

Мозговик 19#9 Сентябрь 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

Факты - мир	3
Комментарий	3
Факты - Россия	4
Комментарий Россия	5
Причины роста и падения	5
Газ и уголь	6
Сургутнефтегаз	7
Облигации ставка	8
ОФЗ	8
Дефолты	11
Эквилибриум	11
Размещения - Каскад	11
Ревизия портфеля	14
Сводная таблица инвестиционного фокуса	16

Факты - мир

- США вводит 10% пошлины на \$300 млрд товаров с 1 сентября.
- 23 августа Китай объявил о повышении пошлин на товары \$75 млрд из США
- Трамп отреагировал и сказал, что пошлины будут не 10%, а 15%, а пошлины на товары \$250 млрд составят не 25%, а 30%.
- USDCNY +4%, 7,17 - новый максимум с 2008 года.
- В Гонконге беспорядки длятся уже 3 месяца
- Есть вероятность, что это прогрессирующее событие может лечь в основу "Черного Лебедя", то есть масштабного негативного события, которое сейчас мало кто ждет
- золото 6 летний максимум
- Промпроизводство Китая +4,8% - мин рост с 2002 года, ВВП Китая IIкв2019 +6,2% - минимум с 1992 года
- ВВП Германии во 2 квартале < 0; экспорт июнь -8%, промпроизводство -5,2%; ZEW - минимум с 2011 года. Падение Германии напрямую связано с замедлением Китая и проблемами с экспортом в эту страну.
- Аргентина за 1 день обвалилась на 30% после неожиданных предварительных выборов президента (праймериз).
- Объем мировых облигаций с отрицательной доходностью - \$17 трлн, треть всех мировых облигаций.
- Германия впервые разместила облигации 30 лет с отрицательной ставкой.

Комментарий

В августе рынок на какое-то время пришел к равновесию с нашей стратегией. Большая доля валюты в портфеле сработала на ура. Акцент на золоте и Полюс-золото также работает положительно. Однако пессимизм в отношении фондового рынка (RTS и S&P500) пока не оправдывается.

Актив	Изменение за месяц	Максимальное изменение
S&P500	-2%	-7%
IMOEX	0%	-4,5%
USDRUB	+5,3%	+5,3%
Золото	+7,6%	+10%

Мы не обольщаемся на счет небольшой тряски августа. Ее причиной стали исключительно агрессивные заявления Трампа. На моей памяти такого точно еще никогда не было, чтобы президент одной страны стал основным драйвером движений на мировых финансовых рынках и так часто на него влиял. Надо понимать, что без **эффекта Трампа**, вероятно, текущая на фондовый рынок ликвидность уже привела бы S&P500 на новые максимумы. Когда будет настоящий медвежий рынок, Трамп будет делать самые мирные заявления, а рынок будет продолжать падать. Так что, пока все хорошо у инвесторов.

В условиях низких или отрицательных доходностей на фондовый рынок постоянно поступают деньги. Компании выкупают акции. Сбережения в виде пассивных инвестиций идут в ETF, которые опять-таки попадают в индекс. Есть и другие причины, поддерживающие рынок. Трамп ведет популистскую политику - расходует через край, что поддерживает экономику и

приводит к рекордному дефициту бюджета, с которым США сталкивались вне рецессии. Кроме того, мы видим беспрецедентное давление на ФРС со стороны президента. Билл Дадли, экс-глава ФРБ Нью-Йорка даже написал статью, где отмечал это давление и объяснял, почему нельзя переизбирать Трампа на второй срок.

Это все равно как роскошный пятизвездочный отель, стоящий посреди загибающейся деревни. Пока есть деньги, отель будет сверкать несмотря на то, что вокруг все выглядит довольно мрачно. Блеск закончится только тогда, когда у владельца закончатся деньги или надежды, связанные с этим отелем.

Что получается? Наша гипотеза об ухудшении экономики работает уже год, но **ставка на понижение индекса S&P500 или РТС - это мягко говоря не самый лучший способ сыграть на такой гипотезе.** (Да, она рано или поздно конечно сработает, как это было в конце 2018 года, но профиль RISK/REWARD таких позиций не самый лучший).

Лучшей ставкой на понижение потенциально могут быть компании и сектора, которые больше всего пострадают в результате ухудшения глобальной торговли. Из американских, это: Intel, Cisco, GM, Boeing, Ford, General Electric, Caterpillar, UTX. Причем из этих компаний надо выбирать те, которые имеют меньше всего кэша на выкуп собственных акций. К сожалению, у нас нет времени на глубокое исследование этих историй, чтобы дать конкретную рекомендацию, мы лишь можем указать направление.

События августа никак не меняют нашей стратегии. Находимся “в защите”. Мы по-прежнему ждем замедления в Китае, от которого в первую очередь должны пострадать наши металлурги. Надо понимать, что к примеру, **инвестиции в Норникель, который сейчас штурмует новые рекорды на фоне краткосрочного дефицита никеля на мировом рынке, на текущих уровнях могут впоследствии оказаться крайне рискованными**, так как вслед за вероятными потрясениями в Китае объем строительства может резко упасть а за ним спрос на никелированную сталь. (Нержавейка - 73% потребления никеля. Китай - 1/2 мирового производства нержавеющей стали).

Почему это произойдет? Потому что в какой-то момент то, что строится, не сможет быть кем-то куплено. Когда это произойдет мы не знаем, но этот момент неминуемо приближается и торговая война Китаю с этим поможет.

