

Мозговик 19#11 Ноябрь 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
Что происходит в мире?	4
Работа над ошибками	8
S&P500. Тезис	10
Золото	12
Тактика	14
Новатэк	14
Россети + МРСК	15
Сургутнефтегаз	16
Freedom Holding	16
Новости коротко	17
Бонды. Ключевая ставка	18
Ревизия портфеля	21
Сводная таблица инвестиционного фокуса	24

Бычий рынок рождается на пессимизме,
растет на скептицизме,
стареет на оптимизме
и умирает на эйфории.

Джон Темплтон
(Какая стадия сейчас?)

It never was my thinking that made the big money for me.
It always was my sitting. Got that? My sitting tight!

Jesse Livermore

Факты, мир

- **ФРС наращивает баланс в 2 раза быстрее чем во время QE3 - запущена программа выкупа векселей объемом \$60 млрд в мес.**
- **Трамп уверяет что торговая сделка с Китаем будет заключена уже 17 ноября**
- Последняя волна роста рынка совпала с началом нового QE от ФРС, о котором было объявлено 10 октября 2019. На этом фоне американский рынок вышел на новые рекордные уровни S&P500 = 3090
- **Конгресс США начал процедуру импичмента Трампа**
- 2 месяца назад мы составили список американских акций, которые теоретически больше всего страдают от замедления мировой экономики. За последний месяц портфель таких акций вырос на 13%, что означает, что **инвесторы поверили в будущее улучшение экономики и внешней торговли.**
- История трех подряд понижений процентной ставки от ФРС за 1975, 1996 и 1998 годы показывает, что доходность рынка S&P500 составила в районе 15-23% в течение 12 месяцев после третьего снижения, поэтому не удивительно, что в стадии оптимизма участники рынка рассчитывают на рост +10%, и цель в районе 3300 по S&P500.
- **Индикатор суммарной рыночной капитализации к ВВП США приблизился к рекорду 2000 года равному 150%**
- **3/4 отчитавшихся компаний S&P500 показали снижение прибыли на 2% за год - худшее значение с 1 квартала 2016 года**
- **Мировая торговля сокращается 3 месяца подряд, - последний раз было в ноябре 2009**
- **Все важные экономические индикаторы США в октябре были хуже ожиданий (кроме двух запаздывающих - ВВП и рынок труда).**
- **Промпроизводство США -0,4%**
- **Розничные продажи США -0,3%**
- **ISM промышленный (США) уже три месяца подряд ниже 50.**
- **Объем сделок M&A в США в сентябре был минимальным за 5 лет**
- **Промпроизводство Германии сокращается 10 месяцев подряд. Последний раз такое было в 2009**
- **Доля понижений кредитного рейтинга по leveraged loans в США максимальная за 10 лет**
- **Корпоративные прибыли в США до налогов не растут с 1 квартала 2012 года, оставаясь на уровне чуть выше \$2 трлн. ([ссылка](#)) Рынок акций США вырос за это время на 120%. Похожая ситуация была в 2000 году.**

- В сентябре продажи акций корпоративными инсайдерами были максимальными за 20 лет
- Доверие потребителей США относительно доверия бизнеса - максимальная разница с 2000 года
- ISM услуги (США) в октябре = 54,7 - вырос с минимального значения 52.6 за 3 года
- В Гонконге техническая рецессия -0,6%/г в 3 кв.
- Мировой спрос на ювелирные украшения в 3 кв 2019 сократился на 16%.
- Накануне пробоя максимумов S&P500 индекс бычьего настроения американской ассоциации частных инвесторов (AAII) был на экстремальном минимуме 29.84, что означает что люди были без акций. Обычно за таким пессимизмом следует продолжительное ралли > 1 года. Сейчас быков уже 34% против среднего значения 38%.
- Доля портфелей хедж-фондов в акциях была на минималках за 10 лет = ниже 20%
- Ежемесячный опрос BAML подтверждает что управляющие сидели в октябре по уши в облигациях и вышли из акций. Это может поддержать рынок акций, когда фонды будут возвращаться на него из защитной позиции.
- Интересно, в 2008 году эти индикаторы не сработали как противоположные! Накануне краха Lehman Brothers и последующего обвала рынка инвесторы также были крайне скептичны.
- 22 октября Китайский ЦБ сделал экстренную инъекцию ликвидности в банковскую систему в размере 250 млрд юаней. Такие интервенции были дважды в этом году - в январе и в мае. Причины неизвестны.
- ВВП Китая продолжает замедляться. В 3кв он составил 6% (пред. 6,2%) - новый минимум с 1992 года.
- Китайский промышленный PMI в октябре - новый минимум, 49.3. Сокращение 6 месяцев подряд.
- PMI услуг Китая в октябре = 52.8, минимальный с февраля 2016. Ниже был только в 2009 году.
- В следующем году в Китае должно быть погашено "субфедеральных" облигаций на 2 трлн юаней (\$283 млрд), что на 58% больше, чем в этом году.

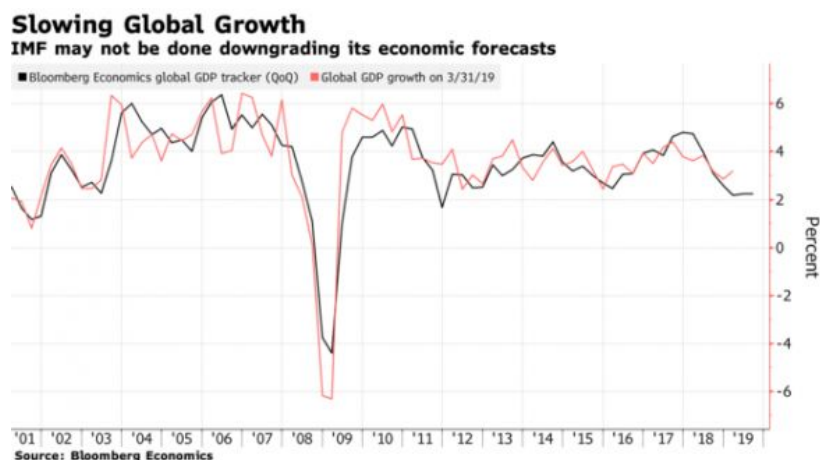
Что происходит в мире?

Резюме: Силы природы требуют рецессии. Политические силы делают всё, чтобы избежать спада.

Поговорим об экономике и потенциале ее роста.

Возьмем Китай для примера. Китай рос темпами выше 8-14% с 1991 по 2012 год. Это реальные темпы роста. Если бы Китай рос так 100 лет, то его ВВП увеличился бы в 13 780 раз. Даже если Китай дальше будет расти по 3% в год, его ВВП вырастет в 20 раз. За счет чего теоретически так можно вырасти? Например, увеличить население еще в 2 раза. Повысить уровень жизни в 3 раза. Получили 6. Повысить производительность труда в 2 раза. Получили 12. Захватить и застроить половину Евразии и Африку. Получили 20+. Однако если какой-то из этих вариантов кажется вам нереальным, это означает, что Китаю придется расти меньше. А если торговая война, развязанная США, сработает, это будет означать, что производительность труда упадет вместе с падением экспорта, а вслед за ним может упасть и уровень жизни. Бесконечно расти невозможно, рано или поздно наступает **потолок роста**, - причина - ограниченная территория и ресурсы земли.

Мой бездоказательный (гипотетический) тезис состоит в том, что Китай уже вырос больше, чем должен был в естественных условиях рынка. А те темпы которые мы видим сейчас, поддерживаются государством искусственно, за счет "насильственного" кредитования. Это в свою очередь рано или поздно должно плохо кончиться. Но Китай я использую здесь лишь как пример. Двинемся дальше. Более того, мой тезис состоит в том, что весь мир в целом уперся в потолок роста, поэтому темпы роста экономики замедляются несмотря на все потуги властей.



Когда экономика упирается в потолок, то эффективность традиционных инструментов ее поддержки (бюджетная и монетарная политика) снижается или вовсе пропадает. Политики слишком увлеклись стимулированием, забывая про то, что кризис - это естественное природное явление, которое расчищает дорогу для дальнейшего роста. Если вы делаете всё, чтобы избежать кризиса, то получите потолок роста.

Если учесть текущий глобальный демографический тренд на замедление роста населения + опережающий рост "пенсионеров", то проблемы в экономике и отрицательные доходности нам просто гарантированы на интервале следующих 20-30 лет.

