

Мозговик 20#3

март 2020

В чем наша цель?

Наша цель - эффективное управление собственным долгосрочным портфелем.

Быть чуть умнее среднего инвестора на очень длительном интервале времени.

Чат мозговик: <https://smart-lab.ru/chat/?x=5319>

Приложение (Android): <https://play.google.com/store/apps/details?id=ru.smartlab.chat>

подписка на наши регулярные обзоры по E-Mail

mozgovik.com

Работа над ошибками	3
Рынок и коронавирус. Стратегия и тактика	4
S&P500 текущий момент в истории	5
Золото	10
Факты	12
Лидеры и аутсайдеры февраля	13
Тинькофф	14
ФСК, Россети	14
НМТП	14
ENRU	15
SBER	15
Сводная таблица инвестиционного фокуса	16

Работа над ошибками

Добрый день! В этот раз мне не так стыдно перед вами начинать обзор, как в предыдущие. Почему? Потому что на протяжении 2019 года все фокусировались на доходностях, а я - на рисках. Поразительно, в прошлом обзоре 5 февраля я напоминал вам: "в марте 2000 Насдак развернулся и упал на 29% всего за 3 недели и на 37% менее чем за 5 недель. Очевидно, что сейчас последняя фаза роста рынка". Кто ж мог подумать, что в феврале последует неделя, когда американский рынок акций упадет так сильно, как не падал 11 лет. Да мои часы весь 2019 год показывали "неправильное время". Но сейчас вдруг наступил тот самый момент, когда "дважды в сутки даже сломанные часы показывают точное время".

Почему я в хорошем настроении сегодня? Обратимся к предыдущим тезисам моей стратегии и тактики, всё это выдержки из трех предыдущих обзоров mozgovik.com:

- 👍 Новый тезис - оптимизм и ждем эйфорию (S&P500) (18.11.2019)
- 👍 "Шортить акции и индексы акций в этой стадии очень опасно - сейчас скорее наоборот возможны резкие выносы вверх по акциям" (18.11.2019)
- 👍 Мне представляется, что в ближайшие годы нас ждут довольно интересные и непредсказуемые «черные лебеди», связанные с концом цикла" (18.11.2019)
- 👍 "Мы подходим к такому состоянию, когда долгосрочные инвестиции в акции США являются максимально рискованными" (18.11.2019)
- 👍 "Мы не видим причины, по которой золото сейчас не должно стоять максимально за всю историю"(18.11.2019)
- 👍 "инвесторы будут продолжать выдергивать оставшие компании 2-3 эшелона без какой-либо серьезной экономической целесообразности" (18.11.2019)

- 👍 "В Китае назревают условия для кризиса (за счет существенного роста долгов) и с таким кризисом мы пока еще ни разу не сталкивались" (13.01.2020)
- 👍 "Наиболее очевидный кандидат на шорт для меня - это Новатэк" (13.01.2020)
- 👍 "Я убежден, что сейчас не дно цикла, а пик цикла" (13.01.2020)
- 👍 "Мы даже еще не видели сжатия и сокращения (рецессии) в Китае, которое обязательно будет впереди" (13.01.2020)

- 👍 "долгосрочные инвесторы должны фокусироваться больше на рисках, а не на потенциальной доходности" (05.02.2020)
- 👍 "Воздушный шар сдувается быстрее, чем надувается" (05.02.2020)
- 👍 "Российские акции не покупаем даже на коррекциях" (05.02.2020)
- 👍 "В текущей фазе цикла золото может подорожать, а Полус может быть защитной историей" (05.02.2020)

В целом сработало.

Рынок и коронавирус. Стратегия и тактика

Я исхожу из того, что:

1. эпидемия может закончиться так же быстро как и началась
2. эпидемия может существенно ухудшиться, прежде чем улучшиться
3. мировая экономика была слабая, а будет еще слабее
4. финансовой ликвидности очень много
5. коронавирус вызовет эффекты второго и третьего круга, возможны кредитные события
6. волатильность существенно выросла
7. коронавирус - не причина, коронавирус - спусковой крючок, повод и оправдание.