Наш осторожный “защитный” взгляд не означает, что мы ждем неминуемого обвала. С таймингом рынков есть большие проблемы. Мы лишь видим, что проблемы накапливаются, но фондовые рынки остаются очень крепкими. Ликвидности много, мы пока даже не представляем, куда она должна уйти, чтобы фондовые рынки перешли в состояние уверенного понижательного тренда. Отсюда центральная гипотеза - **великий боковик:**) И сейчас, на наш взгляд, мы стоим ближе к максимальным границам этого боковика.

Факты - Россия

- Трамп предложил вернуть Россию в G7
- Трамп подписал 2 пакет санкций из-за дела Скрипалей: введен запрет на покупку американскими банками суверенных еврооблигаций на первичном рынке. Само событие неприятное, но значения для рынка имеет слабое.
- Доля нерезидентов в рублевых ОФЗ всё ещё высокая - 30%+ - это “навес” из потенциальных продаж.
- Покупка ОФЗ нерезидентами в июле сократилась с 89 млрд руб до 36 млрд руб.

- Самый массовый протестный митинг на Сахарова в Москве (около 50 тыс чел.)
- В августе нерезиденты вывели с РФР \$544 млн против \$80млн за июль 2019, за лето выведен \$1 млрд.
- Нерезиденты выводят деньги с РФР 12 мес подряд, выведено \$2,9 млрд - такого не было еще ни разу за 14 лет, даже в 2008 было выведено всего \$1,3 млрд.
- Деньги нерезов полностью заместили российские “физики”. Так, в июле мы увидели +40 тыс новых активных клиентов на Мосбирже (рекорд прироста) из которых больше половины - клиенты Сбера и Тинькофф.

Комментарий Россия

Факты + логика говорят нам о том, что с учетом глобальной макро-перспективы инвестиции в российские акции сейчас более рискованны, чем инвестиции в короткие ОФЗ. Об этом мы повторяем из обзора в обзор. Нерезиденты, похоже, с нами согласны, поэтому целый год выводят деньги с нашего рынка. Но на сцену выходит еще 1 фактор - российский “физик”, который покупает все без разбора и помогает нерезидентам выйти без потерь. Наплыв денег физиков, приток которых в июле стал рекордным, вполне может обусловить более позитивную динамику российского рынка в моменте.

Причины роста и падения

PLZL, POLY, LNZL (+18-27%). Золото выросло еще на 7%+ в августе. Рост акций вполне оправдан. Увеличение среднегодовых цен на золото на 10% может привести к росту чистой прибыли этих компаний на 30% и более.

GMKN +10%. Цены на никель +23% — на 5-летнем максимуме. Основной производитель руды в Индонезии прекращает экспорт руды с декабря — страна вводит новое регулирование, которое ограничивает экспорт. И это все на фоне дефицита никеля на мировом рынке. Только 30 августа никель вырос на 8,8% за день, что стало максимальным однодневным ростом за 10 лет. Цена выросла уже на 70% в этом году.

TRCN +18%. 27 ноября продажа 50% пакета с аукциона. Стартовая цена 36 млрд руб — текущая капитализация уже на 60% выше этой оценки. 22 августа вышел отчет, в котором прибыль за 1 полугодие выросла почти в 2 раза. Естественно, что все это “помогает” продать подороже. 25% принадлежит ВТБ, банк тоже хочет выйти подороже, а там сидят грамотные спецы)

QIWI +16%. У компании последние несколько лет на фоне потрясающего роста выручки квартальная прибыль никак не могла оторваться от уровня в 1 млрд руб. (так как много инвестировали в новые проекты, которые убивали рентабельность). За 2 квартала 2019 контора пробивает планку и зарабатывает 3,6 ярда. Весь рост — сугубо на отчетах. После выхода отчета 19 августа рост акций составил +33%.

URKA +18%. 6 августа объявлен выкуп по 120 рублей, акцию сразу за 1 день переставили на 18%.

NKNC+12%. Прибыль продолжает расти, дивиденды 2019 могут составить более 7 руб на акцию, плюс конечно этот неликвид продолжает агрессивно пиарить канал РДВ.

OGKB +10%. Особых причин роста нет, в моменте это самый доходный генератор из-за особенностей графика ввода ДПМ.

RUAL -9% Основное падение — 9 августа и после выхода отчета, который показал падение прибыли по 1п/г на 40%. Издержки растут, спот цены на алюминий сейчас ниже, чем в 1 полугодии, что может гарантировать дальнейшее ухудшение показателей. Разница между ценой LME и себестоимостью менее 5%. LME: \$1712/t, cash-cost: \$1674/t

ALRS -9% одна из первых жертв тех процессов, которые происходят в мире. Seriously понижен прогноз спроса на алмазы (с 38 млн карат до 32-33 млн). Продажи 2 кв. упали на 22% до 8,3 млн карат. При этом произвести Алроса собирается 38,5 млн карат. Излишек — на склад. Вектор — вниз, конца негативному процессу пока не видно.

MRKZ -10% Особых причин для падения не было. Бумаги очень слабо ликвидны, поэтому любой более менее акционер, пожелавший выйти, может двинуть бумаги на 10% вниз.

MRKS -10%

СУЭК может продать 40% МРСК Сибири Россетям. Пакет может стоить около 12 млрд руб. По мультикам MRKS самая дорогая - видимо мажор уже основательно подготовился к продаже пакета:)

При этом компания нуждается в инвестициях и поддержке - потребители уходят на прямой договор к ФСК. После консолидации Россетями пакета возможны:

- полный выкуп у миноритариев
- допэмиссии для привлечения денег в компанию

ВТБ -10% 8 августа вышел довольно слабый отчет. Прибыль за полугодие всего 77 млрд (-23%), поэтому банк может не дотянуть до собственного прогноза по прибыли 2019 в 200 млрд.

