

МОЗГОВИК 19#6

Июнь 2019

В чем наша цель?

Наша цель - донести до читателя целостную объективную информационную картину.
Наш целевой потребитель информации - **долгосрочный** инвестор.

О нас

Мы - небольшая группа единомышленников, непрофессиональных участников рынка.
Наша цель - быть чуть умнее среднего на очень длительном интервале времени.

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

mozgovik.com

Комментарий	3
Май 2019 в мире	5
Рост и падение в мае	6
Облигации	7
Размещения	9
ООО «Онлайн Микрофинанс»	10
ООО «ТЕХНО Лизинг»	12
Сводная таблица инвестиционного фокуса	16

Комментарий

На данный момент мы видим некоторый диссонанс:

- ситуация на внешних рынках ухудшается по нашему базовому сценарию - торговая война набирает обороты, экономики замедляются, рынки находятся под давлением
- в то же самое время индекс Мосбиржи **обновляет рекордный максимум и не без оснований:**
 - процентная ставка будет снижена
 - дивидендная доходность рынка рекордная
 - санкционные риски пока не реализуются - санкции с Русала сняты, спецпрокурор Мюллер ушел в отставку и заявил о закрытии «российского дела» в конце мая
 - цены на сырье пока держатся
 - наблюдается рекордный спрос на российские облигации
 - мажоритарные акционеры находят покупателей на большие пакеты своих акций (о чем мы писали в прошлом мозговике)

В результате, май стал удачным месяцем для нашей глобальной стратегии и неудачным для российской стратегии. S&P500 снизился на 7%, чего мало кто ожидал в конце апреля. Мы не угадывали тайминг по S&P500, но наша отрицательная позиция по S&P500 начала приносить прибыль. Это было удачно.. В мае мы взяли в портфель золото, и убрали из него остатки российских акций.

Неудачей можно считать отсутствие или низкая доля в нашем портфеле акций, которые выстрелили наиболее сильно. Совершенным провалом была попытка сыграть на понижение Новатэка, хотя мы и предупреждали, что шортить его точно не стоит.

В мае мы взяли золото в портфель. Почему? В мировой экономике почва выходит из-под ног.

Неопределенность растет, а на золото даже никто не успел обратить внимание. Золото может хорошо выстрелить если конфликт США-Китай выйдет за рамки.

Ситуация на рынках немного напоминает 2007-2008 год, хотя, на этот раз конечно все будет по другому. Просто для сравнения и без какого либо намека, мы сравнили текущий момент с 2008 годом по индексам S&P500, и MICEX.



По совокупности индикаторов, **американская экономика никак не напоминает ни 2007 год, ни 2008 год**. Если посмотреть на силу экономики, корпоративных прибылей, а также цикл монетарной политики и динамику доходностей, то текущая фаза рынка в США больше напоминает 2006 год. То есть все выглядит так, как будто **до наступления настоящего кризиса в США еще есть 1-2 года**.

Однако другие страны мировой экономики выглядят не так радужно, и вероятно, на этот раз первым эпицентром кризисных явлений будут не США.

В мае мы увидели очень **“горячий” российский рынок**... Некоторые бумаги летали по 10% вверх в день. Мы видим, что рынок готов расти и тактически может быть существенно выше. Нас не удивит, если индекс вырастет еще на 10% и достигнет уровня 2900-3000 пунктов. То есть мы не исключаем, что в какой-то момент может наступить “белый лебедь” для российского рынка. Мы такой сценарий не исключаем, **но ставить на него мы бы не стали**, так с каждой новой высотой растут риски более серьезного падения.

Тактически в мае хорошо работали покупки в отдельных бумагах: QIWI, Россети, Газпром и Новатэк. Три из четырех этих бумаг попадали в фокус Мозговика со знаком плюс, но к сожалению, к тому моменту, когда они выстрелили, у нас их уже не было в портфеле (кроме QIWI). А Новатэк мы напротив, рассматривали в негативном ключе и жестко ошиблись. Скорее всего и в июне мы увидим похожий тренд - выстрелы в отдельных бумагах.

У всех умных людей есть одна общая проблема -- они начинают думать о предстоящей беде заранее. Мы часто сталкивались с таким на практике. Например, некоторые начинали предвидеть беды в американской экономике еще года 2 назад. Обычно рынки обладают существенной инерцией и запаздывают за фундаментальными данными, - так происходит всегда в конце сильного тренда. А фундаментальные данные у российского рынка и вовсе пока не самые плохие.

Еще год назад мы осознали, что позиция Трампа по Китаю - очень опасный момент. И что же? Конфликт за год набрал обороты, его влияние на мировую экономику потихоньку начинает проявляться. S&P500 за это время успел упасть и обновить максимум. Возможно, пройдет еще год, прежде чем последствия этого конфликта дойдут до американских компаний, до китайской экономики и в конце концов, до цен на сырье, от которых так зависим российский рынок. Самый большой риск, который может реализоваться, на наш взгляд - это **кредитный кризис в Китае**. Это когда вслед за замедлением экономики лавиной начнут расти невозвраты кредитов компаниями и навернется банковский сектор страны.

Мы не можем сказать что в текущих параметрах российский рынок дорогой. Но это не значит что он не станет дорогим, если внешняя конъюнктура изменится в худшую сторону. Мы видим, что на рынок пришло много непрофессионалов. Индекс владения акциями смартфона находится на рекордной отметке:



Логично, что когда индекс был на историческом минимуме (декабрь 2014), индекс ММВБ был в 2 раза ниже чем сейчас. Непрофессионалы, которые купили акции, даже задают вопрос: а почему акции могут упасть.