Если вы пытаетесь оценить реальные перспективы рынка, глядя на коронавирус, вы пытаетесь оценить мир, глядя через замочную скважину своей квартиры. Это слишком узкий фокус на то, что находится у вас под носом. Я напому, что мировая экономика последовательно ослабевает уже больше года, а на долговых рынках надулся массивный пузырь.

Особое внимание на пункт 5. Кредитный пузырь надут, это факт. Коронавирус может послужить спусковым крючком для небольших кредитных событий, которые могут превратиться в лавину (credit crunch). Я не утверждаю, что это случится завтра. Держим этот пункт в голове на протяжении 2020 и держим на всякий случай золото и не держим рискованные активы (equity, high yields).

Особое внимание на пункт 6. За последнее 10-летие активное управление капиталом дискредитировало себя на фоне постоянного роста рынка и успехов пассивного управления (ETF-based).

Теперь матрица возможных исходов:

- 👉 Сочетание факторов 1+4 приведет к быстрому восстановлению рынков акций. Однако действие факторов 3+5 ограничит восстановление и приведет к последующему снижению рынка до конца года.
- 👉 Сочетание факторов 2+4 приведет к новой краткосрочной волне снижения.

Может ли уйти S&P500 вернуться к 3400 в течение 3 месяцев? Вероятность не очень большая, но, может, либо может показать более серьезный отскок к 3200-3250. Пойдет ли S&P500 существенно выше 3400? Не думаю.

USDRUB

Спекулятивную часть USRUB закрыл. \$ спот оставил в портфеле. Прогноза нет. Спот баксы без плеча держать разумно.

RTS

Корреляция с S&P500 будет сохраняться. В целом, жду более слабого восстановления, чем S&P500. Негативный эффект коронавируса должен сильнее сказаться на российской экономике, чем на американской через цены на сырье. В целом, логично было бы увидеть отскок в район 1440-1460 пунктов.

Почему дивидендность 10% в акциях не привлекает меня лично?

10% - это **прошлая** годовая **рублевая** доходность. Она не гарантируется по итогам 2020 года. Дневная волатильность рублевого индекса доходила до 4,5%.

Валютный риск доходил до 2% в день.

Падение индекса (риск) за 6 недель составило 22%.

Можно иметь 10% дивиденды и 20% потери в цене акций, а можно быть в стороне и постараться аккуратно отработать крайние моменты эйфории и паники с небольшим риском.

Еще пара тезисов по кризису

- Больше всего вирус ударил по мировому туризму и авиаперевозкам
- От процессов в Китае уже пострадали производители роскоши. Могут страдать дальше
- Алроса наша также должна показать слабый год
- Вероятная мишень - страховые компании США (следить за страховым ETF - KIE)
- Владельцы рублевых high yield bonds ВДО могут начинать суетиться, я там уже давно вижу серьезный пузырь

S&P500 текущий момент в истории

В прошлом мозговике мы пытались прикинуть, что американский рынок по таймингу экономики должен показать свой циклический пик в 2022 году. Это один из субъективных способов оценок, основанный на прошлых двух пиках 2000 и 2007 годов.

Сейчас мы получили новую информацию: S&P500 снизился от максимумов на 11%+ в течение одной недели.

1

Последний раз рынок падал сильнее (на 18%) только в октябре 2008, но уже после того, как рынок уже упал на 30%. Далее последовали 4 недели пилы и на 5ю неделю рынок обновил минимум. Циклический минимум рынок поставил только на 21 неделю после падения.

Данная ситуация не очень похожа на текущую, потому что была ближе к концу снижения, и масштаб падения был больше.



С точки зрения ставок ФРС ситуация осени 2008 года похожа на текущую. В октябре 2008 ставку срезали на 75 бп до 1% после годового цикла смягчения политики.

Теоретически: Если бы на рынке была такая ситуация, то лучшая стратегия: взять вершину отскока первой недели и сидеть в позиции около 20 недель.

2

Технически, максимально похожая на текущую ситуацию случилась в апреле 2000 года. Практически от самых максимумов S&P500 упал всего за неделю на 11,2%. Минимум этой недели переписали спустя лишь 26 недель! Разворот в 2000 году происходил очень медленно

Экономика США была настолько сильна, что ФРС повышала ставку после апреля, доведя ее до 6,5%. Снижение ставки произошло лишь в декабре. Интересно, что рынок падал вместе со снижением ставки. Сейчас ставка 1% и ФРС ее уже давно снижает. Это серьезно отличает текущую ситуацию от 2000: рынок был на максимуме в условиях слабой экономики, требующей стимулов.