Почему Европа давно стагнирует, а ставки отрицательные? Потому что:

- население Европы не растёт¹
- производительность труда и доходы на человека давно уперлись в физический потолок
- внешние рынки не расширяются
- кому нужен дорогой кредит, если у вас все есть, а производственный потенциал на максимуме?
- относительная бюджетная дисциплина

Если вы осознаете, что достигли **потолка роста** в государстве, что надо делать с точки зрения здравого смысла? Логика говорит о том, что надо:

- притормозить потребление (у вас и так уже все есть)
- начать раздавать долги (если они есть)
- больше делиться своим доходом с теми, кто имеет мало.

Если вы популист или экономическая логика у вас отсутствует, то вы:

- наращиваете бюджетные расходы любой ценой

Европа пошла по первому пути. Так мы приходим к низким темпам роста и высоким налогам, что уже и так присутствует в большинстве европейских стран. В такой ситуации отрицательные ставки кредита - это естественный механизм

1. возвращение государственного долга стран,
2. субсидирования кредита нуждающимся за счет де факто **налога на сбережения** европейских граждан.

По сути, мы получаем естественный социализм, продиктованный рынком:

- богатые поднимают бедных за счет высоких налогов

¹ Кто часто бывает в Европе, заметил, как сильно этнически Европа изменилась за последние 20 лет. Вероятно, такая политика европейских властей отчасти как раз является желанием решить демографическую проблему экономики. Второй интересный момент заключается в том, что этническое разнообразие снижает национализм в обществе и, как следствие, снижает вероятность обратного территориального разделения-раздробления еврозоны по национальному признаку.

- богатые за счет отрицательных ставок кредитуют почти бесплатную ипотеку для бедных
- пенсионеры не откладывают, а

Экономика и цены при этом расти не будут, потому что потребление в Европе на пике потребностей, предложение превышает спрос, а инвестиции в рост бессмысленны.

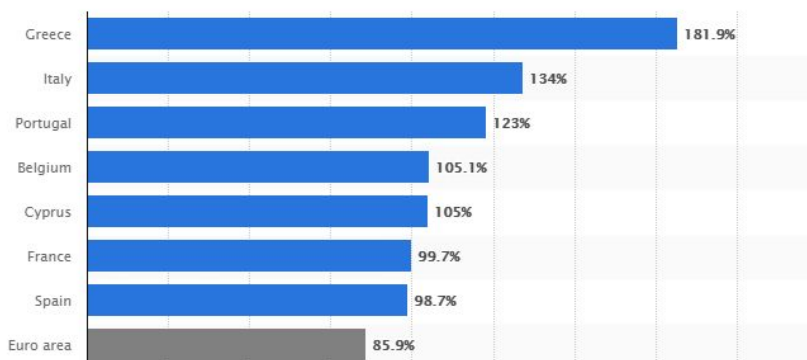
Почему так происходит? Это значит что **Европа слишком долго росла в долг, откладывая проблемы на потом**. "Потом" наступило. Оно здесь и сейчас.

Европейские страны имеют немалые долги, средний долг ЕС 86% ВВП. Долг - это текущее потребление за счет будущего. Если поддерживать ситуацию на плаву (без дефолтов), то справедливо, что при больших долгах, европейцы на пенсии будут жить хуже. Дети европейцев будут жить хуже.

Отрицательные ставки снижают ваш будущий пенсионный доход, т.к. пенсионные фонды - основной инвестор в бонды с отрицательной ставкой.

Потолок роста, большой долг - возможно поэтому бывший глава ФРС Бен Бернанке заявил: **на моем веку нормализации процентных ставок уже не случится**.

National debt in EU countries in the 1st quarter 2019 in relation to gross domestic product
(GDP)



Весь ваш прошлый опыт наверняка говорит, что это какой-то абсурд.

Мы привыкли иметь 10% годовых по ставкам в банке.

Мы не можем себе представить, чтобы ставка по депозиту была отрицательной.

Уверен, европейские сберегатели тоже не в восторге терять деньги. По этой причине, капитал (хотя бы частично) начинает мигрировать туда, где доходность еще положительная.

Как известно, риск - это всегда более высокий доход. Отрицательные ставки должны увеличивать рискованные вложения от безысходности. Рост рискованных вложений - это всегда рост дефолтов на каком-то этапе торможения или сокращения экономики.

Ну а кроме того, мы также имеем приток в американские облигации трежерис и приток в американские акции, потому что здесь доходности все еще отрицательные.

Почему в США еще не отрицательная ставка?

Базовая инфляция в США в сентябре +2,4% - максимальная с 2008 года.

В еврозоне этот показатель в 2 раза ниже, +1,2%/г.

Доходность 10-летних облигаций Германии = -0,26% годовых.

Реальная доходность² = -1,46% годовых.

² реальная доходность — скорректированная на инфляцию

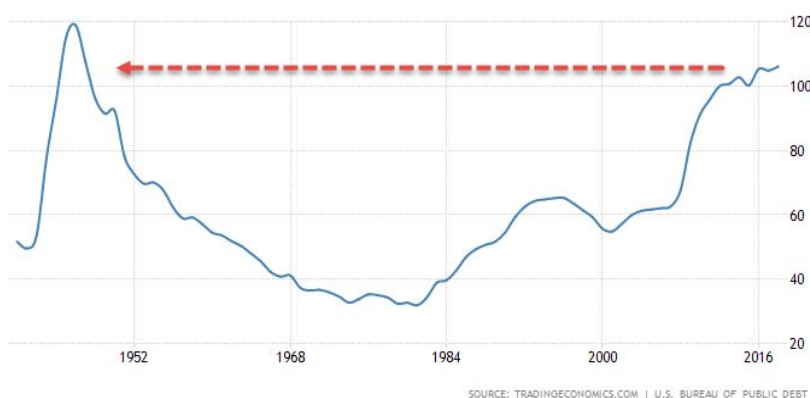
Доходность 10-летних облигаций США = 1,67%

Реальная доходность = -0,73% годовых.

США также растут в долг, и это кончится одинаково. Скорее всего, США тоже рано или поздно придут к отрицательным ставкам. Почему крупнейшие американские компании выкупают свои акции с рынка? Потому что они уперлись в потолок роста и не могут реинвестировать деньги в получение большей прибыли.

Почему в США позитивная доходность и рост экономики +2,1% на фоне стагнирующей экономики еврозоны (+0,3%)? Отчасти потому что **Европа давно перешла к фискальной дисциплине, а в США президент - популист транжирит казну, и дефицит бюджета составляет 4,6% от ВВП по итогам 2018 года, на фоне всего 0,7% дефицита в Европе.**

Центральная гипотеза наших исследований - "конец естественного экономического цикла в США". Если вы начинаете колоть экономику стероидами, то вы откладываете печальный конец на завтра, но делаете его еще более печальным. Как следствие, долг/ВВП США максимальный со времен второй мировой войны.



Когда США станут вернуться к благоразумной политике (в лучшем случае), рост экономики обнулится, а доходности станут отрицательными. Таким образом, можно констатировать, что рост рынка и экономики - достигается администрацией Трампа "любой ценой". Как вы думаете, можно ли расти в долг без последствий? Можно, но не слишком долго.

Чтобы много тратить в долг, надо много занимать. Когда вы слишком много занимаете на рынке, деньги заканчиваются, повышается спрос на них. То, что мы видели в сентябре (кризис на рынке репо) - это, вероятно, первые отголоски этих проблем, связанные с огромным предложением гособлигаций США, которые съели свободную ликвидность. Тут в дело вмешивается ФРС и начинает добавлять короткую ликвидность.

ФРС убеждает, что выкуп векселей, это не новое QE. И правда - монетизации госдолга не происходит, потому что ФРС не скупает длинные облигации. По крайней мере пока. Хотя разве скупая короткие векселя, ФРС тем самым не помогает косвенно освободить рынку ликвидность для покупки длинных выпусков?

Есть еще один способ решения проблемы потолка роста:

Захватить новые рынки, то вы масштабируете производство и увеличиваете производительность труда. Но все рынки и так уже заняты американскими компаниями. Тогда вы можете

1. давить Китай с целью еще больше открыть их рынок для американских компаний
2. закрывать свой рынок для конкурентов, одновременно освобождая его для своих

Так мы и получаем торговую войну с Китаем.