С учетом ухудшения ситуации в мировой экономике и относительно высоких уровнях российского рынка, мы убрали из портфеля остатки риска и полностью ушли в защитные активы и кэш.

Май 2019 в мире

- Трамп ломает международную торговлю, что чревато катастрофическими последствиями, но рынок пока этого не отражает
- **Обострение торговой войны между США и Китаем.**
- **США повышает пошлины с 10% до 25% на товары \$200 млрд и начинает подготовку пошлин 25% на оставшийся импорт (еще \$300 млрд).**
- **США прессуют компанию Huawei как могут, хотят отключить от Google все смартфоны, запретить поставки американских чипов на Huawei**
- **Темпы роста ВВП Китая достигли минимальных значений за последние 28 лет**
- **Трамп вводит импортную пошлину 5% на импорт из Мексики**
- **Скачок безработицы в Германии в мае +60 тыс - максимальный с 2009 года**
- **Немецкий промышленный PMI 44.4 - минимум с 2012 года**
- **Спред облигаций США 10-лет и 3 мес на уровне -0,07п - минимальный с 2007 года**
- **Вся китайская статистика в мае хуже ожиданий**
- **За 4 мес 2019 китайские компании объявили дефолт по облигациям на \$5,8 млрд. Это в 3,4 раза больше чем год назад**

В то же время американская экономика пока выглядит крепче, чем в 2007-2008:

- рынок труда США очень крепкий, никаких признаков кризиса
- прибыль компаний США растет на 20% в год
- индикатор ISM услуг снижается в последние месяцы, но находится на высоком значении 55 п. (перед 2008 годом индекс был ближе к 50 пунктам)

Вероятно, рынки еще не до конца учли в ценах развитие событий по худшему сценарию - пошлина 25% на весь китайский импорт. Но пока события развиваются именно в этом направлении.

Торговая война, последствия для России

- торговая война приведет к замедлению глобальной торговли
- спаду мировой экономики (**уже есть признаки**)
- китайская экономика может ощутить последствия наиболее остро из-за спиральных эффектов второго-третьего круга
- снижение цен на сырье (еще пока не видим)
- переток денег в американские долговые бумаги (уже видим)
- отток денег с развивающихся рынков (**пока не замечаем**)
- падение доходов российских компаний
- снижение фондового рынка (**рынок пока игнорирует внешние проблемы**)
- самый уязвимый сектор рынка - черная металлургия

Рост и падение в мае

Газпром +29%

11 апреля 2019 правление дало рекомендацию по дивидендам за 2018 год - 10,43 руб на акцию или всего 247 млрд руб. 14 мая правление неожиданно дает новую рекомендацию - 16,61 руб или всего 393 млрд руб. Коэффициент прибыли на выплату вырос с 17% до 27%. **Акции Газпрома всего за 1 день выросли на 16%. Почему? Потому что никто, включая нас, в это не верил.**

Мы начинали наш Мозговик в январе 2018 с идеи, что Газпром будет платить больше, а акции будут стоить дороже. Однако последующая цепочка событий заставила нас усомниться в этом и эту позитивную новость мы встретили без акций Газпрома в портфеле.

Единственное, что давало шанс к увеличению выплат - это настойчивая позиция Минфина, однако и Минфин нашел способ взять свое - через повышение НДС. Именно так и было в 2017 и 2018 году.

Газпром можно было держать и с доходностью 5% годовых в надежде на то, что когда-нибудь произойдет чудо. Однако с начала этого года мы наблюдали ухудшение фона - падение экспорта в Европу, снижение цен на газ и одновременно рекордные планы по инвестициям на этот год.

Минфин своего добивался от Газпрома в любом случае - Газпром не хотел платить больше, -- Минфин повышал НДС на газ и забирал свое через налоги.

Нам очень жаль, что мы долго ждали чуда в Газпроме и к тому моменту, когда оно случилось, мы уже были вне этих акций. По отчету МСФО Газпрома за 1 квартал мы пока также не получили подтверждения нашей идее о том, что 2019 год будет для Газпрома слабее, чем 2018-й.

КТК -37%

Основные акционеры продали контроль Гуцериеву и его партнерам.

Лукойл -5%

Вероятно, причина падения в окончании выкупа и ребалансировке индекса MSCI.

QIWI +21%

К сожалению здесь долгожданное чудо произошло после того как мы сократили долю QIWI в портфеле. Произошло то, чего мы ждали, однако, отчет 4-го квартала нас разочаровал. Мы сокращали QIWI по 950 рублей, - решение выглядело правильным, и акции продолжили падать до 850 рублей. И после выхода отчета акции еще можно было купить в не очень большом количестве в районе 920-950 рублей.

Отчет хороший - электронные кошельки выросли за квартал на 700 тыс.

Сезонный спад платежей меньше чем в 1 квартале 2018 года.

EBITDA рекордная, сегмент SME вышел в безубыток. Объявленные дивиденды подразумевают див доходность 8% годовых что для бурно растущей компании нонсенс.

RSTI +16% Уже не первый месяц впереди рынка **без каких либо объяснимых причин**. В январе были слухи, что НПФ Газфонд втарил 2% Россетей. Возможно, фонд продолжил пылесосить бумагу с рынка. Прикол в том, что когда Россети стоили 70 копеек, аналитики ВТБ Капитал поставили рекомендацию Продавать и потенциал снижения 92%. С тех пор бумага выросла в 2 раза.