Теоретически: Если повторится такая же ситуация как в апреле 2000, то, можно шортить отскок 1-2 недели, крыть до минимумов, пытаться поймать short-squeezes. Пытаться вставить в шорт на недельный перехай.

3. Немного похожая ситуация была в октябре 1989 года. S&P500 упал за неделю на 7% сразу же после достижения исторического максимума после неплохого аптренда. 2 неделя была отскок, третья неделя - повторный залив. На 4 неделю волатильность упала и рынок начал плавно восстанавливаться. На 12 неделю после падения рынок обновил хай. Минимум переписали только на 15 неделю.

Ставка ФРС была 9%. Падение произошло через 5 месяцев после начала снижения ставок.

Теоретически: Шортить 2 неделю, крыть до лоев, шортить исторический перехай.



4. Легендарное падение 1987 года:



Падение было непрерывным три недели подряд. Темпы падения были схожи с текущими. Ситуация отличается от текущей тем, что сейчас мы уже увидели хороший отскок почти 10%, чего тогда не было.

Отскок Low-High в течение недели составил почти 19%. Шортить надо было на 3 неделе после достижения минимума. Рынок оставался под психологическим давлением еще 6 недель после достижения минимума, но сам минимум уже не переписали.

дата	нед изм %	от хая	отскок	хай отскока	Давление после лоя	Перелой	вниз от хая отскока в % от отскока
окт 1987	-12,3%	-36%	19%	2 нед	6 нед	нет	90%
окт 1989	-7%	-9,3%	6,7%	1 нед	4 нед	нет	73%
апр 2000	-11,2%	-13,8%	10,6%	2 нед	6 нед	нет	84%
окт 2008	-18,2%	-47%	24,4%	1 нед	21 нед	да	144%
фев 2020	-11,5%	-16%	9,8%				

Таким образом, напрашиваются следующие тактические вывод:

- До 13 марта покажем хай отскока (или уже показали)
- С большой вероятностью залив после отскока дойдет до 2935, возможно до 2885
- Вероятность быстро переписать лой 2855 небольшая
- Под давлением рынок может оставаться около 6 недель после лоя
- Дальше существенная непредсказуемость

Что касается чрезвычайных снижений ставки, и реакции рынка на них, то можно свести в следующую табличку:

Intermeeting Fed Rate Cuts and S&P 500 Forward Performance						S&P 500 % Change								
Date	FOMC	Rates	Amount	From	To	Prior 2 Weeks	Day of...	Next Day	Next Week	Next Month	Next 3 Mths	Next 6 Mths	Next Year	
10/15/1998	Intermeeting	Cut	-0.25	5.25	5.00	-1.13	4.17	0.85	2.96	6.70	18.33	25.92	19.09	
1/3/2001	Intermeeting	Cut	-0.50	6.50	6.00	-2.20	5.01	-1.06	-2.54	1.92	-13.89	-8.39	-14.28	
4/18/2001	Intermeeting	Cut	-0.50	5.00	4.50	4.01	3.89	1.26	-0.76	3.78	-1.82	-13.30	-11.71	
9/17/2001	Intermeeting	Cut	-0.50	3.50	3.00	-7.80	-4.92	-0.58	-3.40	4.93	9.43	12.20	-15.91	
8/17/2007	Intermeeting	Cut	Discount Rate from 6.25% to 5.75%			-4.14	2.46	-0.03	2.31	2.12	-0.47	-6.64	-11.57	
1/22/2008	Intermeeting	Cut	-0.75	4.25	3.50	-6.12	-1.11	2.14	3.95	3.78	4.20	-3.85	-35.88	
10/8/2008	Intermeeting	Cut	-0.50	2.00	1.50	-16.16	-1.13	-7.62	-7.83	-3.27	-5.84	-16.22	8.18	
3/3/2020	Intermeeting	Cut	-0.50	1.50-1.75	1.00-1.25	-8.58	?	?	?	?	?	?	?	
						Average	-5.26	1.20	-0.72	-0.76	2.85	1.42	-1.47	-8.87
						Median	-5.13	2.46	-0.03	-0.76	3.78	-0.47	-6.64	-11.71
						% Positive	12.5%	57.1%	42.9%	42.9%	85.7%	42.9%	28.6%	28.6%