MTLRP -13%. Все падение после отчета 15 августа, прибыль во 2 кв упала на 88%к/к. Кроме того, цены на кокс -13% в августе. Мечел — перегружен долгом (411 млрд), поэтому на все колебания конъюнктуры акции будут реагировать повышенной **волатильностью**.

RASP -7%. Все падение 28 августа. Похоже спекулятивно настроенные инвесторы расстроились, когда им дали дивиденды всего 2.5 рубля на лист.

Газ и уголь

Поставки СПГ растут. Цены на газ в пол.

Потребители активно переходят с угля на газ, => цены на уголь тоже в пол

Цены на газ в Европе - 10-летний минимум.

В этом году по миру были введены мощности СПГ ~30 млн т.

Увеличение поставок СПГ в Европу в 2019 выросло в 2 раза до 61,1 млрд м3, причем основной прирост поставок - 9,5 млрд м3 пришелся на Новатэк.

Тренд роста СПГ мощностей - долгосрочный: США планируют ввести в строй к 2023 году +48,6 млн т (67 млрд м3) СПГ мощностей vs 14 млн т экспорта из США в 2018 году.

Газпром борется с СПГ в Европе - идет игра на понижение цен.

В 1 полугодии поставки Газпрома в Европу упали на 8%.

В прошлом году ср. экспортная цена Газпрома была \$246/1000м3.

Экспортная цена Газпрома в среднем во 2 квартале составила \$208 - всего на 13% ниже, чем год назад, и существенно выше, чем спотовые цены в Европе. Важно понимать, что с этой отметки цены на газ с огромной вероятностью продолжат падать в ближайшие кварталы и даже годы. Скоро потребители начнут давить на Газпром с тем, чтобы он снижал контрактные цены ближе к спотовым, так что интересное впереди.

Уголь не только сложился пополам в этом году, но еще и спрос упал на него.

Цена угля в Европе сейчас в районе \$50/т - на уровне рентабельности добычи на Кузбассе. В этом плане акции КТК остаются в зоне риска, светлых перспектив пока не видно.

Сургутнефтегаз

2 сентября акции SNGS +12% - макс. дневной рост за 11 лет на объемах, максимальных с 2008 года. Такую тему пропускать нельзя. Народ возбудился после новости о том, что Сургут 28 августа создал компанию ООО "Рион" для вложений в ценные бумаги.

Самое первое впечатление может быть таким: Сургутнефтегаз озаботился диверсификацией своей кубышки \$47 млрд. Даже если предположить, что это так, то совершенно не ясно, почему обыкновенные акции растут на 12% а префы всего на 5%, ведь такой расклад ничего не меняет в отношении акций SNGS, дивиденд по которым с 2011 года составляет 0,60-0,65 руб / акцию.

С другой стороны вспомним про Value Сургута. Если бы компания вложила свой кэш 3 трлн рублей в ОФЗ, то годовой купон составил бы порядка 200 млрд рублей. Если его распределить между акционерами, то это будет 6 рублей на акцию. Ещё 200-300 млрд прибыли компания зарабатывает за счет своей операционной деятельности. Только эти примитивные рассуждения говорят о том, что потенциал у акций составляет 150-200%.

Никто не гарантирует, что он реализуется. Знать об этом могут только инсайдеры. Причем мы говорим не о каком-то чудесном будущем, а только о том, что будет, если компания проявит волю перестать копить кубышку, а станет обычной нормальной компанией.

Возможно, сверху поступило распоряжение, что не слишком патриотично и не слишком надежно держать банковский депозит в долларах (пусть даже и на балансах российских банков), ведь случись очередное обострение у американских конгрессменов,, обналить или как-то вернуть эти доллары будет проблематично:)

Резюме: пока мы не знаем точно, что происходит, но потенциал есть и потенциал огромный, и возможно, к тому времени, когда новости станут публичны, SNGS станет гораздо дороже. Так что пока **смотрим позитивно на Сургутнефтегаз** и надеемся на дальнейший рост в район 45+ по примеру Газпрома. При этом держим в уме, что потенциал для роста у Сургута существенно больший.

Важно: мы точно не знаем причину роста SNGS. Поэтому любые позиции вверх должны иметь ограниченный риск. Если бумага поползет вниз, держать ее не будем.