Новатэк +9%

Самый большой вклад в рост в мае вероятно оказал приток индексных фондов в бумагу после того, как котировки Новатэка подвинули Татнефть с 3-го места в индексе MSCI. Фонды должны были продать Татнефть и купить Новатэк, что мы и видели на рынке.

ОГК-2 +11%

Как мы уже отмечали прежде, ОГК2 - самая интересная из генкомпаний Газпромэнергохолдинга из-за самого позднего завершения программ ДПМ. В 1 квартале прибыль ОГК2 выросла на 36% против роста

на 7,6% у ТГК1 и падения на 16% у Мосэнерго. Доля выплат повышена, руководство ГЭХ обещало продолжить наращивать долю дивидендных выплат в прибыли.

ВТБ +3%

23 мая ВТБ представил стратегию инвесторам, по которой он собирается платить дивиденды в размере 50% прибыли МСФО в 2019-2022. Инвесторы, которые были так расстроены последней минимальной выплатой (15%), подняли бумагу в тот вечер под закрытие на 10%. Прогноз по прибыли составляет 200 млрд рублей, в 2022 - 300 млрд рублей.

Транснефть

Главный экспортный трубопровод "Дружба" остановил прокачку на месяц.

Нефть испорчена дихлорэтаном в объеме 3-5 млн т. Концентрация хлора превысила норму в десятки раз. Встали несколько НПЗ в Европе. Польша требует компенсации, сумма не названа.

В белорусской трубе остается 1 млн т загрязненной нефти, которая будет обратно выкачана в Россию к 10 июня. Белоруссия говорит об ущербе в "сотни миллионов долларов".

Объем потерь Транснефти может составить \$0,3-1 млрд что может составить до 1/3 годовой прибыли.

Фосагро

Еврокомиссия хочет ограничить импорт удобрений с высоким содержанием вредных металлов в 2 этапа с 2022 года и затем с 2026 года. Это означает что к 2026 поставки в ЕС с северной Африки могут сократиться на 30%, а долю рынка может занять в том числе Фосагро: компания может увеличить поставки в Европу с 0,33 млн т до 1,5 млн т.

Облигации

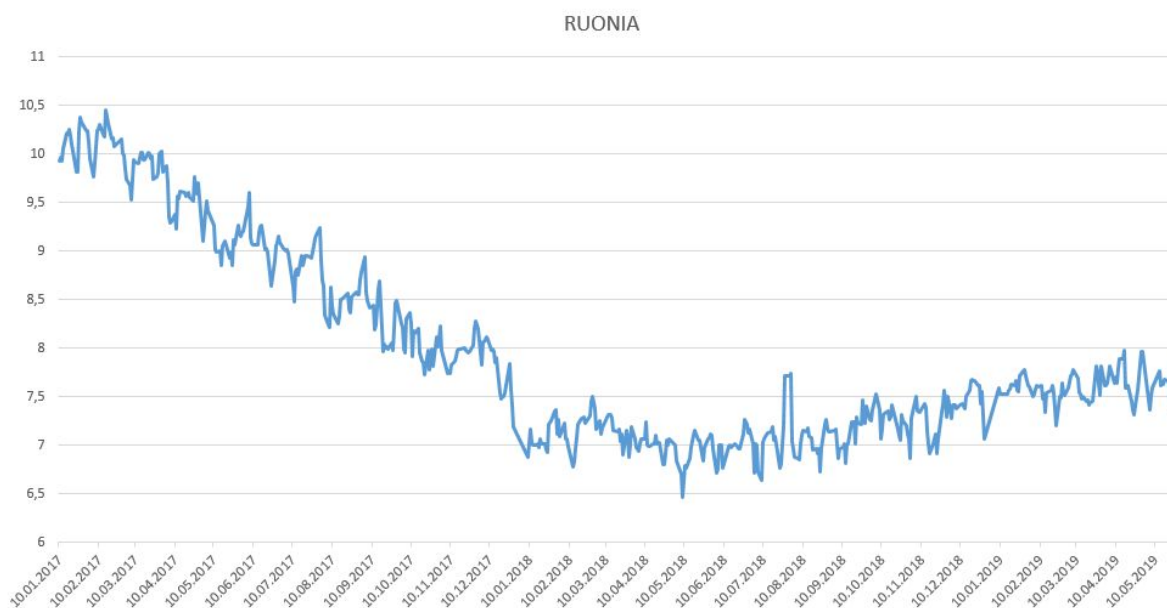
Май оказался очень спокойным, можно даже сказать вялым месяцем. ЦБ не проводил заседания Совета директоров Банка России о кредитно-денежной политике, так что вопрос об уровне ключевой ставки повис в воздухе. Так же Центральный Банк решил не баловаться нас статистическими данными, доля нерезидентов в ОФЗ не обновлялась с первого апреля. Не случилось даже ни одного свежего дефолта. Затишье. Хочется верить, что не перед бурей.

Мы неоднократно зарекались не гадать о том, какую ключевую ставку установит ЦБ на ближайшем заседании. Банк России непредсказуем, а зачастую и противоречив в своих решениях. Но сейчас, как нам кажется, все уже готовы к понижению ставки. Котировки длинных ОФЗ штурмуют новые максимумы, а доходности, соответственно, новые минимумы, банки начали сокращать доходность депозитов. Такое ощущение, что решение уже принято. Даже Международный валютный фонд считает, что Центробанку пришло время снизить ключевую ставку. Денежно-кредитная политика успешно справляется с потенциальными угрозами ценовой стабильности, считает фонд, и ее смягчение сейчас обосновано [1].