По этой таблице можно сделать следующие выводы:

- краткосрочная реакция на ставку неоднозначная
- следующий месяц как правило позитивный
- прогноз по рынку на 6-12 месяцев негативный

Золото

По сути, золото было единственным активом, в котором я был уверен, и пока здесь у меня сохраняется оптимистичный фундаментальный взгляд. Пока текущая динамика актива подтверждает правоту моей позиции.

Почему я продолжаю держать золото, несмотря на достижение новых максимумов с 2012 года?

- В текущем мире полном фиатной ликвидности и долговых пузырях у вас реально дефицит инструментов "safe heaven", поэтому чтобы обезопасить себя, инвесторы будут держать золото
- Ставки центробанков на нуле, и нет никаких предпосылок для их роста
- Трамп будет давить на ФРС, чтобы приблизить ставку к нулю и перезапустить QE
- Черные лебеди все еще возможны
- На долговом рынке пузырь, в случае чего, бежать больше некуда. Возможен кредитный кризис.

За последнюю неделю у нас было:

- новый максимум за 7 лет
- день -3,7% - максимальное падение с июня 2013
- день +3,2% - максимальный рост с июня 2016

Что произошло 28 февраля 2020? Скорее всего, это было техническое падение, связанное с маржин-коллами. В этот день падало все, активы становятся сильно скоррелированными, поскольку финансовые участники рынка распродают все, чтобы покрыть маржинальные убытки по позициям в акциях. Возможно, кто-то продавал золото, чтобы просто купить подешевевшие акции.

События 28 февраля показывают, насколько важно соблюдать риск-менеджмент. Моя позиция была 200% от счета, в моменте я терял около 10% от счета, но с учетом того, что позиция была открыта по более низким ценам, фактически даже не было плавающего убытка по позиции. Те кто использовал большие плечи и покупал относительно высоко могли получить маржин-колл. Я же спокойно увеличил позицию на этом "маржинколльном" падении.

Почему я не держу серебро? Мы видим оно выглядит гораздо хуже золота. Дело в том, что золото я рассматриваю сугубо как финансовый актив. Серебро же в большей степени промышленный металл, чем сберегатель ценности. Представьте насколько геморройнее сберечь \$1,000,000 в серебре по сравнению с золотом (его масса будет больше в 100 раз). А когда вы ждете рецессии в мировой экономике, то это предполагает падение спроса на все промышленные металлы.

Золото и история

Обычно, золото/доллар показывало лучшую динамику на растущей инфляции в США, так было в 1978-1979, так было в 2004-2006.

Золото никому не было нужно с 1996 по 2001, пока росла экономика США, рос рынок акций США.

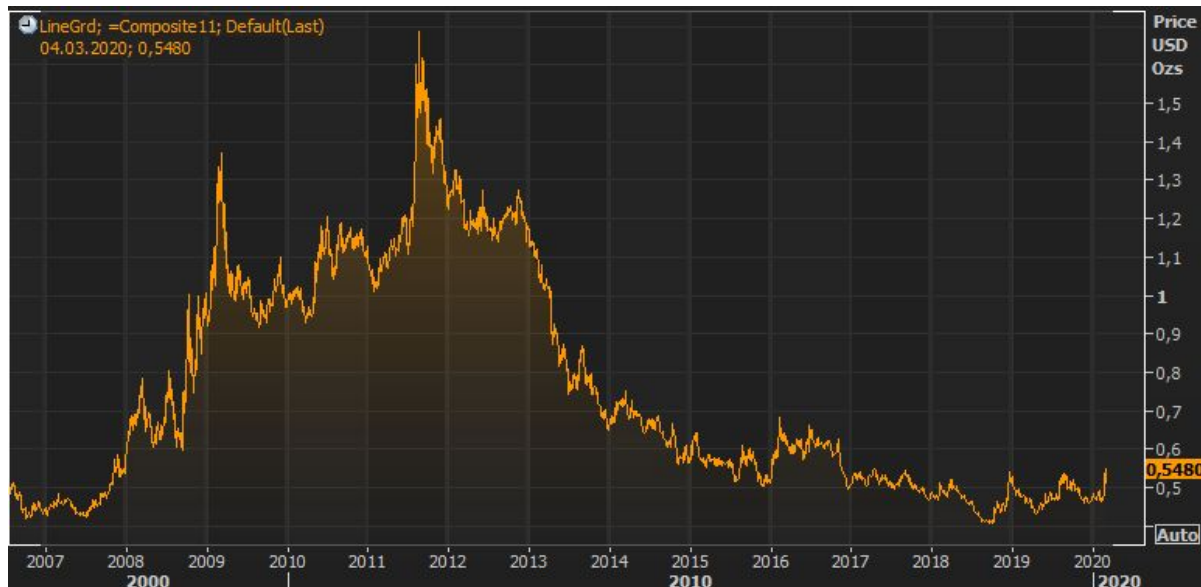
Интересно, что в таких же условиях с 2002 по 2007 год золото вело себя превосходно.

