ПАО "СБЕРБАНК"	224 294,40
ПАО БАНК "СИАБ"	135 545,00
АО Банк "Объединенный капитал"	115 845,71
АКБ "ФОРА БАНК"	54 328,13
Займы	46 274,85
ИТОГО	576 288,09

Облигационный заём поможет диверсифицировать источники финансирования компании.

Отчетность [4] ЗАО ЛК «Роделен» вызвала у нас двойные чувства. С одной стороны, у компании есть неплохой оборот, а с другой мы наблюдаем рост долга, уменьшающуюся прибыль и капитал.

Данные из годовой отчетности [5] мы собрали в сравнительную таблицу ниже.

ООО "МСБ-Лизинг"

основано в 2004 году под брендом "Адмирал-лизинг", с 2011 года в связи со специализацией компании на работе с субъектами малого и среднего бизнеса принято решение о ребрендинге и смене названия компании на ООО "МСБ-Лизинг". Компания является участником государственной программы по субсидированию договоров лизинга строительно-дорожной и коммунальной техники. По итогам 2017 года «МСБ-Лизинг» в рейтинге лизинговых компаний России, проведенным рейтинговым агентством «Эксперт» заняла 76 место [6]. Оказывает услуги лизинга в Южном федеральном округе и Ставропольском крае.

Объем выпуска облигаций 150 млн рублей, срок обращения выпуска - 2,5 года (900 дней). По выпуску предусмотрено 30 ежемесячных купонов. Ставка купонов установлена в размере 13,75% годовых на весь срок обращения облигаций. Выпуск предусматривает ежемесячные амортизационные выплаты, начиная с 5 купонного периода, в размере 3.85% от номинальной стоимости.

Размещение выпуска началось 21 ноября, на данный момент удалось разместить 67,6 млн. из запланированных 150 млн.

В принципе, к отчетности [7,8] особой претензии у нас нет. Выручки и прибыли на данный момент вполне достаточно для успешного обслуживания долга, капитал, выручка, прибыль и лизинговый портфель растут.



Хотелось бы видеть увеличения рентабельности продаж. В принципе рост прибыли в последнем опубликованном отчете, за 2 квартал 2018 года [9], дает нам такую надежду.

Для наглядности, мы решили сравнить два размещающихся лизинга по параметрам выпусков и финансовым показателям.

	ЗАО ЛК «Роделен»	МСБ-Лизинг
Объем размещения, т.р.	200000	150000
Ставка купона, %	12,5	13,75
Периодичность выплат, дн.	30	30
Ближайшая оферта/погашение	10.11.2021	09.05.2021
Капитал, т.р.	92194	139607
Выручка, т.р.	560373	649194
Чистая прибыль, т.р.	43178	15737
Долг, т.р.	1141523	544556
Долг/Прибыль	26,4	34
Долг/Выручка	2	0,8
Долг/Капитал	12,4	3,9

Финансовые данные мы брали из годовых бухгалтерских отчетностей за 2017 год [5,7,8].

МСБ-Лизинг кажется нам более интересной компаний и по показателям, и по условиям выпуска. Не смотря на нашу нелюбовь к лизинговым компаниям в целом, мы все-таки решили добавить МСБ-Лизинг в список рекомендуемых к приобретению с долей не более 3% от объема портфеля.

В ноябре прошло размещение второго выпуска биржевых облигаций компании «ГрузовичкоФ». Целью привлечения облигационного займа является погашение части задолженности по дорогим в обслуживании лизинговым программам, что позволит компании снизить эффективную ставку почти на 10%. Освободившийся денежный поток в сумме 1 млн рублей ежемесячно будет направлен на финансирование развития IT-платформы.

Объем нового выпуска небольшой, всего 40 млн. рублей, процентная ставка фиксированная на весь срок до ноября 20 года – 15% годовых. Напомню, первый, рекомендованный нами к приобретению, выпуск размещался под 17% годовых.

Проанализировав основные финансовые показатели, мы не увидели рисков от увеличения долговой нагрузки.