Облигации ставка

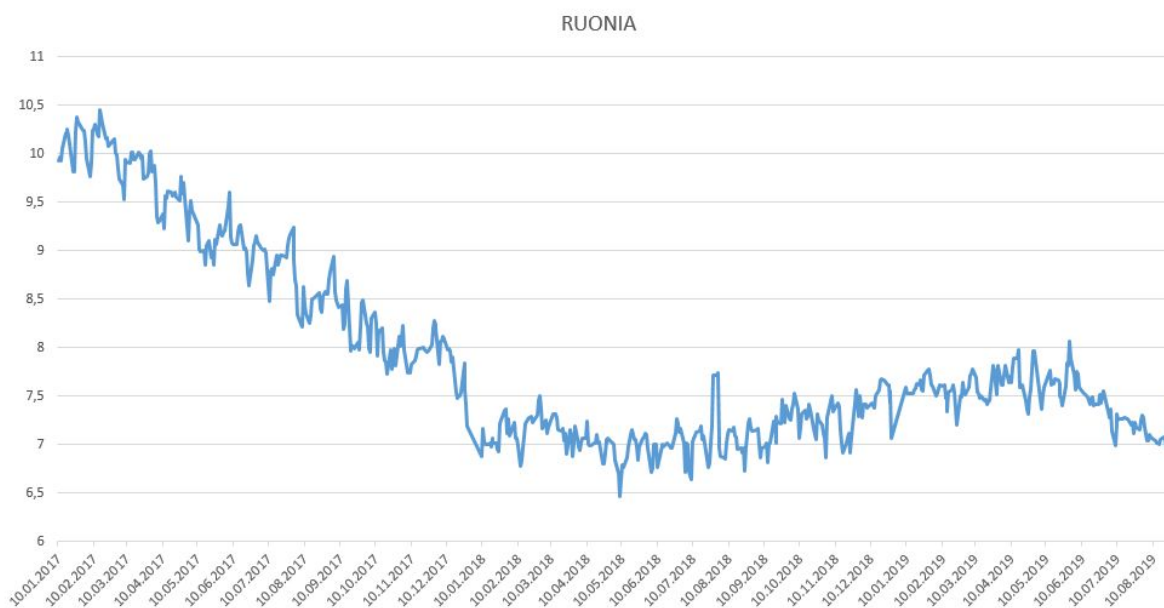
В августе совет директоров Банка России не собирался и решение о изменении ключевой ставки не принимал. Во всех последних решениях ЦБ, в первую очередь, ориентировался на динамику годовой инфляции, думаем и ближайшее заседание, которое запланировано на 6 сентября, не станет исключением.

С 20 по 26 августа включительно потребительские цены снизились на 0,03%, в предыдущие пару недель снижение цен составило 0,09 и 0,06%, а первые дни августа инфляция была нулевой. Таким образом, с начала месяца цены упали на 0,18%. По итогам месяца, скорее всего, будет минус 0,2-0,3%, что опустит годовой показатель инфляции до 4,3%.

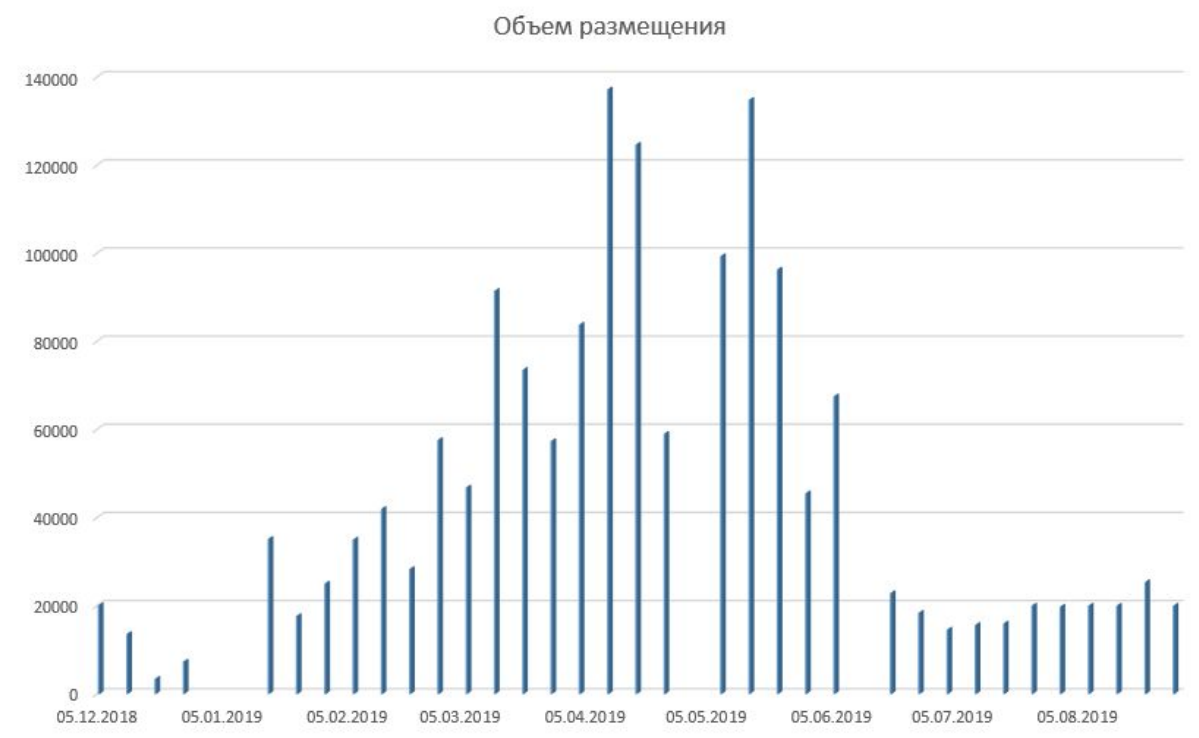
В условиях дефляции у Центрального Банка полностью развязаны руки для дальнейшего понижения ставки. Если это случится на ближайшем заседании, то это будет уже третье подряд понижение ключевой ставки.

ОФЗ

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в июле опустилась до 7,08% [2]



Минфин продолжил ограничивать предлагаемый на аукционах объем ОФЗ. При этом, на всех аукционах, спрос кратно превышал предложение. Так на последнем августовском аукционе был предложен новый выпуск ОФЗ-ПК серии 24020 в объеме 10 млрд рублей. Спрос превысил предложение более чем в 11 раз и составил 113,399 млрд рублей по номиналу.