Вероятно, это объясняется тем, что инфляция США 97-99 опускалась ниже 2%.

В 2005-2007 инфляция была 3-4%.

Сейчас мы видим инфляция в США поднялась выше 2% и составляет 2,5%, два последних месяца подряд выше 2%. С учетом нарушения цепочек поставок, связанных с коронавирусом, предложение сократится, однако и спрос может также упасть, поэтому предпосылок для инфляции нет, возможен лишь всплеск продуктовой инфляции.

Определенные основания для оптимизма дает следующий график:



Он показывает, что отношение золота к индексу S&P500 у минимумов за последние 12 лет и только начинает расти. Это является отражением большой капитализации растущих американских БИГТЕХов относительно низкого спроса на защиту.

Что нам история может рассказать о том, когда закрывать позицию?

- тренд по золоту не обязательно заканчивается резким выносом
- серьезное ускорение было только в 1980 на фоне инфляционного шока
- золото может развернуться за 1 неделю
- перед разворотом золото может расти 9-15 недель подряд
- Длинные волны 2005 и 2007 годов длились от 6 до 12 месяцев, последняя суперволна длилась 10 лет
- рост на 4-5% в неделю - довольно рядовое событие, но часто бывает ближе к концу тренда
- В настоящий момент волна по золоту стартовала в декабре и длится уже 13ю неделю, рост составил 14%

потенциал к ускорению сохраняется если сравнивать с трендом 2006-2010:



Внизу 50-дневный индикатор Rate of Change в %

Факты

- Золото в феврале достигло максимумов с 2012 года
- активы золотых ETF = 2,61 тыс т - рекорд за всю историю
- с начала года в золото инвестировано \$11 млрд - 75% от всего объема 2019г.
-
-
- 10% коррекция от пика по S&P500 стала самой быстрой в истории (мы об этом предупреждали).
- глобальный PMI упал до 47,2 - минимум с 2009 года
- доходность 10-летних облигаций США упала до 0,8% - рекорд
- инверсия кривой доходности Treasuries от 1 дня до 10 лет
- глобальный долг 3кв2019 = новый рекорд 322% ВВП
- корп долг США 120%+ от ВВП, больше чем когда-либо в истории
- задержки по оплатам кредитных карт США в малых банках скакнули до 7% - выше уровня 2008 года.
- ISM Composite (США) впервые с 2013 упал ниже отметки 50 пунктов в феврале

- отчет ОСЭР: сейчас больше всего выпущенных бондов, кредитное качество ниже, сроки до погашения дольше, ковенантов больше.
- индекс акций американских нефтяных компаний находится на минимуме с 1941 года, ниже чем в 1998 году, когда нефть была \$9
- дивдоходность ХОМ >6%, RDSA >8%