Показатели	2014	2015	2016	2017	30.09.18
Валюта баланса	51 032	71 852	57 951	88 709	149 998
Основные средства	29 697	20 629	323	1 916	7 410
Собственный капитал	1 539	1 977	3 004	3 660	5 465
Запасы	8 525	2 944	0	10 605	17 851
Дебиторская задолженность		29 739	53 167	71 910	114 980
Кредиторская задолженность		63 682	46 195	80 329	94 533
Финансовый долг	4 746	6 193	8 752	4 720	50 000
долгосрочный	4 746	4 301	8 406	4 720	50 000
краткосрочный	0	1 892	346	0	0
Лизинг				153 868	195 337
Выручка	132 552	203 196	287 610	358 327	229 848
Валовая прибыль	10 951	13 217	38 168	39 625	43 814
ЕБИТ		737	1 593	1 488	7 768
Чистая прибыль	886	546	1 027	656	1 805
Долг / Выручка	0,04	0,12	0,03	0,01	0,16
Долг / Капитал	0,00	3,13	2,91	1,29	9,15
Долг / ЕБИТ		8,40	5,49	3,17	6,04
Валовая рентабельность	8,26%	6,50%	13,27%	11,06%	19,06%
Рентабельность по EBITDA	0,00%	0,36%	0,55%	0,42%	3,38%
Рентабельность по чистой прибыли	0,67%	0,27%	0,36%	0,18%	0,79%

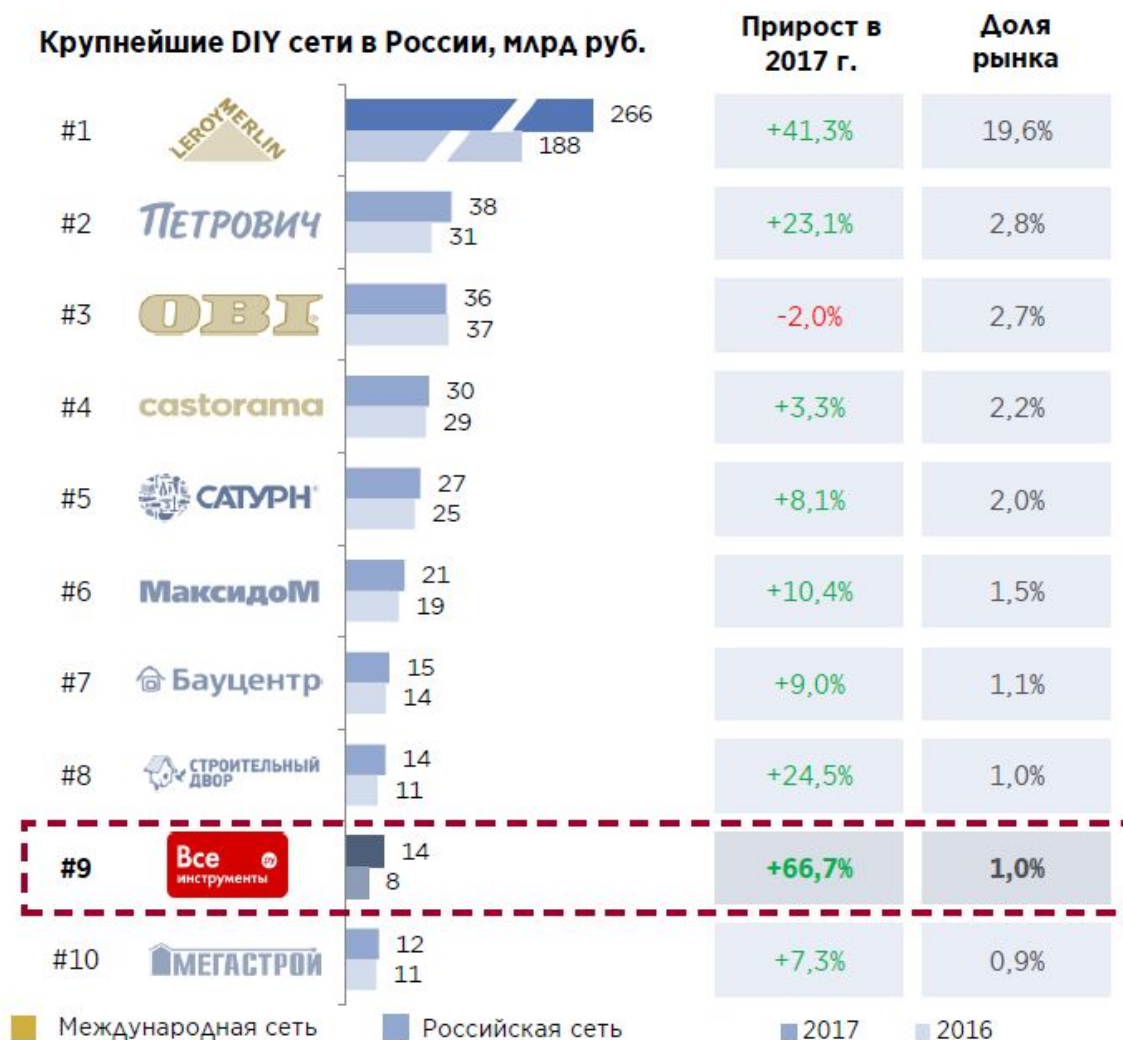
Тем более, если заявленные цели размещения будут соответствовать действительности и заём пойдет на погашение лизинговых программ, то в итоге мы получим даже снижение долговой нагрузки на компанию.