Несмотря на то, что Трамп уже 100 раз сообщил об успехах в переговорах в своем твиттере, здравый смысл говорит нам о том, что пирог ограничен, **потолок роста** достигнут, а это значит, что торговая война не может закончиться благоприятно для всех сторон.

Работа над ошибками

Чего ждали?

Вернемся к предположениям, которые мы делали в январе–феврале 2019:

1. Рецессия США 2019-2020
2. 2019 - год растущей волатильности из-за сворачивания стимулирования ФРС
3. Рост протекционизма и торговая война будут способствовать охлаждению экономик
4. Рост вероятности “Черных лебедей”
5. Рискованно покупать циклические компании
6. Не видим оснований, что РТС вырастет, скажем, на 20%.
7. Мы продолжаем ставить на Русагро.
8. Металлургия. Мировая экономика на пике цикла. Сейчас опасно брать эти компании.
9. Потребительский сектор. Очень жесткая конкуренция, слабый спрос, не видно драйверов роста. Выстрелы возможны местами, но реальных надежных причин для покупки не видно.
10. Телеком. Похожая ситуация с потреб сектором. Рублевая выручка, слабый спрос, большая конкуренция.
11. Генерация. Мы приближаемся ко второй фазе реализации большой стройки ДПМ-2. Вся генерация выглядит слабо в сравнении с ОФЗ. Пусть дальше летит в пропасть. Пока не понятно, на чем ей расти.
12. Сети. Как мы уже писали, теоретически возможна идея в Россетях из-за намерения провести рыночное SPO.
13. рубль выглядит структурно крепко
14. медленный экономический рост
15. замедление роста Китая
16. замедление роста США
17. Пока нет новых санкций, а мировая экономика не успела основательно споткнуться, есть все условия для инвестиций в российские дивидендные фишки, а также условия для возвращения кэрри-трейда.
18. экспортеры исчерпали потенциал, а потенциал переместился во внутренние перепроданные секторы: ● банки ● энергетика
19. Самый большой риск - брать в отсечку Сургут-преф. Самый большой дивгэп, который может быть не закрыт дольше всего.
20. Потенциально опасно брать под отсечку стальные компании и Алроса и ГМК Норникель

Что произошло?

Индекс МБ вырос на 22% в этом году – до нового рекорда.

Индекс РТС +33% – один из лучших результатов в мире.

S&P500 +21%

Комментарий

It never was my thinking that made the big money for me.
It always was my sitting. Got that? My sitting tight!

Вероятно, я слишком много думал последние два года. Мое активное напряженное думание привело к тому, что я рано закрыл прибыльные позиции, которые могли стать гораздо более прибыльными, раньше времени. Я не жалею, мое “думание” позволило мне сделать хорошую прибыль в 2018 году и заработать в этом. Но с точки зрения создания максимально полезного аналитического обзора Мозговик должен был выглядеть примерно так:

1#19: покупайте Газпром
 2#19: покупайте Газпром
 3#19: покупайте Газпром
 4#19: покупайте Газпром
 и т.д.

Чтобы дать такую рекомендацию, по сути, мне следовало бы использовать меньше информации, меньше анализировать, то есть вообще в целом меньше думать. (“Технический анализ” кстати успешно с этим справляется:)

Логично ли нахождение индекса МБ на уровне 3000? Если думать узко, то вполне.

- ставки снижаются, мультипликаторы низкие, доходности высокие.
- геополитические риски (санкции) давно не материализуются, а значит премия за риск естественным образом снижается во времени

Если думать широко, то сразу появляется страх:

- у нефти сейчас больше оснований падать, чем расти
- глобальная экономика стабильно замедляется в течение всего года, что должно закончиться рецессией

Глядя на индекс МБ и на мой “пустой” портфель, совесть начинает указывать на ошибку. Есть ли тут ошибка? Чтобы понять это, нельзя сравнивать динамику портфеля с рынком на интервале 1-6 месяцев. Если мой “портфель” будет проигрывать индексу в среднем за 10 лет, то да, это скорее всего была ошибка.

Мое избыточное думание (“my thinking”) привело меня к выводу, что:

Экономические тренды оказалось предсказывать проще чем краткосрочную динамику рынков

И тут же стало очевидно, что ухудшение ситуации в экономике вовсе не означает падение фондовых рынков. Почитайте “факты мир” в этом и в [прошлом мозговике](#) -- ситуации во многих экономиках мира самые слабые за много лет, причем негативная картина развивается много месяцев подряд. А конец октября S&P500 встречает на новом историческом максимуме, а РТС на новых многолетних максимумах.

Что с этим делать и как с этим быть?

1. можно попытаться учесть всё и стремиться к тому, чтобы быть всегда правым (именно такое стремление вызывает совесть, которая заставляет чувствовать ошибку).
2. можно успокоится на этот счет, смириться с тем, что даже правильный анализ может давать неправильный результат и:
 - a. стараться заработать максимально там, где анализ работает
 - b. терять по минимуму, там, где анализ привел к неправильному результату

Какие акции выросли за последний месяц?

- Сургут ао +30%
- Газпром +20%
- Система +18%
- ГКМ +17%
- и т.д.

Да, у меня были сомнения в Газпроме, несмотря на понимание, что там есть серьезный внутренний потенциал. Зато в акциях Сургутнефтегаза мне удалось собрать движение +55%.

Таким образом, я заработал там, где ситуация мне понятна и краткосрочное мнение рынка совпало с моим тезисом, и не заработал там, где мой анализ противоречил краткосрочному мнению рынка.

Проблема в том, что для момента входа в Сургутнефтегаз я использовал условно “технический анализ”, то есть смотрел на поведение цены, чтобы войти. Это наталкивает меня на мысль о том, что

Результат можно существенно улучшить, если входить в актив тогда, когда само движение цены подтверждает фундаментальный тезис.

Если же входить в рынок исходя из фундаментальных соображений, но против движения цены, убыток может быть разрушительным!

Так, в начале августа размер моего личного шорта по S&P500 был 300% (никому не советую шортить индекс!), на начало сентября он сократился до 250%. В октябре шорт сократился до 139%. Сейчас он составляет всего 38% портфеля. (все цифры из результирующих таблиц в конце каждого мозговика)



Таким образом, когда рынок рухнет, я хочу, чтобы размер моей негативной позиции был максимален, когда же рынок растет, я хочу чтобы размер моей позиции был минимален.

Да, в этом году этот трейд принес мне убытки, но еще месяц назад он был очень прибылен, а если бы моя гипотеза сработала, то прибыль была бы существенно выше, чем текущий убыток по этой стратегии.

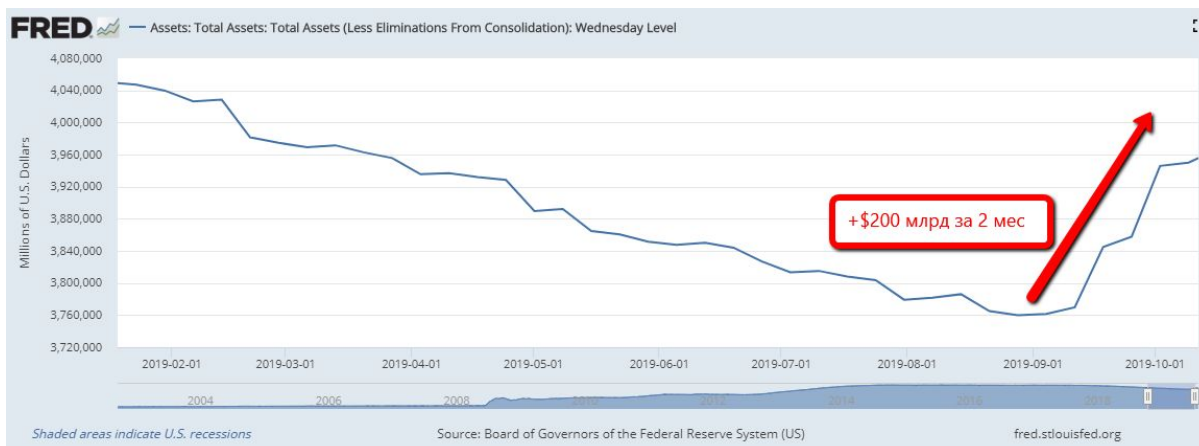
S&P500. Тезис

Рынок следует за ФРС (Don't fight the Fed!).