- Переработка на НПЗ Китая упала на 25%
- Банк Китая вливает ликвидность в экономику
- Китай = 13% мирового спроса на нефть
- Китай готов национализировать NHA Group и распродать ее авиаактивы
- Nikkei Asian Review: 85% китайских компаний останутся без денег через 3 месяца
- Суд Гааги обязал Россию выплатить \$50 млрд акционерам Юкоса.
- Последний аукцион ОФЗ отменен, на предпоследнем спрос составил 13 млрд руб против 50-70 млрд на предыдущих аукционах. Вряд ли ЦБ сможет снижать процентную ставку в условиях падения спроса на ОФЗ. Данный фактор объясняет и причину слабости рубля.
- Россия и Турция на грани прямого военного конфликта в Сирии. Есть риск что Турция снова собьет российский самолет, или Россия вступит в конфронтацию с НАТО.
- Доля покупателей онлайн супермаркетов в РФ растет с 7% до 18% за 1,5 года. 1/3 опрошенных в Москве покупают готовую еду онлайн. Средний чек в 3 раза выше. X5 имеет доставку, Магнит - нет. Яндекс и Ozon тут в числе лидеров.

Лидеры и аутсайдеры февраля








№	🕒	Название	Тикер	📈	Цена, посл	Изм, %	Объем, млн руб	1 нед, %	1 м, % ↓	ytd, %
	18:51:00	Индекс ММВБ	IMOEX	📈	2785.08	-4.48%	184 649.72	-9.4%	-11.0%	-8.6%
1	18:45:43	Полюс	PLZL	📈	8464	-4.91%	3 488.07	+5.8%	-9.2%	+19.2%
2	18:39:58	ОГК-2 ао	OGKB	📈	0.6404	-6.39%	566.13	-10.9%	+5.7%	+13.7%
3	18:45:22	Акрон	AKRN	📈	4940	-0.28%	509.00	+2.2%	+3.3%	+3.1%
4	18:45:40	ТГК-1	TGKA	📈	0.014092	-7.39%	272.44	-10.6%	+2.9%	+9.4%
5	18:45:27	Polymetal	POLY	📈	1025.1	-7.35%	1 079.42	-4.2%	+0.7%	+5.6%
6	18:45:21	Юнипро ао	UPRO	📈	2.988	-0.37%	651.84	-2.3%	+0.6%	+7.5%
7	18:45:24	TCS-гдр	TCSG	📈	1474.2	-4.95%	602.34	-8.1%	+0.4%	+12.4%

📈 Полюс +9% – защитная бумага, прибыль 2019 выросла в 3,5 раза.

📈 ОГК-2, ТГК-1 (+6%,+3%) – ставка на 50% выплату от дивидендов, о чем был намёк на дне инвестора Газпрома в Нью-Йорке

📈 TCS +0,4% – одна из немногих компаний роста на российском рынке, к-я продолжает расти

№	🕒	Название	Тикер	📈	Цена, посл	Изм, %	Объем, млн руб	1 нед, %	1 м, % ↑	ytd, %
	18:51:00	Индекс ММВБ	IMOEX	📈	2785.08	-4.48%	184 649.72	-9.4%	-11.0%	-8.6%
1	18:45:57	Сургнфгз	SNGS	📈	38.435	-2.94%	7 406.55	-17.7%	-19.8%	-23.8%
2	18:45:39	Новатэк ао	NVTK	📈	964.8	-3.37%	5 396.69	-11.8%	-19.5%	-23.5%
3	18:45:43	Магнит ао	MGNT	📈	3160.5	-5.52%	4 609.83	-12.7%	-17.3%	-7.7%
4	18:45:50	АЛРОСА ао	ALRS	📈	71.39	-6.39%	4 990.42	-11.3%	-16.5%	-15.3%
5	18:45:48	Роснефть	ROSN	📈	403.4	-4.42%	7 622.55	-10.8%	-16.3%	-10.3%
6	18:45:54	Мечел ао	MTLR	📈	85.7	-8.18%	1 051.77	-16.9%	-15.4%	+35.7%
7	18:45:55	ЛУКОЙЛ	LKOH	📈	5699.5	-5.01%	17 820.72	-10.6%	-14.1%	-7.6%
8	18:45:14	Аэрофлот	AFLT	📈	92.94	-7.28%	4 140.15	-21.0%	-13.9%	-10.2%
9	18:45:57	Татнефт Зао	TATN	📈	671.6	-2.89%	5 242.23	-10.5%	-13.9%	-11.6%
10	18:45:11	Газпрнефть	SIBN	📈	395.85	-8.07%	1 351.54	-12.2%	-13.5%	-5.8%