Такой активный спрос на фоне дефицита предложения привел к дальнейшему падению доходности по цене отсечения. Впервые с марта 2018 года этот показатель опустился ниже 7%.

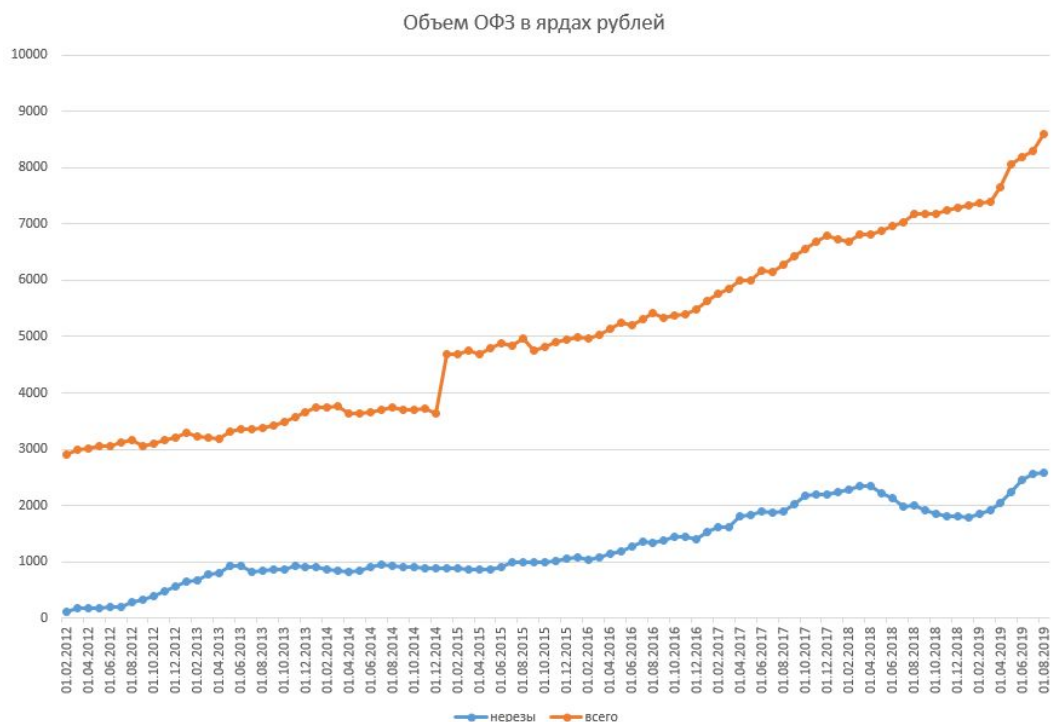


Впервые с января 2019 года рост доли нерезидентов в ОФЗ сменился падением. Падение составило 0,8% (с 30,8 до 30), но носило оно скорее формальный характер. Дело в том, что в июле было размещение ОФЗ на 212 млрд рублей, полностью выкупленное ВЭБом [14]. Нерезиденты в нем не могли

участвовать, их доля в итоге размылась. В абсолютных цифрах, за июль нерезиденты продолжили увеличивать инвестиции в российские ОФЗ. Прирост составил 25 млрд рублей (1%) до 2,584 трлн рублей.



Объем рынка ОФЗ за июль текущего года вырос на 299 млрд рублей (3,5%) - до 8,608 трлн рублей.



Дефолты

В августе, случилось два свежих технических дефолта - ООО "УАХМ-ФИНАНС" не смогло вовремя выплатить очередной купон, АО «ЭКВИЛИБРИУМ» не произвело выплаты при погашении облигаций. Если в первом случае, "УАХМ-ФИНАНС" ограничились только техническим дефолтом и в итоге все-таки прислало купон владельцам облигаций в полном размере [5], то «ЭКВИЛИБРИУМ» так и не смог погаситься, переведя технический дефолт в полноценный.

Эквилибриум

Компания «Эквилибриум» была зарегистрирована на территории РФ в 2009 году и изначально носила название ЗАО «Южный ветер». В 2013 году название сменилось на ЗАО «ХОРУС ФИНАНС», в 2015 на – АО «ХОРУС ФИНАНС», а 2018 на - АО «ЭКВИЛИБРИУМ». Деятельность компании была направлена на привлечение финансирования для «Хорус Лимитед» (Гибралтар), затем Horus Retail Principal B.V. (Нидерланды) и Seline B.V. (Нидерланды). На данный момент основным видом деятельности компании называется «Торговля оптовая неспециализированная и консультирование по вопросам коммерческой деятельности и управления». Численность работающих в компании – 1 человек [4].

Всего было размещено три выпуска биржевых облигаций по 5 млрд рублей (в марте и дважды в августе 2014 года) на 5 лет с купоном в 13%. Покупатель - ОАО "Брокерский дом "Открытие", действующий от своего имени и за счет клиентов. Два выпуска «Эквилибриум» смог погасить, а вот третий, к сожалению, нет. Погашение последнего выпуска было запланировано на 15 августа 2019 года. Причины невыплаты купона и тела долга компания не раскрыла. Последние раскрытое существенное событие датируется 26 июлем 2019 года и содержит в себе информацию о появлении у АО «Эквилибриум» признаков несостоятельности [2].

На момент выпуска облигаций, у эмитента был рейтинг А+ от Эксперт РА [3], впоследствии он был понижен до А, а позже отозван в связи с отказом компании от поддержания его публичного статуса.

К сожалению, нам не удалось найти динамику торгов облигациями «Эквилибриума», с сайта Московской Биржи данные уже удалены. Однако, смеем предположить, что выпуск был скорее всего не рыночным и вряд ли кто-то из «физиков» пострадал. Дефолт прошел тихо и ни в прессе, ни на форумах практически не обсуждался.