Когда мы впервые опубликовали наш скептический прогноз по S&P500 с рабочей гипотезой “широкий боковик” ([август 2018](#)), ФРС ужесточала кредитную политику, а торговая война с Китаем только начиналась (хотя на тот момент никто не придавал ей значения).

Что имеем сейчас? К этому моменту ФРС уже снизила ставки трижды и снова начала добавлять ликвидность, скупая казначейские векселя, что привело к резкому росту баланса, а рынок очень неплохо следует за балансом ФРС.

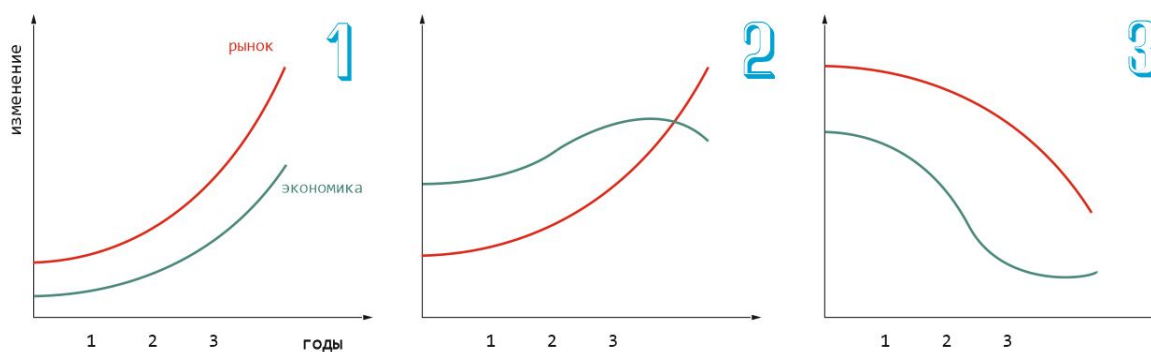
Баланс ФРС начал расширяться с сентября. Причина: Кризис на рынке РЕПО США, который начался 17 сентября. Причины мы подробно разбирали в [прошлом мозговике](#).



Последняя волна рост рынков в октябре началась после заседания ФРС 10 октября.

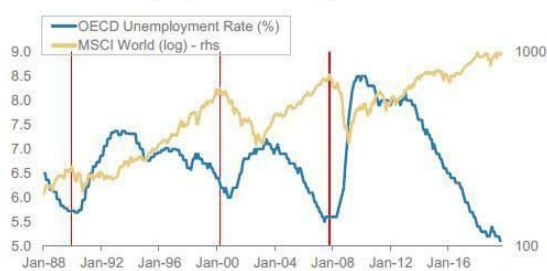
Посмотрите на эти 3 графика. Как вы думаете:

1. какая ситуация является наиболее благоприятной для долгосрочных инвестиций?
2. какая ситуация самая рискованная для долгосрочных инвестиций?
3. в какой из трех ситуаций мы находимся?



Американский рынок находится на **рекордном максимуме** после 10-летнего бычьего рынка. Посмотрите в раздел [Факты мир](#) сверху. Мы видим реальные признаки **серьезного охлаждения экономики** (картинка №2). Только лишь занятость и доверие потребителей могут уложиться в картину №1. Однако, если ориентироваться на эти показатели, самый большой риск инвестора - покупать, когда они в самом лучшем состоянии.

Exhibit 2: Equities have historically peaked when unemployment troughs



Source: Bloomberg, Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Exhibit 3: Peaks in consumer confidence tend to coincide with peaks in equity markets



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Я не знаю сколько еще будет расти рынок акций США (тайминг разворота невозможно угадать при помощи фундаментального анализа), но я уверен, что мы подходим к такому состоянию, когда долгосрочные инвестиции в акции США являются максимально рискованными.

Предыдущий наш тезис был - широкий боковик.

Мы меняем его на новый тезис - оптимизм и ждем эйфорию (см. цитату вверху)

В широком боковике можно было шортить максимум. Сейчас шортить стало опасно из-за того, что прогнозировать потолок роста невозможно. Но вместе с тем, мы помним, что бычий рынок умирает на эйфории, поэтому сохраняем максимальную бдительность.

Эйфория ли сейчас? Пока однозначно мы так сказать не можем. Данные по настроениям и позиционированию говорят о том, что управляющие скорее были настроены пессимистично в октябре.

Золото

Золото — актив с отрицательной реальной доходностью (из-за необходимости платить за то чтобы его где-то хранить). Вспоминают про золото тогда, когда войнушка какая-нибудь, кризис или прочая неопределенность. Либо страх разгона инфляции.

Сейчас пока ни инфляции, ни войны, слава богу. Сейчас по всем канонам жанра конец большого экономического цикла. Что мы видим?

- Мне представляется, что на данном этапе развития мировая экономика уперлась в потолок и не может расти структурно, отчего она повсеместно стабильно замедляется несмотря на активные попытки центробанков накачивать деньгами.
- Ликвидности море, из-за чего рынки игнорируют происходящие в экономике процессы. Ставки в развитом мире много где уже отрицательные, что делает золото более интересным, чем кэш. В мире растет популизм и протекционизм.
- Трамп продолжает транжирить бюджет, что приводит к росту предложения трежерис, которое рынок уже еле переваривает, из-за чего ФРС приходится снова наращивать баланс, выкупая казначейские векселя с рынка.
- Политика США приводит к снижению доли доллара в резервах центральных банков (см. картинку ниже), доля доллара снизилась с 71% в 2001 до 61,6%. Причем за последние 5 лет снижение ускорилось и составило 5пп.
- Низкие падающие ставки и стабильная экономика приводят к раздуванию мультипликаторов на рынке акций. В условиях 0 ставки самые цены акций крупных компаний с минимальным корпоративным риском вообще могут уходить в бесконечность (инфляция активов)
- Низкие ставки всегда приводят к безответственному поведению заемщиков. Низкие ставки — это рост долга. Низкие ставки + замедление экономики или ее сокращение — это рост дефолтов по долгам. Мне представляется, что в ближайшие годы нас ждут довольно интересные и непредсказуемые «черные лебеди», связанные с концом цикла, поэтому золото может подсказать непредсказуемую динамику.

Доля \$ в глобальных валютных резервах:



Согласитесь, чем ниже отрицательные ставки по гособлигациям, тем интереснее хранить свои валютные резервы не в долгах, не в бумажной валюте, а в золоте. Кроме того, если вдруг реализуется где-то кредитный риск, золото может легко выстрелить.

Итак, возвращаясь к началу нашей заметки, мы видим большую картину следующим образом:

- потолок мирового роста
- высокие растущие долги
- отрицательные ставки на долговых рынках, которые “штрафуют” сберегателей
- а также заставляют капитал искать доходность любой ценой, увеличивать риск

все это создает условия для удержания золота и его существенного роста в случае если риски реализуются.

Кроме того, мы не видим причины, по которой золото сейчас не должно стоять максимально за всю историю. Кстати исторический максимум на уровне \$1,920 был установлен в сентябре 2011, сразу после первого понижения кредитного рейтинга США.

Сейчас все выглядит так, как будто я немного опоздал с этой заметкой. Можно ли было все то же самое написать год назад? Можно. Что произошло за год? Золото +18%. Мне даже удалось взять \$100/унцию из этого роста (1280->1380). Акции Полюс Золото +80% потому что рост цены золота приводит к непропорциональному росту прибыли компании.

Строчка:

PLZL В текущей фазе цикла золото может подорожать, а Полюс может быть защитной историей.

появилась в результирующей таблице мозговика [еще в декабре 2018](#).

В июне [19#6](#) мы писали:

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.

Золото выросло с тех пор на \$200 (+15%). Что изменилось?

1. почва продолжает уходить из-под ног мировой экономики (пока)
2. базовая инфляция в США 2,4% – максимальная за 10 лет
3. ФРС вернула QE, все центральные банки мира смягчают политику.
4. торговый спор США-Китай формально подходит к концу (во что мы не верим)

Если пункты 3-4 стабилизируют экономику, возможно, мы увидим в золоте коррекцию. Но мы будем использовать эту коррекцию для того, чтобы заходить в золото. Наша базовая гипотеза - по золоту начался долгосрочный растущий тренд и мы будем пытаться ее отрабатывать.