Инфляция в конце мая немного ускорилась, но, по-прежнему, остаётся достаточно умеренной. Рост потребительских цен с 21 по 27 мая включительно составил 0.09%. Предыдущие три недели прирост цен составлял 0.06%. С начала мая цены выросли на 0.27%, с начала года – на 2.34%. Скорее всего финальная оценка за май составит 0.3% мм и 5.1% гг. Динамика инфляционных показателей пока не внушает опасений и не служит препятствием для снижения ставок [19].

Ну что же, посмотрим, ждать осталось не долго. Ближайшее заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на 14 июня 2019 года.

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в мае не претерпела существенных изменений, колеблясь в районе 7,6% [2].



В мае Минфин не смог побить апрельский рекорд на рынке ОФЗ. Объем привлеченных средств составил 375 млрд. рублей, против 404 млрд. в апреле. Объем привлечения с начала года – 1290 млрд рублей или около 54% от запланированных 2,4 трлн.

Рост заимствований идет опережающими темпами, с перевыполнением плана. В связи с этим Минфин решил снижать объем предложения на аукционах ОФЗ.

«Учитывая, что мы ускоренными темпами выполняем программу по заимствованиям, очевидно, что мы не можем допустить того, чтобы во втором полугодии, четвертом квартале у нас не было возможности предлагать бумаги рынку. Если не произойдет никаких негативных событий, то мы вынуждены будем снижать, максимально плавно, объем предложения», — указал глава долгового департамента Минфина Константин Вышковский [20].

«В любом случае, мы не можем оголить предложение и сказать, что теперь два месяца не будет аукционов. Конечно, это недопустимо. Поэтому вполне вероятно, что мы можем вернуться к использованию в отдельные моменты первого подхода, предыдущего, когда мы будем ограничивать, заранее объявлять, что такой-то бумаги будет предлагаться до такой-то суммы», — пояснил он.

Данное заявление не осталось незамеченным, стоимость ОФЗ поползла вверх, что естественным образом отразилось и на первичном рынке, опустив доходность по цене отсечения.



Размещения

Хорошая новость пришла к нам от экспертного совета по листингу. Вернее, не одна, а целых три – облигации эмитентов «КИСТОЧКИ Финанс», «Транс-Миссия» и «ГрузовичкоФ» были рекомендованы к включению в список ценных бумаг, допущенных к торгам в ПАО Московская Биржа [15]. Фактически это означает, что данные эмитенты успешно прошли проверку и могут начинать размещать свежие выпуски облигаций. Поздравляем!

Напомню, в прошлом месяце мы продали облигации компании «ГрузовичкоФ», до прояснения ситуация с новыми правилами листинга и их влиянием на возможность дальнейшего перекредитования. К самой компании «ГрузовичкоФ» и ее бизнес модели у нас претензий не было. Поэтому, мы ждем новый выпуск и с удовольствием в нем поучаствуем.

С «Кисточками» (ООО «КИСТОЧКИ Финанс») и «Таксовичковым» (ООО «Транс-Миссия») ситуация менее очевидная. На момент написания не всё интересующие нас эмиссионные документы были в открытом доступе, поэтому цельной картины мы пока не видим. Но кое-что уже успело нас насторожить. Так, «Транс-Миссия» целью облигационного займа озвучивает развитие сервиса «ТаксовичкоФ» в Москве, в частности – увеличение автопарка.

Мы не эксперты в вопросе пассажирских автоперевозок, но на наш обывательский взгляд, говорит нам, что лезть на суперконкурентный и низкомаржинальный рынок Москвы, да еще на дорогие заемные средства – это, скажем мягко, крайне рискованный путь.

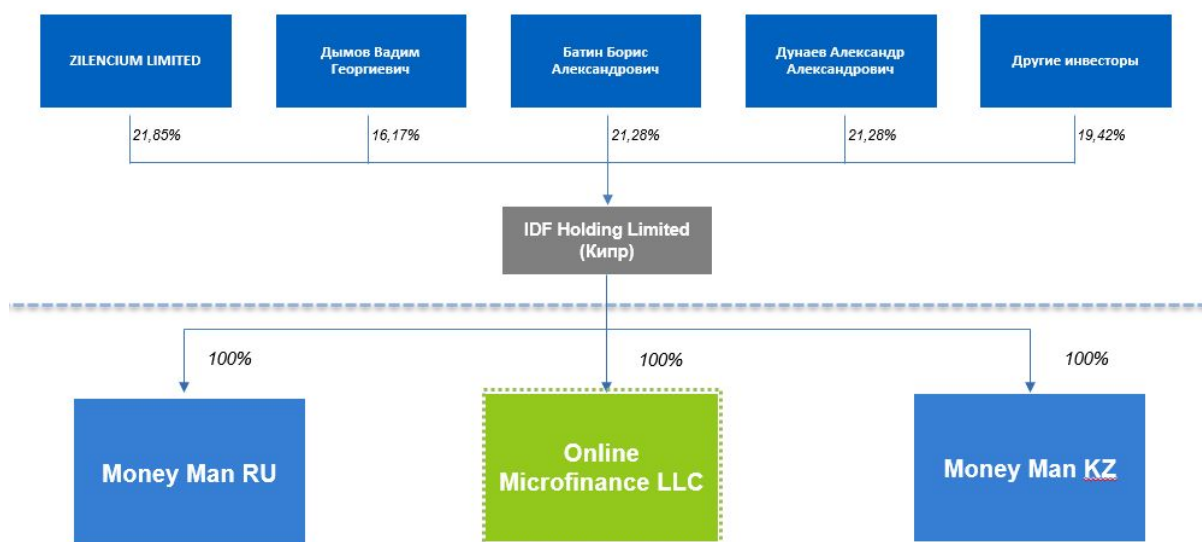
Постараемся разобрать данных эмитентов более подробно в следующем «Мозговике». А сейчас разберем пару майских размещений, показавшихся нам интересными.