Размещения - Каскад

В июле было несколько размещений, наиболее интересным, на наш взгляд, был выпуск облигаций ООО «Каскад».

ООО «Каскад» занимается оптовой торговлей автозапчастями, является головным предприятием ГК «РОСАВТОПРОМ». Текущий бизнес был основан в 1993 году в Ростове-на-Дону. В настоящий момент филиалы ООО «Каскад» открыты в городах Тольятти, Москва, Краснодар, Ставрополь, Воронеж, Волгоград, клиентами являются более 3 000 постоянных покупателей - розничные магазины, СТО, предприятия оптовой и мелкооптовой торговли.

Деятельность компании сосредоточена по двум основным направлениям - оптовая торговля автозапчастями,купаемыми на территории РФ и оптовая торговля автокомпонентами,купаемыми в КНР под собственными торговыми марками SANGER и Steingart.

Торговля запчастями,купаемыми в России, является базовым направлением, имеет рентабельность по валовой прибыли около 14,5% и рентабельность по чистой прибыли около 1,5%.

Торговля под собственными марками, имеет рентабельность по валовой прибыли в размере около 25% и рентабельность по чистой прибыли около 10%-15%. Операционный цикл по данному направлению составляет 4 месяца. Таким образом деньги совершают три оборота в год, что дает, с учетом реинвестирования, 35%-50% годовых чистой прибыли от объема вложенных в проект оборотных активов в зависимости от товарной группы. Это направление дает в настоящее время около 12% - 13% от оборота основного бизнес-направления, составив 150 млн. рублей за 2018 год.

ООО «Каскад» - головная компания, на которой сконцентрированы все финансовые потоки, закупка товара у поставщиков, привлечение финансирования, реализация товара. Все компании группы также являются участниками некоммерческой организации Национальная Торговая Ассоциация «Росавтопром» и имеют значительный в масштабах бизнеса объем двусторонних договорных взаимоотношений.

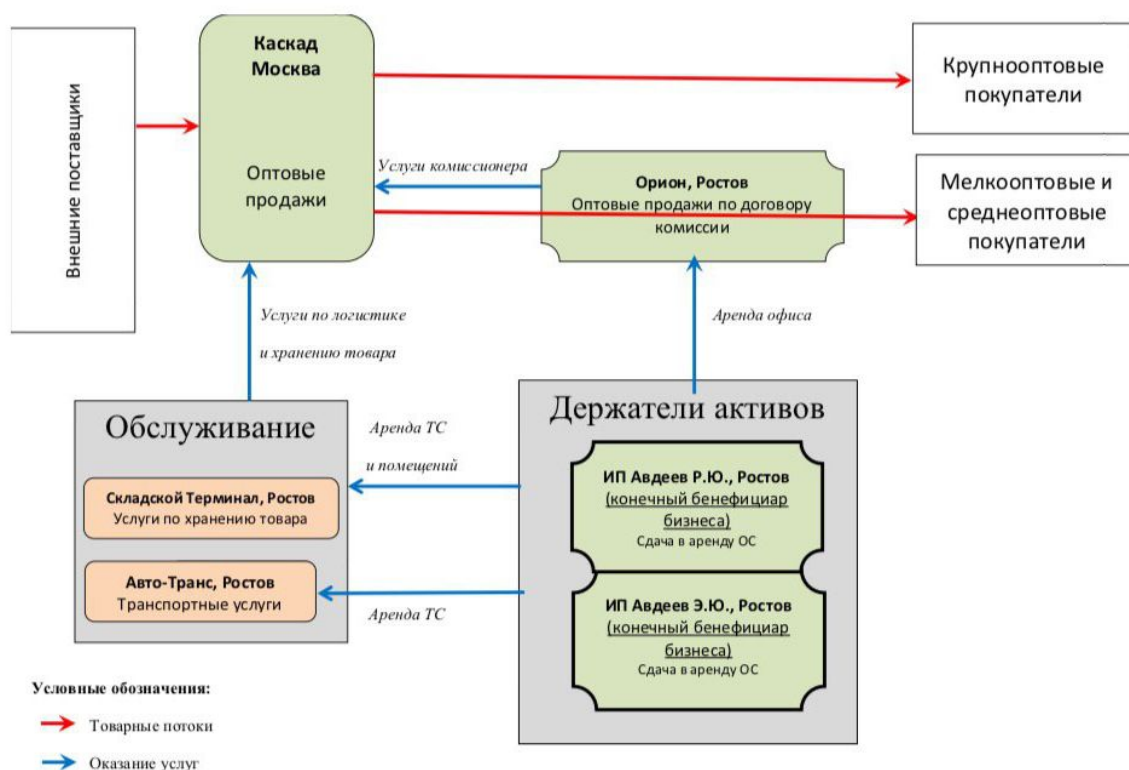
В группу компаний входят:

ООО «Орион» - комиссионер, сбывает товар ООО Каскад конечным покупателям.

ООО «Складской Терминал» - оказывает услуги по хранению товара на основном складе в г. Ростове-на-Дону.

ООО «Авто-Транс» - занимается доставкой товара покупателям, а также перевозкой товара от поставщиков до склада ГК Росавтопром.

ИП Авдеев Р.Ю., ИП Авдеев Э.Ю. - владеют недвижимостью и транспортом, которые сдают в аренду компаниям группы.