Любопытно и то, что несмотря на новые рекорды S&P500, золото не снизилось существенно.

В июле 2019 миллиардер-инвестор Рэй Далио написал в своем LinkedIn, что золото будет топовой инвестицией. Почему:

- доходность акций будет снижаться
- ценность денег будет снижаться
- есть значительный риск внутренних и внешних конфликтов
- увеличение доли золота в портфеле снизит его риск и увеличит доход

К следующему выпуску мозговика мы постараемся углубить наш анализ по золоту и ответить на вопросы:

1. какое сейчас позиционирование инвесторов в золоте?

2. в каком случае цены на золото могут упасть?

Тактика

Я пропускаю этот рост мимо, но без сожаления — см. работу над ошибками

На рынке оптимизм, переходящий в эйфорию.

Фундаментальные негативные факторы никуда не делись, но есть свободная ликвидность и надежда, что негатив растворится.

Шортить акции и индексы акций в этой стадии очень опасно - сейчас скорее наоборот возможны резкие выносы вверх по акциям.

Не можем предсказать сколько продлится оптимизм и где начнется эйфория.

Рублевые облигации сильно перекуплены.

Что я делаю?

1. Увеличиваю долю доллара в портфеле.
2. Сургутнефтегаз продан в кэш
3. Короткая позиция по S&P500 сокращена до минимума
4. Краткосрочные спекулятивные позиции на волне общей активности (fRTS)
5. Ждем золото пониже, чтобы купить.

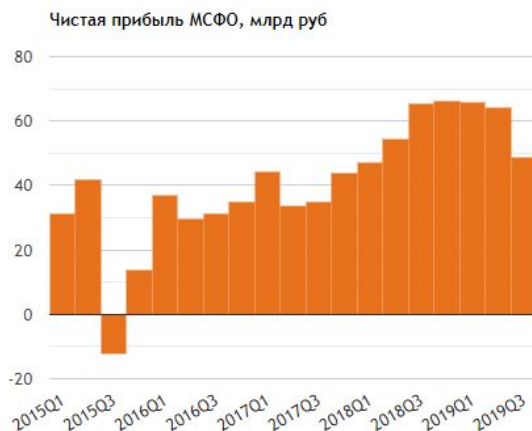
Новатэк

Продолжаем следить за судьбой Новатэка. В [19#03](#) мы сделали предположение, что Новатэк сильно переоценен относительно Газпрома. Мы также писали, что **“нам представляется, что акции Новатэка в 2019 году не должны расти; шортить акции Новатэка мы все равно не рекомендуем.”**. Первая идея сработала - Газпром вырос существенно сильнее. Но по второй идее Новатэк наших ожиданий не оправдал - его акции выросли в рублях на 25%.

(Опять думание проигрывает высиживанию!)

При этом отчет за 3 квартал 2019 оправдывает наши изначальные ожидания:

- Выручка Новатэка падает 3 квартала подряд после достижения пика в 4кв2019
- Скорректированная прибыль в 3 квартале 2019 также упала до минимума с 1 кв 2018
- В 3 кв 2019 свободный денежный поток минимальный с 3 квартала 2015 года!!



Чего мы не учли?

- Постоянный байбэк акций
- Дорогая продажа долей в Арктик СПГ-2
- “Поддержка акций” с целью занять место в четверке акций индекса MSCI Russia 10/4
- В итоге Новатэк занял 3 место в индексе с весом 9% подвинув Татнефть

Что имеем в итоге?

Даже корректное предсказание операционных трендов не всегда дает 100% результат. Проблема фундаментального анализа заключается в том, что существует масса факторов, которые влияют на цену, не все из которых вы можете учесть.

Наша задача = зарабатывать максимум на тех идеях, когда анализ срабатывает.

Спрогнозировать все ситуации и учесть все факторы на 100% наверное мы никогда не сможем.

Россети + МРСК

В конце прошлого года кто-то без видимой причины стал пылесосить акции Россетей, в результате чего, бумажка плавно к июню этого года выросла в 2 раза. Мы всё ломали голову — что же происходит, почему растут Сети... Подсказка как всегда была: В январе [стало известно](#), что НПФ Газфонд купил себе пару процентов конторы. И тут в Коммерсанте в пятницу невзначай выходит статья (<https://www.kommersant.ru/doc/4135428>), где говорится:

Именно слухи о планируемой консолидации (МРСК) уже спровоцировали рост стоимости бумаг «Россетей» с ноября прошлого года, утверждают источники Ё среди инвестбанкиров. Ага, выходит был какой-то слух? народ, вы слышали этот слух? Или я может невнимательно следил за новостями, потому что я чёто первый раз вижу, что планируется консолидация МРСК на базе Россетей с переходом на единую акцию.

Выходит был слух. Наверное я невнимательно следил за новостями, потому что я чёто первый раз вижу, что планируется консолидация МРСК на базе Россетей с переходом на единую акцию. Статья в Коммерсанте говорит: Россети хотят перейти на единую акцию **Бумаги миноритариев МРСК будут обменены через масштабную допэмиссию**. Россети еще мечтают присоединить в себя дешевую и ужасно прибыльную ФСК. МРСК будут превращены в филиалы Россетей.

Доля миноров в МРСК стоит 84 млрд руб, в ФСК — 43 млрд руб.

Таким образом становится ясно зачем нужен был рост обыкновенных акций Россетей. Затем, чтобы в 2 раза меньше акций Россетей отдать при обмене на МРСК. Если устроить обмен и консолидировать все МРСК в Россеть, то доля государства снизится с 88% до 63%.

Что плохо?

Что информация о планируемой консолидации скорее всего секретно была передана инсайдерам:) В т.ч. Газфонду. Потому что если бы эта информация стала достоянием гласности, то акции Россетей подняли бы в цене частные инвесторы, которые имеют равный доступ к информации, а не одна привилегированная группа. Насколько я понял из статьи, консолидация и единая акция — вопрос не до конца решенный. Минэко наоборот хочет приватизацию МРСК и снижению доли государства в них. Хотелки Россетей сейчас обсуждаются в Минэнерго. Из статьи следует, что присоединение МРСК — вопрос реальный А вот поглощение ФСК — вопрос неочевидный.

Кстати говоря, напомним и этот забавный эпизод: Владимир Скляр из ВТБ-Капитал 29 августа 2018 года установил по сетям рекомендацию «Продавать» и цель 0,08 коп, с потенциалом снижения 88%.

<https://smart-lab.ru/blog/497173.php>

Пока эта тема висит в воздухе, акции МРСК вряд ли будут пользоваться сильным спросом, потому что их хорошая дивидендная доходность запросто растворится при обмене на акции холдинга.

Сургутнефтегаз

Сургутнефтегаз все еще **может быть интересен, потенциал роста все еще может быть кратный**.

Почему? Потому что капитализация Сургута 2 трлн руб, а стоимость все ещё -1 трлн руб (минус один триллион). Поэтому как минимум +50% Сургут ао может спокойно делать, чтобы стоить хотя бы ноль.

Мы свою позицию закрыли после второй волны роста на уровне 47,50 руб. Позиция была открыта в начале сентября, прибыль по позиции составила 25% по первой закрытой части и 56% по второй. К сожалению, логики в закрытии позиций не было, закрывали из-за большой доходности и высокой вероятности отката.

Как и месяц назад, никакой информации, которая могла бы оправдать рост котировок нет.

Как это обычно бывает на российском рынке, если причина есть, то официальная информация выйдет уже после того как акции вырастут 100%+.

Представим, что SNGS покупает фонд-инсайдер. Что он может знать или хотеть?

1. Он может знать, что Сургут собирается стать прозрачной рыночной компаний. Скорр. чистая прибыль Сургута 400 млрд. Если отправить 200 млрд на дивиденды, то дивиденд может составить 4-5 руб на акцию. Если вложить 3 трлн в ОФЗ под 6%, и получить доп прибыли 180 млрд в виде годового купона, дивиденд может составить еще столько же. Здесь уже виден потенциал 100% от текущих.
2. Вторая тема, которую может знать инсайдер, это желание легализовать владение акциями Сургута, загасить казначейские акции, которых может быть > 50%. Таким образом, потенциал 100% уже легко превращается в +200%, если сделать пункт 1 и пункт 2. Если погасить 50% казначейских акций, то доля 25% может превратиться в контроль. Кто-то может собирать free-float таким образом, который мог как раз составлять около 25%.