По этим причинам мы продолжаем держать облигации компании «ГрузовичкоФ» в своем портфеле. Единственно, что хочется отметить, это приближение оферты, по нашему первому выпуску, 28 марта 2019 года. Тогда будет пересмотр купона с практически гарантированным понижением. Если учесть, что второй выпуск был полностью распродан в первый день размещения со ставкой 15% и сейчас уже торгуется по 102,5, можно предположить, что снижение купона скорее всего будет значительным (до 13-14%). Понятно, что за 4 месяца еще многое может произойти, но в любом случае, к этому нужно быть готовым и посматривать на котировки обоих выпусков, с мыслью о возможном переходе из первого выпуска во второй.

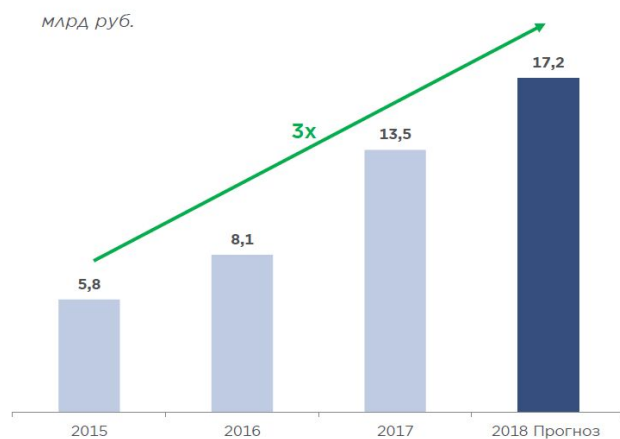
Забегая вперед, расскажем вам об одном интересном размещении декабря. Эмитент действительно крайне интересный, достойный внимания – это компания «Все Инструменты».