ООО «Онлайн Микрофинанс»

ООО «Онлайн Микрофинанс» было основано в 2013 году в России и с момента основания входит в международную группу IDF Holding, предоставляя услуги по организации взаимодействия операционных компаний внутри группы.

Группа IDF Holding была создана в 2011 году. В 2012 году было открыто дочернее подразделение в Российской Федерации - ООО МФК «Мани Мен». Компания стала пионером онлайн-кредитования в России под брендом Money Man.

В 2014 году в рамках группы IDF Holding было открыто дочернее подразделение в Республике Казахстан - ТОО «Онлайн Финанс», основным видом деятельности которого, была выдача краткосрочных («До зарплаты») онлайн-займов также под брендом MoneyMan.



Помимо России и Казахстана дочерние структуры IDF Holding Limited предоставляют микрозаймы на территории Испании, Польши, Грузии, Бразилии и Мексики.

За период 2012-2018 гг. клиентами Группы стали более 5,4 млн. человек. С 2012 года выдано 24 млрд. руб. кредитов, рост портфеля составил 6,6 раз. Выручка за 2012-2018 гг. составила более 17 млрд. руб., увеличившись в 5,8 раз к 2018 году [3].

IDF Holding в дальнейшем предполагает выделить ООО «Онлайн Микрофинанс» в качестве холдинговой компании, объединяющей бизнес-подразделения в странах СНГ и потенциально планирует передачу эмитенту ряда активов от головной компании в рамках реструктуризации холдинга. На данный момент ООО «Онлайн Микрофинанс» для финансового анализа не представляет интереса, так как занимается исключительно посреднической и консультационной деятельностью внутри Группы, а также субарендой. Выручка за 2018 год составила порядка 30 млн рублей, прибыль - 3,5 млн.

«Эксперт РА» присвоил кредитный рейтинг облигациям ООО «Онлайн Микрофинанс» на уровне ruBB+ [4]. У выпуска есть два оферента, российская ООО МФК «Мани Мен» и казахская ТОО «Онлайн Финанс». Рассмотрим российского оферента чуть поподробнее.

ООО МФК «Мани Мен» нам уже хороша известна, еще в самом первом выпуске «Мозговика» [5] мы добавляли их облигации в список рекомендуемых, тогда купон облигационного выпуска составлял 16,5% годовых. Однако, ровно через год, в феврале 2019 [6], мы отозвали свою рекомендацию, в связи со снижением Мани Меном купона до 14%.

На данный момент ООО МФК «Мани Мен» – является первой и крупнейшей компанией на рынке онлайн-кредитования в России, и входит в Топ-3 компаний с долей рынка онлайн микрофинансирования 16% [7].

В целом, компания чувствует себя достаточно уверенно. Она успешно прошла оферту в декабре 2018 года, в рамках которой приобрела практически половину выпуска облигаций (239 358 шт). Получила кредитную линию от банка ТКБ на сумму до 450 млн рублей [8]. У компании сильно выросла прибыль [9] - до 165 млн, против 35 млн годом ранее. Были полностью погашены непрофильные займы.

Из минусов, можно отметить влияние, которое окажет новое ограничение, вступающее в силу с 1 июля 2019 года, ограничивающее ежедневную процентную ставку до 1% в день [10]. У МаниМена 100% активов – это краткосрочные онлайн-займы, поэтому падение маржинальности может быть существенным. Сейчас, прибыль до налогообложения составляет 18% от чистых процентных доходов. Без существенного сокращения издержек, снижение маржи скорее всего «съест» всю прибыль. Запас прочности очень небольшой. Плюс к этому – структура баланса у Мани Мена очень тяжелая, всего 19% пассивов приходится на капитал, а НМФК1 не больше 10% [11].

Риски, связанные с оттоком пассивов из-за увеличения минимальной суммы инвестиций в МФО до 3 млн вполне контролируемы, т.к. компания имеет большие возможности по замещению этих денег из-за развитой структуры фондирования (облигации, кредитная линия, минтос).

Параметры выпуска облигаций ООО «Онлайн Микрофинанс»: номинал 1 тысяча рублей, срок обращения выпуска – 3 года, объем выпуска 300 млн рублей. Ставка установлена на уровне 15,5% годовых на весь срок обращения. Купоны ежеквартальные. По выпуску предусмотрена оферта, через год после начала размещения.

Когда, в начале года, нам пришлось принималось решение о выводе из портфеля облигаций «Мани Мен», мы взвешивали возросшие риски и уменьшившуюся доходность. Решение принималось легко, ибо оно было рациональным. Сейчас ситуация выглядит сложнее, купон в 15,5% вполне интересен, но риски всё так же высоки. С другой стороны, нам бы хотелось иметь рисковую часть портфеля, диверсифицированную не только по эмитентам, но и по их отраслям. Мы хотим иметь представителей сектора микрофинансов в портфеле.