Параметры выпуска облигаций Каскад-001Р-01: номинал 1 тысяча рублей, срок обращения – 3 года, объем выпуска 300 млн рублей. Ставка установлена на уровне 16% с 1-ого по 4-ый купонные периоды.

Длительность купонного периода составляет 91 день. По выпуску предусмотрена оферта, через год после размещения.

Целями привлечения займа указывается пополнение текущих оборотных средств. Привлеченные средства в сумме 100 млн рублей планируется направить на расширение имеющегося ассортимента товаров по основной деятельности компании – оптовой торговле, создание дополнительного товарного запаса и предоставление дополнительной отсрочки по платежам для крупных клиентов. Оставшиеся средства планируется направить на развитие направления закупок товаров в КНР под собственными торговыми марками. Эмитентом составлен расчет, из которого следует, что при инвестировании в данное направление минимум 200 млн рублей, эмитент сможет обеспечить стабильный объем поставок товаров на свой склад – не менее 1 контейнера в неделю. Объем продаж товаров собственных торговых марок планируется вывести на уровень 500 млн рублей в течение первого года с момента вложения средств.

На данный момент у ООО «Каскад» уже есть один непогашенный облигационный заём коммерческих облигаций на сумму 50 млн рублей. Облигации были выпущены в марте этого года, сроком на 3 года под ставку 20% годовых. Фактов просрочки выплат по обслуживанию долга не было.

Основные финансовые показатели рассчитанные по данным отчетности, составленным по РСБУ:

Показатели финансовой деятельности Эмитента				
Показатель, тыс. руб.	2016	2017	2018	6мес 2019
Валюта баланса	345 133	680 790	736 216	845 385
Основные средства	3 944	5 241	1 558	1 371
Собственный капитал	157 907	163 512	175 885	183 967
Запасы	166 386	190 516	327 620	173 560
Дебиторская задолженность	173 750	422 529	345 158	639 146
Финансовые вложения	-	61 390	50 000	20 000
Прочие активы	1 053	1 509	11 880	11 309
Кредиторская задолженность	98 225	148 278	149 615	148 188
Финансовый долг	89 000	369 000	410 715	513 231
Выручка	519 834	797 346	1 165 289	622 014
Валовая прибыль	29 118	54 138	137 924	62 181
Валовая рентабельность	5,6%	6,8%	11,8%	10,0%
Операционная прибыль	17 959	35 903	74 667	37 148
Операционная рентабельность	3,5%	4,5%	6,4%	6,0%
Чистая прибыль	3 473	5 605	12 373	7 305
Чистый долг/операционная прибыль	4,9	10,3	5,5	13,8

Нам нравится значения выручки и ее динамика. Отношение долга к выручке составляет 0,4 – вполне приемлемо. С прибылью ситуация несколько хуже. Хотя динамика положительна, абсолютное значение прибыли не велико, отношение Долг/ЕВIT составляет 6,6 что достаточно много. Также определенную настороженность вызывает резкий рост дебиторской задолженности. Но в целом, ничего шокирующего в отчетности мы не нашли, вполне типичный баланс для оптовой компании.

Объем займа, который компания привлекает, достаточно велик, долговая нагрузка значительно вырастет. Надеемся, что цели займа будут выполнены и эмитенту удастся существенно нарастить прибыль, в первую очередь за счет продажи собственных марок, как наиболее маржинального

направления. С учетом очень хорошего, по текущим временам, купона и удовлетворительной отчетности, мы решили добавить облигации Каскад-001P-01 в свой портфель, на 3% от объема.

P.S. Мы посмотрели, что пишут пользователи интернета о торговых марках SANGER и Steingart. На удивление отзывы в основном положительные. Правда производитель маркирует запчасти как немецкие, но не будем его осуждать, скорее всего это подстройка под реалии рынка.

Ревизия портфеля

Продолжаем проводить контроль финансового состояния эмитентов, входящих в наш портфель. В прошлом выпуске «Мозговика» [6] мы рассмотрели полугодовые отчетности МФК Кармани, Дядя Дёнера, лизинговой компании Бэлти-Гранд, Трейдберри и Ломбард Мастера. В этом выпуске разберем МСБ-Лизинг, ПЮДМ, Светофор Групп, ММЦБ, ФЭС-Агро.

МСБ-Лизинг

Компания «МСБ-Лизинг» за первое полугодии 19 года увеличила выручку почти на 20%, валовую прибыль на 36%, чистая прибыль выросла на 6,3% [7]. Рост капитала, за счет нераспределенной прибыли, составил 3,6%. Заёмные средства выросли на 19,5%, при этом произошло перераспределение долга в пользу долгосрочных займов. Из минусов можно отметить уменьшение соотношения капитал/долг, теперь оно стало 0,19, против 0,21 в прошлом полугодии. Расцениваем финансовую отчётность как хорошую.

ПЮДМ

Хорошо отчиталось ООО «Первый Ювелирный – драгоценные металлы» [8]. Выручка выросла более чем на 30%, чистая прибыль увеличилась более чем в 3 раза, при этом заемные средства увеличились всего на 5%. Полностью были погашены краткосрочные займы. Отношение долга к выручке составляет 0,97, долга к EBIT – 2,4. Отношения капитал/долг так же улучшилось, достигнул значения 0,36, против 0,25 в прошлом полугодии.