Все Инструменты.ру

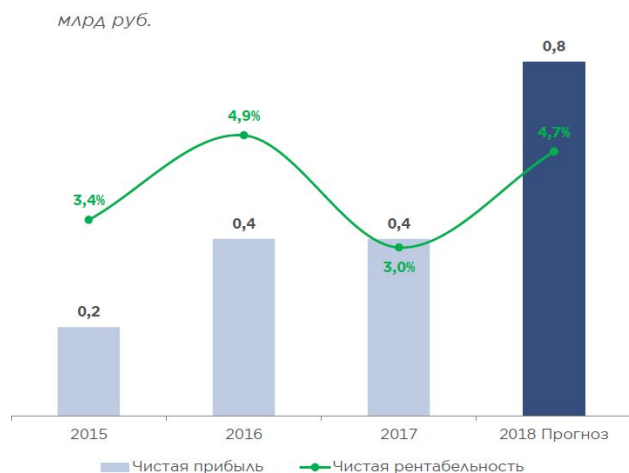
крупная розничная сеть по продаже инструментов для дома, дачи и работы, насчитывающая более 200 магазинов (из них 50 франшиз) по всей России. Компания основана в 2006 году. Клиентская база составляет 160 тыс. компаний и 2 млн розничных клиентов, 67% продаж осуществляется онлайн. Ассортимент товаров включает около 65 тысяч позиций. Компания имеет 5 складов в различных регионах России, в том числе склад в Москве, в районе Котельники, с площадью 31000 м².



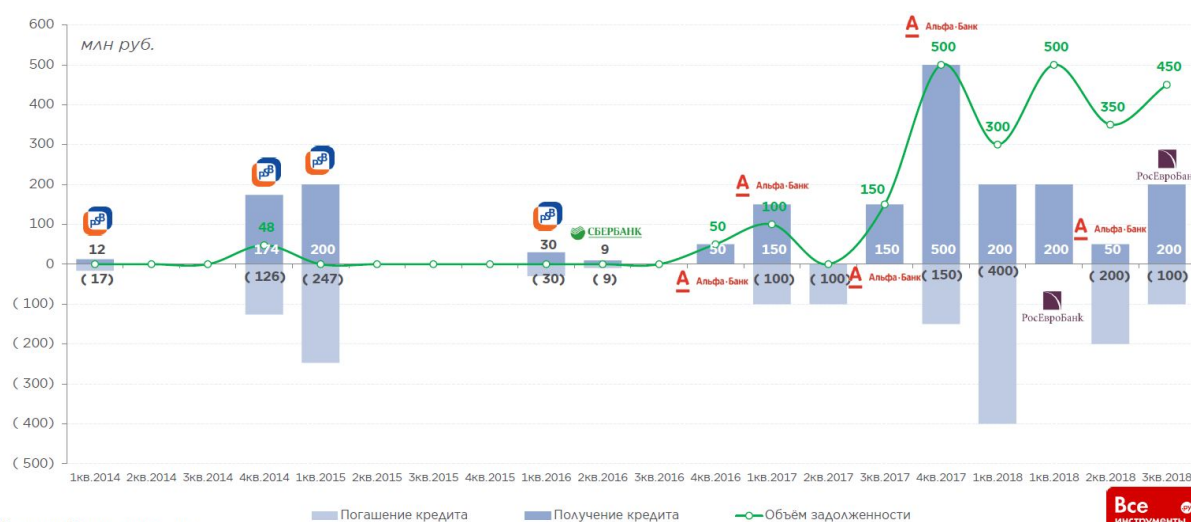
К сожалению, в открытом доступе пока нет отчетности о деятельности компании. Все что доступно, это pdf презентация, которую по запросу высылает андеррайтер «Атон». Из презентации можно добыть ряд полезной информации, в частности размеры выручки компании 13,5 млрд рублей.



Также можно понять размеры чистой прибыли 400 млн рублей и рентабельность 4,7%.



Ситуация с долгом выглядит более сложно, презентация раскрывает только банковскую задолженность в 450 млн рублей.



Зато уже ясны параметры выпуска и даже начат прием заявок на первичное размещение. Объем выпуска облигаций 700 млн рублей, срок обращения выпуска - 3 года с офертой через год. Купонный период – 91 день. Ориентир по ставке купона установлена в размере 12,5%. Книга заявок открывается с 4 по 12 декабря, техническое размещение пройдет 13 декабря 2018 г. Минимальная сумма заявки на покупку, которая может быть подана, составляет 4 млн рублей.

Итого получаем, размещение на 700 млн, без отчетности, без понимания общей суммы долга компании, даже без заявленных целей размещения и с минималкой в 4 миллиона. Ну что же, ждем раскрытия отчетности, смотрим за котировками после начала торгов и объем размещённых в итоге бумаг. Решение принимаем уже по итогам. А пока, при всем уважении к эмитенту, рекомендовать такой выпуск к покупке мы, на данный момент, не можем.