Как нам кажется, ужесточение ограничений, накладываемых на МФО в рамках надзора ЦБ, приведет скорее не к смерти рынка микрокредитования, а к его укрупнению. Выживут самые большие и сильные. В связи с этим, мы решили собрать пул компаний, входящих в топ 5 рейтинга МФО [12], но наш лимит в 3% от портфеля применить не к отдельной компании, а ко всему сектору.

К сожалению, не все МФО из топ пять выпускают облигации. Поэтому добавим в портфель облигации ООО «Онлайн Микрофинанс» БО-01, а также ООО МФК «КарМани» серии БО-001-02, в объеме 1% портфеля на каждый выпуск. Оставшийся процент зарезервируем за готовящимся к размещению выпуску ООО "Мигкредит" [13].

Что же касается тотального запрета МФО на территории России, на данном этапе нам кажется это не сильно реалистичным. Председатель ЦБ, Эльвира Набиуллина, в ходе обсуждения годового отчета за 2018 год на совместном заседании комитетов Госдумы по финансовому рынку, бюджету и налогам, по экономической политике, в очередной раз подчеркнула необходимость МФО.

«Где-то обсуждалось, что надо запретить, в принципе. На наш взгляд, запрещать ни в коем случае нельзя, потому что тогда люди попадут в руки нелегальных кредиторов», – сказала она.

Банк России отдает себе отчет в том, «люди обращаются к микрозаймам не от хорошей жизни, часто для того, чтобы поддержать уровень потребления от зарплаты до зарплаты». Однако из двух зол регулятор предпочитает выбирать меньшее. А в качестве большего названо нелегальное финансирование, расцвет которого неминуем при полном запрете МФО [14].

ООО «ТЕХНО Лизинг»

ООО «ТЕХНО Лизинг» является универсальной лизинговой компанией, работающей в сегменте малого и среднего бизнеса, преимущественно с автотранспортом. За 12 лет работы компания провела более 2000 лизинговых сделок общей стоимостью 7 млрд. руб.

Основными объектами лизинга являются легковой и грузовой транспорт, с общей долей 76% от общего объема портфеля по итогам 2018г., на третьем месте находится спецтехника с долей 23%. На конец 2018г. объем лизингового портфеля составил более 443 млн рублей.

Сделки лизинга заключаются с лизингополучателями преимущественно из Центрального Федерального округа. Основная географическая концентрация лизингополучателей находится в г. Москве – 53%.

Компания занимает в рейтингах РАЭК Аналитика 91 место по объему нового бизнеса [16]. Занимает 42 место среди лизинговых компаний по портфелю сделок с легковым автотранспортом, 54 место - по объему лизинга грузового транспорта, 58 место - по объему лизинга строительной и дорожно-строительной техники.

Финансовые показатели компании, нас откровенно не впечатлили [17]

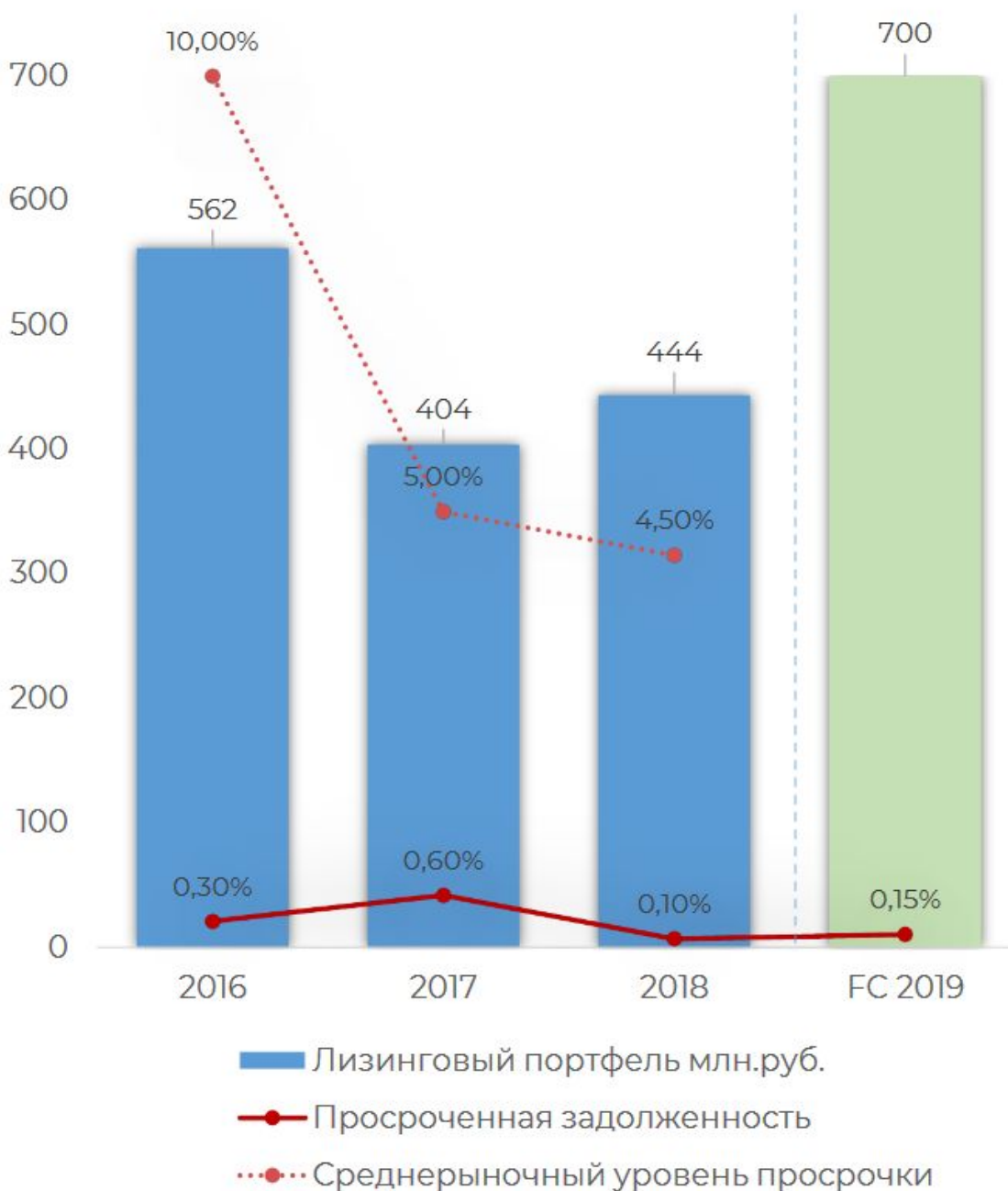
Балансовые показатели	2017	2018
Валюта баланса тыс. руб.	1 055 493	754 158
Заемные средства тыс. руб.	316 302	397 692
Собственный капитал тыс. руб.	571 385	297 678
Выручка тыс. руб.	529 470	434 191
Чистая прибыль тыс. руб.	8 984	8 594
Финансовые показатели		
Рент. Капитала (ROE)	1,57%	2,89%
Рентабельность активов (ROA)	0,85%	1,14%
Рентабельность продаж (ROS)	38,67%	32,19%
ЕВИТ тыс. руб.	89 295	62 594
ЕВИТДА тыс. руб.	92 099	66 652
Долг/ ЕВИТДА	3,43	5,96
Заемные средства / Баланс (итого)	29,97%	52,73%
Доля собственного капитала в балансе %	54 %	39 %
Другое		
Объем лизингового портфеля тыс. руб.	403 800	443 500
Количество лизинговых договоров шт.	243	262
Средняя сумма сделки тыс. руб.	2 705	3 001
Уровень просроченной задолженности	0,6 %	0,1 %
Количество партнеров (поставщиков) шт.	80	90