Светофор Групп

В первом полугодии 19 года компания «Светофор» феноменально нарастила прибыль от продаж, увеличив ее с 5 до 50 млн рублей год к году [9]. За счет этого почти в 10 раз выросла и чистая прибыль. Выручка выросла на 44%, валовая прибыль в 2,5 раза. При этом компания не наращивает долговые обязательства, весь объем заемных средств составляет всего 50 млн рублей. Отметим, что только нераспределенной прибыли накопилось 155 млн. Отношение долга к выручке составляет 0,14, долга к EBIT – 1. Отличный результат!

ММЦБ

Согласно отчету о финансовых результатах за 6 месяцев 2019 года [10], выручка компании «Международный Медицинский Центр Обработки и Криохранения Биоматериалов», составила 118 млн рублей (- 7% гг), чистая прибыль 84 млн рублей (- 6% гг). При этом заёмные средства составляют всего 30 млн рублей. Единственное, что нас насторожило, это появление в балансе 182 млн рублей «прочих обязательств». К сожалению, нам не удалось найти расшифровки, что под ними понимается. В любом случае, эти обязательства носят долгосрочный характер и даже с их учетом уровень долга находится на вполне комфортном уровне. Расцениваем финансовую отчётность как нейтральную.

ФЭС-Агро

После размещения облигационного займа, «ФЭС-Агро» начала активно его осваивать. За первое полугодие 2019 года компания увеличила дебиторскую задолженность почти в 4 раза до 5,5 млрд

рублей, на 30%, до 1,5 млрд рублей, выросли запасы [12]. Выручку удалось нарастить с 3,8 до 5,3 млрд. (+40%), чистую прибыль с 157 до 192 млн (+22%). В инвестиционном меморандуме [13], одной из целей развития компании, называлось увеличение выручки к 21 году до 10 млрд. рублей с сохранением маржинальности. Такими темпами «ФЭС-Агро» уже в 19 году может перевыполнить план 21 года по выручке. Подводит пока только рентабельность, так за первое полугодие рентабельность по чистой прибыли упала с 4% до 3,6%. Нам нравятся растущие компании, но выросшая в 4 раза дебиторка нас немного настораживает. Будем надеяться, что по ней не будет серьезных просрочек. Оцениваем финансовый результат компании как позитивный.

1. <http://ruonia.ru/archive>
2. <https://www.e-disclosure.ru/portal/event.aspx?EventId=lg8A2ZTL0kyHpkv2bmMDrw-B-B>
3. https://raex-a.ru/database/companies/horus_finance
4. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1507137>
5. <https://nsddata.ru/ru/news/view/550156>
6. <http://mozgovik.com/a/20190801.pdf>
7. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1539681>
8. <http://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1541606>
9. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1542330>
10. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1539586>
11. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1540221>
12. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1540221>
13. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1510013>
14. <https://www.kommersant.ru/doc/4041329>

Сводная таблица инвестиционного фокуса

макро-трейды						
			ср вход	тайминг	риск	Доля %
2.2019	S&P500	↓	2950	12 мес	-	250%
2.2019	USD deposit	↑	64,15			34%
портфель акций						
			ср вход	тайминг	доля портфеля	цель
9.2019	SNGS	↑	-	3 мес	40%	
портфель облигаций						
		Дох	Купон	Оферта	Лимит в портф	
ОФЗ 26210		6,8%	6,8%	11.12.2019	∞	
Волгоград 34007		6,8%	12,3%	10.10.2019	30%	
Детский Мир 04		7,9%	9,5%	03.04.2020	20%	
Мечел 17 18 19		11%*	10,375%	27.05.2021	10%	
Геотек		11,9%*	10,75%	16.10.2019	10%	
Грузовичкоф 03		13,2%	15%	22.03.2020	3%	
МСБ-Лизинг		12,6%	13,75%	09.05.2021	3%	
Ломбард Мастер 05		13,4%	16,5%	23.04.2020	3%	
Дядя Дёнер		10,2%	14%	14.05.2020	3%	
ПЮДМ		13,2%	15%	19.05.2020	3%	
Светофор Групп		7,7%	18%	22.10.2019	3%	
ВсеИнструменты		7,7%	12,5%	12.12.2019	5%	
ММЦБ		6,7%	14,2%	24.12.2019	3%	
Бэлти-гранд		14,2%	14%	01.03.2022	3%	
Трейдберри		11,9%	17%	24.03.2020	3%	
ФЭС-Агро		13,5%	14%	15.04.2021	3%	
Онлайн Микрофинанс		15,8%	15,5%	21.05.2020	1%	
КарМани 02		14,5%	16%	22.10.2020	1%	
Мигкредит		15,4%	16%	19.06.2022	1%	
С-Инновации		14,9%	15%	01.07.2020	3%	
Каскад		15%	16%	12.08.2020	3%	
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 выдавать 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
ALRS	Спад спроса, конца которому мы пока не видим
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
CHMF	Ждем что ситуация с Китаем приведет к ослаблению цен и показателей металлургов
GAZP	Много противоречивых факторов. Видим риск значительного снижения цен на экспорт в ближайшие годы.
GMKN	Долгосрочно - очень хорошая компания. Но дешево взять не дают, Потанин все время выкупает с рынка. Есть риск ухудшения никелевой конъюнктуры в связи с Китаем
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 более 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	Компания хорошая но стоит недешево.
QIWI	Компания начала наращивать прибыль впервые за последние 5 лет! Недорогая компания, платежный бизнес растет. Есть риск технологического диверга всего бизнеса целиком. Регуляторные риски. 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 не дорога. 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.
SNGS	Огромный внутренний потенциал. Надо осторожно участвовать, расти может очень быстро.
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. Не верим, что сможет обеспечить рост прибыли 200 млрд +
YNDX	Классный растущий бизнес.
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 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