Ноябрь не принес неприятных сюрпризов и нам удалось обойтись без дефолтов. Вернее, пара дефолтов всё-таки была. Некие «Металлэнергомонтаж» и «ТТБ ИнвестПродакшн» допустили дефолт по купонной выплате в один день, на одну и ту же сумму. Это не совпадение, компании явно взаимозависимые, так как весь облигационный заём «Металлэнергомонтажа» был выкуплен «ТТБ ИнвестПродакшн» [10] и наоборот [11]. Явное взаимное кредитование в рамках какой-то схемы. Так что в результате этих дефолтов никто не пострадал.

Самаратранснефть-Терминал

Из новостей нашего долгового рынка можно выделить открытие арбитражного производства по банкротству **ООО "Самаратранснефть-Терминал"** [12]. Как мы и писали раньше, в июльском «мозговике» [16], компания явно не настроена платить по долгам и сделает все возможное чтобы оставить кредиторов у разбитого корыта. Пока всё идет именно по этому сценарию и финиш видимо уже не за горами.

Открытие Холдинг

Сильно удивил нас **Открытие Холдинг**. Он решил выкупить по оферте один из своих выпусков, а именно облигаций серии БО-06. Всего будет погашено 16 млн 27 тыс. облигаций по цене 20% от номинала, говорится в сообщении эмитента [13]. Дата начала и окончания приобретения облигаций - 20 декабря. Номинал одной облигации - 1 тыс. рублей. Облигации будут выкуплены по цене 20% от номинала, или 200 рублей за одну облигацию. Кроме того, держателям будет выплачен накопленный купонный доход в размере 168,16 рубля. Таким образом, всего облигационеры получат около 5,9 млрд рублей.

Хотя выпуск БО-06 не является рыночным и его погашение не принесет очевидной пользы миноритарным держателям долга, на наш взгляд — это позитивная новость. Учитывая взаимный отказ от финансовых претензий между «ФК Открытие», Вадимом Беляевым и АО «Открытие Холдинг» [14,15] можно предположить, что вопрос банкротства Холдинга ушел с повестки дня. Клубок взаимных обязательств начинает потихоньку разматываться, интересные начинают договариваться и это очень хорошо.

Источники

1. <https://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUKCN1NX0PT-ORUBS>
2. <http://www.ruonia.ru/archive.html>
3. <https://raexpert.ru/database/companies/rodelen>
4. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1471149>
5. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1471145>
6. <https://raexpert.ru/database/companies/admiral-leasing>
7. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1476345>
8. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1476346>
9. <http://msb-leasing.ru/upload/iblock/818/%D0%B1%D0%B0%D0%BB%D0%B0%D0%BD%D1%81%D1%841.%D1%842%20-%20%D0%BA%D0%B2%2018.pdf>
10. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=hoxur-AwTOEy7zbEQfzrSkq-B-B>
11. <http://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=-AKaQDJPUhESI9nnCZTUHRw-B-B>
12. <http://kad.arbitr.ru/Card/ea115de6-aa38-41d2-9593-f2860863d570>
13. <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=tzN33M94b0qjv0hqJCHfQw-B-B>

14. <http://saminvestor.ru/news/2018/12/04/62444/>
15. <https://www.rbc.ru/finances/05/12/2018/5c07fc429a79471c8e14766f>
16. <http://mozgovik.com/a/20180710.pdf>

Сводная таблица рекомендаций

макро-трейды						
				тайминг	риск	риск, %
7.2018	S&P500		2765	12 мес		
портфель акций						
			ср вход	тайминг	доля портфеля	цель
6.2018	GAZP		144,6	24 мес	0	
6.2018	QIWI	↑	914,5	∞	22%	1500
7.2018	TGKA		0,0093	∞	2,25%	
8.2018	PHOR		2585	12 мес	0%	
8.2018	AGRO	↑	673	∞	17%	1200
9.2018	NMTP		6,47	∞	0	
9.2018	RASP		98	6 мес	0	