Из плюсов можно, пожалуй, выделить 10% рост лизингового портфеля и низкий уровень просроченной задолженности. Хотя если взять в расчет 2016 год, когда объем лизингового портфеля был 561 млн, то рост сменится стагнацией.

Все минусы прекрасно видны из таблицы. Падающая выручка и прибыль, при этом растущий долг. Коэффициент долг/ЕБИТДА почти 6, и это без учета текущего облигационного займа на 150 млн. Также бросается в глаза существенное падение капитала компании, за счет уменьшения уставного капитала с 500 млн до 218 млн.

Отрицательные финансовые показатели компания объясняет сложностями фондирования, после отзыва лицензии у основного банка-партнера ОФК.

В презентации, компания прогнозирует 1,5 кратный рост лизингового портфеля в 2019 году.



Как мы поняли из инвестиционного меморандума [18], данный рост будет обеспечен

«за счет существенного увеличения спроса со стороны постоянных клиентов, так и за счет привлечения новых». Что будет являться драйвером увеличения спроса нам, к сожалению, найти не удалось.

«Привлечение заемных денежных средств осуществляется для финансирования новых лизинговых договоров. Выпуск биржевых облигаций позволит диверсифицировать источники привлечения денежных средств, а также в долгосрочной перспективе снизить эффективную процентную ставку привлечения» - говорится в меморандуме.

Параметры выпуска облигаций ООО «ТЕХНО Лизинг»: номинал 1 тысяча рублей, срок обращения выпуска – 2 года (728 дней), объем выпуска 150 млн рублей. Ставка установлена на уровне 13,75% годовых на весь срок обращения. Купоны ежеквартальные. Облигации имеют амортизационную структуру погашения: ежеквартально по 12,5% выпуска гасится в даты выплат купонов, начиная с 365-го дня обращения.

Нам не очень понравились финансовые показатели ООО «ТЕХНО Лизинг», у компании очевидно наблюдается спад в развитии. В прошлые периоды компания имела рейтинг "Эксперт РА"- А, публиковала аудированную отчетность по МСФО, увеличивала уставной капитал. Было видно, что компания развивается. На данный момент рейтинг отозван, отчетность по МСФО больше не выпускается, проведена процедура сокращения уставного капитала, закрыт офис в Санкт-Петербурге. Складывается ощущение, что лучшие годы компании уже позади. Мы будем рады ошибиться и надеемся, что новый источник фондирования в виде биржевых облигаций, даст серьезный толчок в развитии компании. Однако пока не станем добавять бумаги ООО «ТЕХНО Лизинг» в свой портфель.