Это всё фантазии, но рано или поздно такое вполне может произойти с Сургутом.

Freedom Holding

Компания провела листинг на NASDAQ. Акции торгуются по \$13,6, рыночная капитализация \$792M при наличности в размере \$142M, то есть EV=\$650M.

Основной доход = комиссии (60%), выросли с \$12,2M в 2018 до \$44,3M в 2019, по двум причинам:

- рост клиентов и клиентских активов

- консолидация дочерних компаний и отражение их доходов

Большой вклад в выручку и ее волатильность обуславливает доход от собственных торговых операций. Например, доходы от “trading securities” за год упали с 34М до 20М. Структура “trading securities” до конца не ясна. В отчете написано, что брали позиции меньшего размера в портфель, поэтому доход был ниже. В ходе телефонной беседы с Тимуром Турловым стало ясно, что компания брала на баланс ценные бумаги в процессе размещения (андеррайтинга) акций и облигаций, портфель постепенно распродается, поэтому доходы от него сокращаются.

Чистая прибыль FH за 2019 фин.год составила \$7,1 млн против \$18,2 млн годом ранее. Причина: рост операционных издержек к 2 раза до \$43 млн опередил рост комиссий. Если брать прибыль 19 фин. года, то получаем P/E=111.

Однако в первом квартале 2020, прямо перед листингом, прибыль резко выросла (т.к. комисс доход вырос в 4 раза до \$22,6М), составив аж \$8,2, то есть больше чем за весь прошлый год. Вероятно, доход текущего квартала так же будет на уровне, а значит, что P/E может упасть в район 30-40, что с одной стороны дорого, с другой - вполне нормально для растущей компании.

40% поступлений от брокерской деятельности в 1 кв19 (\$17 млн) приходилось на одного клиента, связанного с компанией (см. Note 6 к форме 10-Q за Q1-2020). Позже подтвердилось, что это одна из дочек FH.

Активы компании по последнему отчету \$429М. В Note 17 сказано, что на брокерских счетах компании клиенты разместили средства \$74 млн и \$100 млн на банке. Сама компания заявляет, что активов клиентов составляет \$1,3 млрд (Журнал Эксперт №44 (1140)). Тимур сказал, что 74 млн - это только те средства, по которым клиенты дали FH право распоряжения. Остальные средства они не отражают в отчетности.

Выводы:

1. не до конца ясна чудесная бизнес-модель, которая генерирует за квартал \$43 млн комисс. При \$1,3 млрд денег клиентов комиссия составляет 3,3% за квартал от всех активов клиентов, что довольно много, а значит есть риск снижения.
2. Доля собственного трейдинга около 1/3 доходов и снижается, менеджмент уверен, что рост комиссионных доходов заместит эту статью
3. риск колебаний доходов трудно прогнозировать.

Отчеты можно посмотреть тут: <https://ir.freedomholdingcorp.com/financial-results>

Новости коротко

КВТК. Сафмар купил 27,2% акций КТК у Prosperity по цене 196,27 руб, ожидается оферта по этой цене. Акции выросли 40% сразу.

GAZP. Дания дала добро на строительство Северного Потока-2. Вряд ли это такой уж большой фактор для роста.

ЛКОН. Объявил о выкупе своих акций на \$3 млрд до конца 2022 года.

МОЕХ. С 2020 года крупные брокеры могут начать сводить встречные заявки клиентов внутри себя, минуя Московскую биржу, что может привести к падению комиссионных доходов биржи

YNDX. Яндекс повозили вниз вверх на 20% на законодательной инициативе депутата Горелкина ограничить долю нерезов в значимых интернет компаниях величиной 20%.

ENPL. Полина Дерипаска и ее папа хотят выйти из 6,75% акций En+ (~\$500млн).

RNFT. Траст выставил на продажу 25% префов Русснефти за 62,2 млрд руб.

Бонды. Ключевая ставка

На октябрьском заседании, совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку сразу на 50 базисных пунктов, до 6,5% годовых. Это четвертое подряд понижение ставки. На решение регулятора в первую очередь повлияло замедление годовой инфляции, которое происходит быстрее, чем прогнозировалось [1].

Годовой темп прироста потребительских цен в сентябре снизился до 4,0% (с 4,3% в августе) и, по оценкам на 21 октября, составил около 3,8%. Годовая базовая инфляция по итогам сентября также снизилась до 4,0% после 4,3% в августе. Показатели инфляции, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, по оценкам Банка России, находятся вблизи или ниже 4%.

В сентябре—октябре дезинфляционные факторы оказали более существенное влияние на замедление темпов роста цен, чем оценивалось ранее. При этом проинфляционные риски со стороны внешних условий не реализовались. Произошедшее с начала года укрепление рубля, наряду с замедлением инфляции в странах — торговых партнерах, ограничивает рост цен на импортируемые товары. Вместе с тем все более выраженным становится воздействие на инфляцию сдержанного спроса.

На краткосрочном горизонте дезинфляционные риски преобладают над проинфляционными. Это прежде всего связано со слабой динамикой внутреннего и внешнего спроса. Сохраняются дезинфляционные риски со стороны динамики цен на отдельные продовольственные товары, в том числе за счет роста предложения сельскохозяйственной продукции. На более длинном горизонте сохраняются проинфляционные риски со стороны ряда внутренних условий. Значимым риском остаются повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания. На среднесрочную динамику инфляции также могут оказать влияние параметры бюджетной политики, в том числе решения об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня в 7% ВВП.

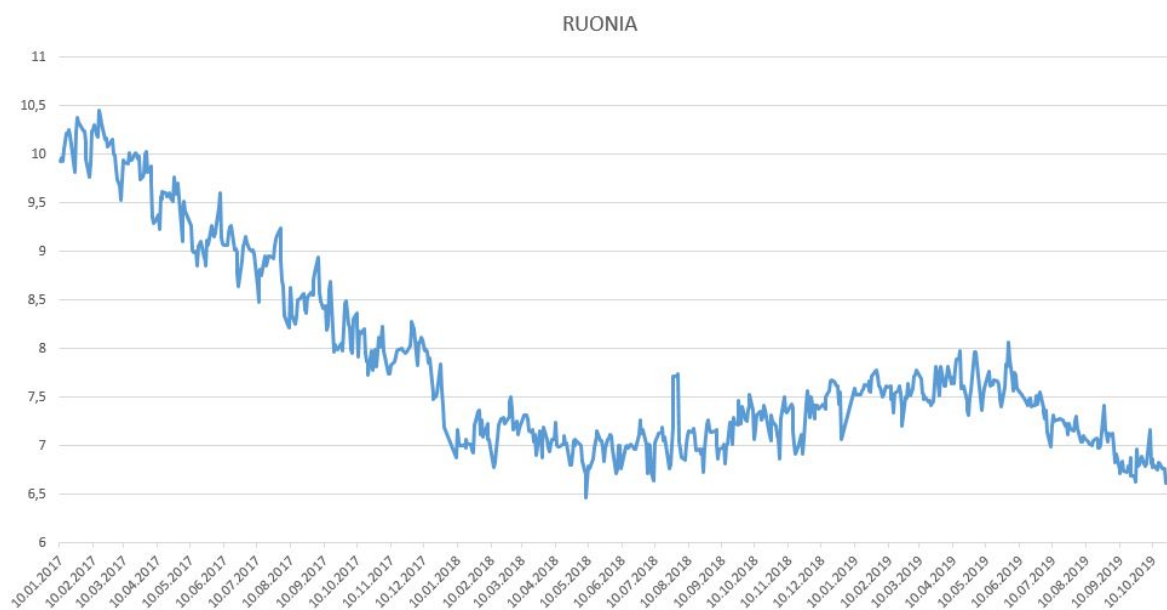
Банк России снизил прогноз годовой инфляции по итогам 2019 года с 4,0–4,5 до 3,2–3,7%. При этом годовая инфляция сложится несколько ниже 3% в I квартале 2020 года, когда эффект повышения НДС выйдет из ее расчета. По итогам 2020 года с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 3,5–4,0% и останется вблизи 4% в дальнейшем.