портфель облигаций					
		Доход	Купон	Оферта	Лимит в портф
ОФЗ 26210		7,7%	6,8%	11.12.2019	∞
Волгоград 34007		8,1%	12,3%	10.10.2019	30%
Детский Мир 04		9,1%	9,5%	03.04.2020	20%
Мечел 17 18 19		11,5%*	10,2%	27.05.2021	10%
Геотек		17%*	10,3%	16.10.2019	10%
Грузовичкоф 01 02		14,3%	17-15%	28.03.2019	3%
МСБ-Лизинг		14,5%	13,75%	09.05.2021	3%
Ломбард Мастер 01		16,5%	19,0%	24.06.2019	3%
Дядя Дёнер		12,7%	14,00%	20.05.2019	3%
ПЮДМ		17,5%	18%	25.05.2019	3%
Светофор Групп		14,5%	18%	22.10.2019	3%
Легенда					0%
Солид Лизинг					0%
Пионер Лизинг					0%
Домашние Деньги					0%
СТТ					0%
Сибирский гостинец					0%
* ориентировочная доходность					
инвестиционные тезисы кратко					
AFKS	Если Система будет распродавать свои активы и гасить долг, акция может существенно вырасти. Если не будет, то приходится выдаивать МТС на грани, чтобы обслуживать мега-долг				
AFLT	Аэрофлоту должно полегчать от сильного падения цен на нефть. Но рост процентных ставок, санкции - все это вносит большие сомнения.				
BSPB	Стремление утроить капитализацию - позитивно. Но есть вопросы к качеству капитала.				
AGRO	Может выстрелить если продуктовая инфляция пойдет вверх. Понятная история долгосрочного роста и развития. Но стоит не дешево.				
GAZP	Много противоречивых факторов.				
GMKN	Долгосрочно - очень хорошая компания. Но дешево взять не дают, Потанин все время выкупает с рынка.				
HYDR	Гигантская стройка без отдачи. Нет позитивных драйверов				
LSRG	Себестоимость растет быстрее цен на квартиры, спрос слабый, % ставки пошли вверх.				
MGNT	Не считаем ее дешевой. Не видим позитивных драйверов в секторе				
MOEX	Возможно улучшение показателей 2019-2020 в связи с ростом % доходов и волатильности глобальных рынков, но есть неизвестное - как изменятся клиентские остатки. Много инвесторов-нерезидентов, риск санкций против российского фин.сектора. Мосбиржа не дешевая.				
MSNG	Ждем падение выручки в связи с окончанием сроков ДПМ, предстоит большая модернизация				
NMTP	Следим за компанией. Есть желание разобраться подробнее.				

PLZL	В текущей фазе цикла золото может подорожать, а Полюс может быть защитной историей.
PHOR	Цены на удобрения растут 20-30%/г, рубль упал, акции пока не сильно выросли. Но компания стоит недешево.
QIWI	Недорогая компания, платежный бизнес растет. Пока всё ещё очень мутные перспективы "Совести". Есть риск технологического дизрапта всего бизнеса целиком
RASP	Ценовая конъюнктура благоприятна. Контора дешева. Осталось дожидаться роста веры в дивиденды.
RSTI	Контора дешевая. Есть тема, что они могут сделать допэмиссию в пользу рынка и изменить див.политику на адекватную. В этом есть потенциал роста.
TGKA	Не видно причин, по которым дивидендная доходность акций превысит доходность ОФЗ на горизонте ближайших 6 лет. Падение прибыли и доходности с 2021 года из-за окончания ДПМ.
VTBR	Ожидаем пик результатов в 2017-2018 и дальше спад. Дивиденды 2019 под вопросом из-за необходимости наращивать капитал
Нефтянка	Рублебочка упала на 2000 руб на уровень 1 год назад. А акции +30%-40% выше чем год назад
Сталь	Ожидаем прохождения пика цикла в 2018 году.

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