1. <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2019/05/23/mcs052419-russia-staff-concluding-statement-of-the-2019-article-iv-missi>
2. <http://ruonia.ru/archive>
3. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1521770>
4. <https://raexpert.ru/releases/2019/may23f?pdf>
5. <http://mozgovik.com/a/20180201-02.pdf>
6. <http://mozgovik.com/a/20190201.pdf>
7. <https://raexpert.ru/rankingtable/mfi/2018/main/>
8. <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=ROJ8-ALnAQ0W9Plt6XU8JDA-B-B>
9. https://moneyman.ru/wp-content/themes/moneyman/assets/images/%D0%90%D0%97_2018.pdf
10. <https://www.cbr.ru/press/event/?id=2349>
11. <https://mfo-invest.org/2019/04/11/%D0%BC%D0%B0%D0%BD%D0%B8-%D0%BC%D0%B5%D0%BD-%D0%BE%D0%B1%D0%BD%D0%BE%D0%B2%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5-%D0%BE%D1%86%D0%B5%D0%BD%D0%BA%D0%B8-2/>
12. <https://raexpert.ru/rankingtable/mfi/2018/main/>
13. <https://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=4957316>
14. <http://www.profinance.ru/news/2019/05/23/bsp7-zapreta-mikrofinansirovaniya-v-rf-ne-budet-nabiullina.html>
15. <http://fs.moex.com/files/19171/>
16. https://raexpert.ru/database/companies/ofk_leasing
17. <https://www.zerich.com/themes/zericheu/images/promo/Tehnoleasing/presentationForInvestorsNew.pdf>
18. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1522801>
19. <https://t.me/russianmacro/5221>
20. <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10896617>

Сводная таблица инвестиционного фокуса

макро-трейды						
			ср вход	тайминг	риск	Доля %
2.2019	S&P500	↓	2840	12 мес	3080	96%
5.2019	gold	↑	1287	6 мес	1287	179%
2.2019	USD deposit	↑	66			30%
портфель акций						
			ср вход	тайминг	доля портфеля	цель
портфель облигаций						
		Дох	Купон	Оферта	Лимит в портф	
ОФЗ 26210		7,4%	6,8%	11.12.2019	∞	
Волгоград 34007		8,0%	12,3%	10.10.2019	30%	
Детский Мир 04		8,2%	9,5%	03.04.2020	20%	
Мечел 17 18 19		11,5%*	10,625%	27.05.2021	10%	
Геотек		12%*	10,75%	16.10.2019	10%	
Грузовичкоф 01 02		10%	17-15%	22.03.2020	0%	
МСБ-Лизинг		14,1%	13,75%	09.05.2021	3%	
Ломбард Мастер 05		16,8%	16,5%	23.04.2020	3%	
Дядя Дёнер		11,5%	14%	14.05.2020	3%	
ПЮДМ		14,8%	15%	19.05.2020	3%	
Светофор Групп		8,5%	18%	22.10.2019	3%	
ВсеИнструменты		9,8%	12,5%	12.12.2019	5%	
ММЦБ		8,2%	14,2%	24.12.2019	3%	
Бэлти-гранд		14,7%	14%	01.03.2022	3%	
Трейдберри		11,1%	17%	24.03.2020	3%	
ФЭС-Агро		14,5%	14%	15.04.2021	3%	
Онлайн Микрофинанс		15,4%	15,5%	21.05.2020	1%	
КарМани 02		17,3%	16%	22.10.2020	1%	
Мигкредит					1%	
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. Цены на билеты начали расти в 2019. Обнуление НДС на региональные рейсы может позитивно повлиять
BSPB	Стремление утроить капитализацию - позитивно. Необходимо нарастить капитал на 18 млрд руб, чтобы начать платить нормальные дивиденды.
AGRO	Рост цен на продукцию пока не приводит к росту прибыли. Понятная история долгосрочного роста и развития. Ждем экспорта в Китай и достройки мясо-завода на Дальнем Востоке
GAZP	Много противоречивых факторов. Пока не верим в снижение CAPEX
GMKN	Долгосрочно - очень хорошая компания. Но дешево взять не дают, Потанин все время выкупает с рынка.
FEES	Ровная дивидендная история. Все неплохо, но много денег тратят на стройку, большого желания платить больше дивидендов нет.
HYDR	Гигантская стройка без отдачи. Нет позитивных драйверов
LSRG	Хорошая доходность в моменте, рынок недвижимости в 2019 на подъеме.
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.
NKNCP	Дивиденд 2019 может составить 7 руб, что дает хорошую будущую дивидендную доходность.
NVTK	Компания стоит на растущих мультипликаторах, при этом есть признаки, что 2019 год может быть слабее с точки зрения конъюнктуры рынка. Все позитивные драйверы в цене.
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" и "Рокетбанка". Есть риск технологического дрифта всего бизнеса целиком. Проблема со списаниями с неактивных счетов.
RASP	Ценовая конъюнктура благоприятна. Контора дешева. Менеджмент себя ведет непредсказуемо, странная допэмиссия, прибыль выводится через займы "сестрам".
RSTI	Контора дешевая. Есть тема, что они могут сделать допэмиссию в пользу рынка и изменить див.политику на адекватную. В этом есть потенциал роста.
SBER	Видим что сверху пошел тренд монополизации Сбербанка в банковском секторе России.
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.
TGKD	Большой долг, нулевая ликвидность. Возможна хорошая ДД на TGKDP. т.к. в 2019-2021 может пойти нормальная прибыль. Прохоров хочет продать контору в 2-3 раза выше рынка.
VTBR	ВТБ все еще испытывает потребность в капитале в связи с требованиями Базель III и переходом на МСФО9..
YNDX	Классный растущий бизнес.
Нефтянка	Акции на пике цикла.
Сталь	Ожидаем прохождения пика цикла в 2018 году и спада в 2019-2020. Видим максимальный риск именно в стальных компаниях.

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный обзор предоставлен исключительно в информационных, ознакомительных целях. Никакие материалы, содержащиеся в обзоре, не являются рекомендацией и не могут служить руководством в какому-либо действию. Представленные информационные материалы также 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