С момента предыдущего заседания Совета директоров Банка России денежно-кредитные условия продолжили смягчаться. Этому в том числе способствовало изменение ожиданий участников финансового рынка относительно траектории ключевой ставки Банка России. Продолжилось снижение доходностей ОФЗ и депозитно-кредитных ставок. Принятые Банком России решения о снижении ключевой ставки и снижении доходностей ОФЗ создают условия для дальнейшего снижения депозитно-кредитных ставок.

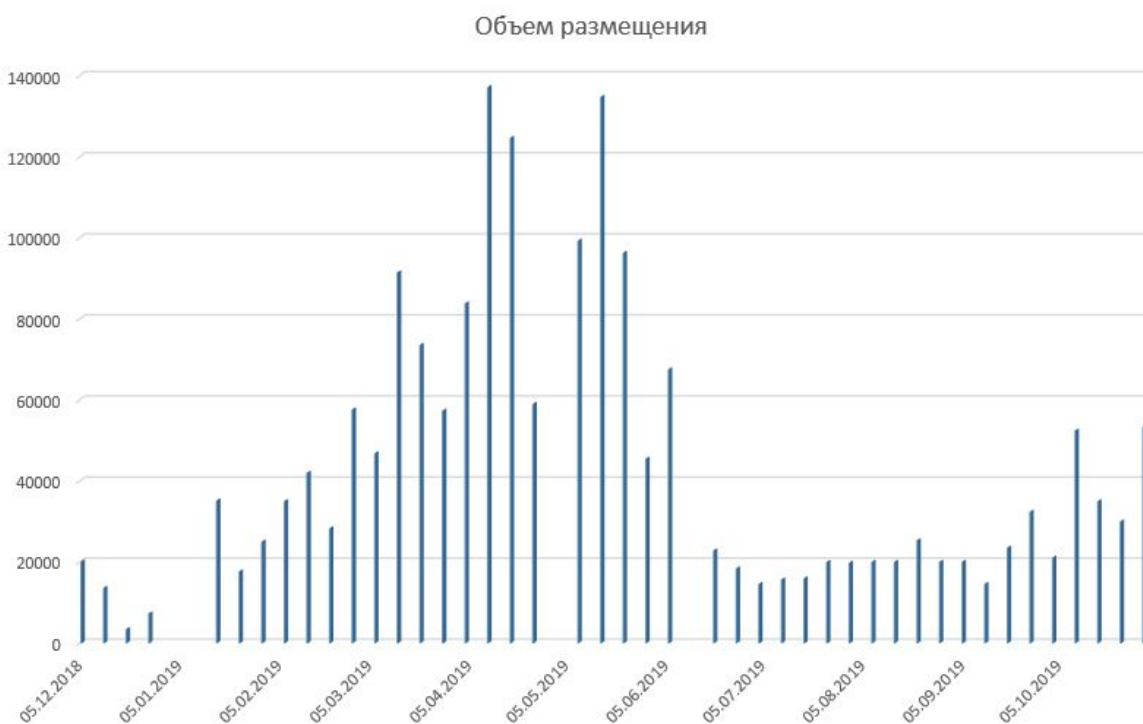
Следующее заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассматриваться вопрос об уровне ключевой ставки, запланировано на 13 декабря 2019 года.

ОФЗ

RUONIA, ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», в октябре опустилась до 6,79% [2]



За октябрь Минфину удалось существенно увеличить объем привлеченных на аукционах ОФЗ средств. Так в сентябре было привлечено 90,478 млрд рублей, в октябре этот показатель увеличился до 191,777 млрд.



Более чем двукратного увеличения объема заимствований удалось достичь за счет частичного отказа от практики лимитирования предлагаемого инвесторам объема.

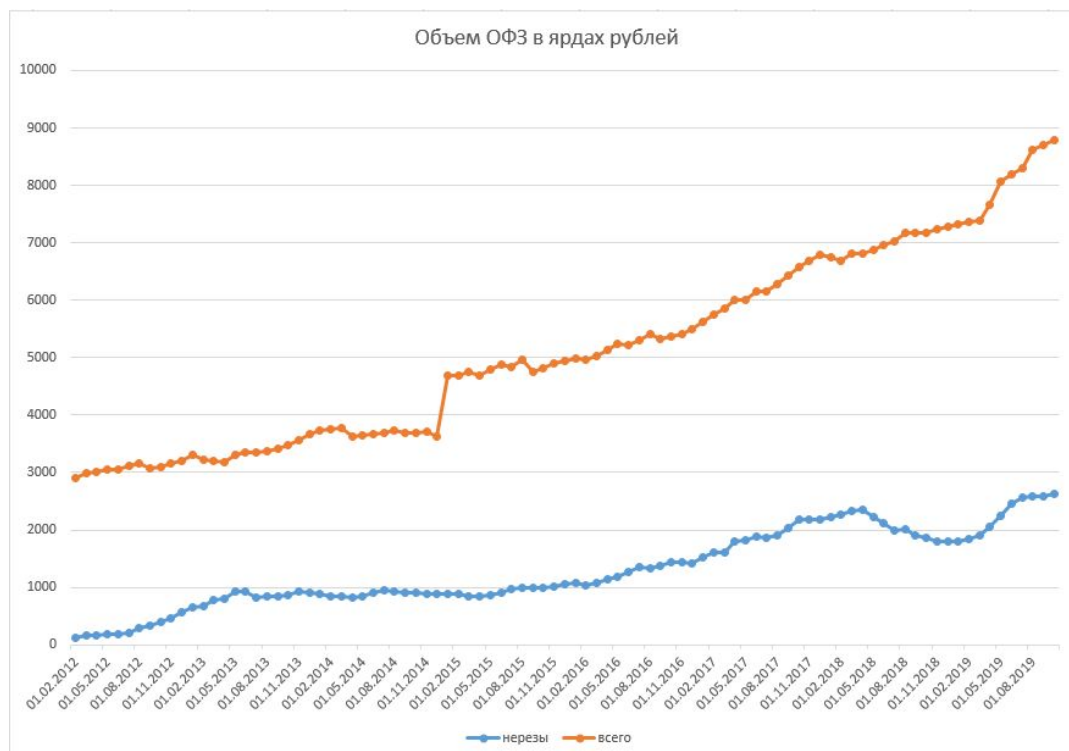
Понижение ключевой ставки сразу на 50 базисных пунктов, как, впрочем, и ожидание этого события, подтолкнули котировки ОФЗ вверх, значительно снизив тем самым доходности облигаций. Выражаясь языком теханализа, это событие позволило пробить психологический важный уровень доходности в 7%. Это хорошо видно на графике доходности по цене размещения ОФЗ



Еще в начале октября 10 летние ОФЗ 26228 размещались с доходностью 7,1%, а уже 23 октября эти же бумаги удалось разместить под 6,49% годовых, еще через неделю 6 летние ОФЗ 26229 показали доходность 6,23%. По данным за сентябрь доля нерезидентов в ОФЗ остановила падение, сменив его незначительным ростом (с 29,7 до 29,8%)



Объем рынка ОФЗ за сентябрь текущего года вырос на 90 млрд рублей (+1%) - до 8,785 трлн рублей. Объем вложений нерезидентов вырос на 37 млрд рублей (+1,4%) - до 2,617 трлн рублей.



Дефолты

В октябре, свежих дефолтов не было. Вторичные дефолты прошли по выпускам О1 Груп Финанс, СТТ, Диджитал Инвест, Регион-Инвест, ТПГК-Финанс и ПАО "Соломенский лесозавод".

Размещения

Октябрь был скуп на новые размещения, поэтому мы не смогли подобрать достойного кандидата для детального разбора. Однако в конце месяца начали выходить отчетности компаний за III квартал 2019 года, в том числе, входящих в наш портфель. Вот их мы и разберем.

Ревизия портфеля

В октябре в нашем портфеле произошло три важных события. Был погашен облигационный выпуск администрации города Волгограда, проведена финальная амортизационная выплата компанией Геотек [3], Светофор Групп произвел плановое раскрытие нового купона.

К сожалению, адекватной замены Геотеку по соотношению доходность/риск мы не можем подобрать, а доходности качественных субфедов уже мало отличимы от ОФЗ. Поэтому было решено не проводить замен и выбывшие облигации просто удаляем из портфеля. Что же касается Светофора, то мы продолжаем держать его, несмотря на значительное понижение купона (с 18% до 14%). Эмитент нам нравится, а уровень доходности вполне адекватен текущим рыночным реалиям.

Начался сезон промежуточных бухгалтерских отчетностей за 9 месяцев 2019 года. Кратко пробежимся по эмитентам из нашего портфеля и посмотрим, как у них обстоят дела. На момент написания обзора, отчетность за третий квартал раскрыли только МФК Кармани, лизинговая компания Бэлти-Гранд,

МСБ-Лизинг, ООО Каскад, Дядя Дёнер, ФЭС-Агро и Ломбард Мастер. Рассмотрим кратко, что изменилось в этих компаниях в финансовом плане.

МФК Кармани

Согласно отчету о финансовых результатах [4] за 9 месяцев, компания «КарМани» смогла на 28% увеличить чистые процентные доходы, нарастить прибыль до 96 млн. рублей. За счет уменьшения непокрытого убытка и докапитализации компании удалось увеличить капитал до 600 млн рублей (+100 млн за 3 месяца). Отношение капитал/активы увеличилось до 20%. Хорошие результаты.

Бэлти-Гранд

Лизинговая компания «Бэлти-Гранд» за 9 месяцев 2019 года увеличила выручку на 3,7%, чистая прибыль выросла на 3,8%, капитал (за счет нераспределенной прибыли) на 2,1% [5]. Заемные средства выросли до 553 млн рублей (+22% с начала года). Соотношение капитал/долг составляет 0,5. Однако данное соотношение в скором времени ухудшится, так как компания решила наращивать долг выпустив новый выпуск облигаций на 300 млн рублей [6].

Прошлый облигационный выпуск, на 200 млн рублей, компания размещала с марта по май текущего года, но по отчетности особого прорыва в финансовом плане мы до сих пор не наблюдаем. Видимо, понимая это и желая подстегнуть новое размещение, Бэлти выпустила презентацию [7] с успехами, не вошедшими в бухгалтерский отчет.

Так, согласно этой презентации, за 9 месяцев 2019 года, рост объема нового бизнеса составил 170%, заключено договоров лизинга на сумму 700 млн рублей, подписано 137 договоров лизинга с 66 лизингополучателями. Компания сократила кредитную нагрузку перед банками за счет поступления текущих платежей со 164,3 млн рублей до менее 97 млн рублей.

Ну что же, подождем еще и понадеемся, что, хотя бы в годовом отчете, мы сможем увидеть рост финансовых показателей. Расцениваем финансовую отчетность как нейтральную.

МСБ-Лизинг

Компания «МСБ-Лизинг» за третий квартал 19 года увеличила выручку на 13%, валовую прибыль на 25%, при этом, чистая прибыль упала почти на 28% [9]. Рост капитала с начала года, за счет нераспределенной прибыли, составил 5,6%. Заёмные средства выросли на 32,5%, при этом произошло перераспределение долга в пользу долгосрочных займов. Из минусов можно отметить уменьшение соотношения капитал/долг, теперь оно стало 0,25, против 0,32 в прошлом периоде. Расцениваем финансовую отчетность как нейтральную.

Ломбард Мастер

Согласно бухгалтерскому балансу [10] за третий квартал 2019 года Ломбард Мастер продолжил активный рост, увеличив финансовые вложения на 72%, заемные средства на 67%. Выручка год к году выросла на 86%. Из минусов нужно отметить падающую чистую прибыль и минимальный рост собственного капитала.

В краткой информации о результатах деятельности ООО «Ломбард «Мастер» за III квартал 2019 года [8] приводятся некоторые цифры управленческой отчетности. Так, размер прибыли от основной деятельности за III квартал вырос и составил 29,5 млн рублей, рентабельность также увеличилась до 42,5%, против 35,1% по итогам II квартала. Объем портфеля выданных займов стабилизировался на отметке 555,6 млн рублей.

В декабре планируется два погашения коммерческих облигаций Ломбарда: КО-П07 (объем - 30 млн руб.) и КО-П08 (объем - 50 млн руб.) соответственно 5 и 9 декабря. Не думаем, что у компании возникнут какие-то трудности с их погашением.

По отчётности и деятельности компании негатива у нас нет, продолжаем держать в своем портфеле.

Каскад

Размещение облигаций ООО «Каскад» закончилось только в августе месяце, поэтому ждать существенных изменений в финансовых показателях конечно рано. Всё, что успела компания в III квартале, это увеличить запасы (+ 29%) и дебиторскую задолженность (+ 77%). Прибыли и выручка существенно не изменились [11].

Дядя Дёнер

Анализируя отчетность «Дяди Дёнера» за первое полугодие 19 года [12], мы писали, что финансовые результаты нас разочаровали [13]. Падение прибыли год к году составило 34%. Для выправления ситуации «Дядя Дёнер» свернул проект «Фуд-корт», а также закрыл все торговые точки, имеющие отрицательный финансовый результат.

Сейчас мы видим успехи данной оптимизации. Вместо падения чистой прибыли, компания показала рост год к году на 23%, а если сравнивать с данными I полугодия 2019 года, то за 3 месяца компания нарастила прибыль с 13 млн до 28,5 млн рублей [14]. При этом, закрытие убыточных точек, должно было уменьшить выручку, но и тут компании удалось минимизировать негативные последствия – выручка упала всего на 7%. Хороший результат.

ФЭС-Агро

Нам понравилась отчетность «ФЭС-Агро» за III квартал 2019 года [15]. Выручку удалось нарастить до 6 млрд. (+36%), чистую прибыль 230 млн (+33%). Так пугавшая нас в прошлом отчете дебиторка начала сокращаться, рентабельность по чистой прибыли, хоть и незначительно, но выросла до 3,8%. Продолжаем держать бумаги «ФЭС-Агро» в своем портфеле.

Источники:

1. <https://www.cbr.ru/press/keypr/>
2. <http://ruonia.ru/archive>
3. <https://smart-lab.ru/blog/567769.php>
4. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1551025>
5. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1551407>
6. <https://www.rusbonds.ru/enwsinf.asp?emit=106995&nid=5072205>
7. http://rf-biz.ru/me_files/balti.pdf
8. http://rf-biz.ru/me_files/LM3Q2019Snapshot.pdf

9. http://rf-biz.ru/me_files/MSB9O2019.pdf
10. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1551533>
11. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1551846>
12. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1538989>
13. <http://mozgovik.com/a/20190801.pdf>
14. <https://www.e-disclosure.ru/portal/FileLoad.ashx?Fileid=1551997>

Сводная таблица инвестиционного фокуса

макро-трейды						
			ср вход	тайминг	риск	Доля %
2.2019	S&P500	↓	-	-	-	38%
2.2019	USD deposit	↑	63,87			54%
портфель акций						
			ср вход	тайминг	доля портфеля	цель
9.2019	SNGS	↑	-	-	-	-
портфель облигаций						
		Дох	Купон	Оферта	Лимит в портф	
ОФЗ 26210		6,1%	6,8%	11.12.2019	∞	
Детский Мир 04		6,9%	9,5%	03.04.2020	20%	
Мечел 17 18 19		11%*	10,375%	27.05.2021	10%	
Грузовичкоф 03		12,2%	15%	22.03.2020	3%	
МСБ-Лизинг		12,6%	13,75%	09.05.2021	3%	
Ломбард Мастер 05		15,4%	16,5%	23.04.2020	3%	
Дядя Дёнер		10,2%	14%	14.05.2020	3%	
ПЮДМ		8,9%	15%	19.05.2020	3%	
Светофор Групп		11,2%	14%	22.10.2019	3%	
ВсеИнструменты		6,1%	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		14,1%	14%	15.04.2021	3%	
Онлайн Микрофинанс		16,4%	15,5%	21.05.2020	1%	

КарМани 02	12,8%	16%	22.10.2020	1%	
Мигкредит	14,8%	16%	19.06.2022	1%	
С-Инновации	14%	15%	01.07.2020	3%	
Каскад	13,6%	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	Понятная история долгосрочного роста и развития. Ждем экспорта в Китай и достройки мясо-завода на Дальнем Востоке. Проблема с ценами на сахар и не совсем понятная жажда приобретений.
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. Переход к 50% выплате МСФО может поддержать котировки..
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 дизрапта 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 демонополизацию 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