-  SNGS -20%. Бумага выросла спекулятивно, спекулятивно упала. Никаких новостей.
-  NVTK -20%. Я еще в январе писал, что Новатэк — идеальный кандидат на шорт. Конъюнктура резко ухудшилась, а инвесторы это полностью игнорировали, бумага стояла на высоких мультипликаторах. Февраль расставил все на места.
-  MGNT -17%. Как я и говорил, в российском ритейле никаких признаков разворота. Прибыль Магнита в 2019 упала на 49%, маржа стабильно снижается 6 лет подряд (с 6,2% до 1,2%)
-  ALRS -16%. Остановка Китая может привести к длительному существенному снижению цен на роскошь.
-  ROSN -16%. За 2 мес нефть упала на 24%. Нефтяной сектор был самым слабым среди ликвидных. США объявили санкции против дочки Роснефти. Есть риск нарастания санкций.
-  MTLR -16%. Тут не обошлось без РДВ. Сначала разогнали своими рекомендациями, потом обрушили.
-  AFLT -14%. Одна из самых уязвимых к мировой пандемии историй. Плюс РДВ ее «сливали» своими рекомендациями

Тинькофф

Олег Тиньков внес залог 20 млн фунтов, и переведен под домашний арест в Лондоне. Налоговая служба США (IRS) потребовали экстрадиции бизнесмена, т.к. по мнению американских властей, Олег Тиньков, будучи гражданином США, занижал доходы чтобы снизить налоги.

Коммерсант пишет, что сумма претензий может составлять \$40млн.

Обвинения выдвинуты к частному лицу, не касаются дел банка.

Банк управляется менеджерами, Олег Тиньков не участвует в оперативном управлении, отвечает за стратегию.

Никакое развитие событий никак не должно повлиять на вкладчиков и клиентов банка Тинькофф.

ФСК, Россети

Ливинский (Россети) попросил отдать Россетям управление над ФСК, чтобы устранить двоевластие. Путин согласился - пишет Коммерсант. Возможно, Ливинский станет гендиректором и Россетей и ФСК. Очевидно, что Россети плавно идут к переходу на единую акцию, что мы рассматриваем как риск для дочек Россетей - ФСК и МРСК и фактором поддержки Россетей. Есть большой риск, что Россети будут выдаивать прибыльные дочки через схемы, а не через дивиденды, поэтому дивидендные перспективы ФСК под вопросом.

НМТП

25.02 опубликована стратегия НМТП. Транснефть хочет увеличить капзатраты НМТП до 109 млрд рублей до 2029 года. Это на 80% больше того, что в среднем тратили в предыдущие годы. 63 млрд пойдет на реконструкцию и поддержание текущих мощностей. Если доходы не вырастут, то текущие див. выплаты в 25 млрд рублей в год, могут сократиться на сумму до 5 млрд, то есть где-то на 20%. Если выручка будет расти, то сокращение свободного денежного потока для дивидендов может быть не таким значительным, но держим в уме, что див.выплаты уже сильно текущих вряд ли вырастут. Напомню, ебитда у НМТП около 40 млрд.

40% инвестиций - на расширение. Но зачем расширять мощности не ясно. Мощности по перевалке нефти избыточны. В остальных - перспектив не видно.

ENRU

Компания зафиксировала выплаты акционерам = 3 млрд руб в год до 2022. Покупая сейчас, вы фиксируете дивidendность на уровне 8% на ближайшие три года, а потом у вас есть опцион на рост доходов по завершении инвестпрограмм. В феврале произошло разочарование, связанное с отсутствием спецдивиденда по факту продажи Рефтинской ГрЭС.

SBER

Правительство решило переложить деньги из ФНБ в бюджет, купив Сбербанк у ЦБ. Схема мутная, описывать долго. Что нам надо знать?

Что при совершении такой крупной сделке надо выставлять оферту по средневзвешенной цене за 6 месяцев. Если рыночная цена акций сильно падает, то:

- надо откладывать сделку до тех пор, пока средняя цена акций не окажется выше 6-месячной средней
- делать сделку и выкупать акции у миноров по оферте, если рынок окажется ниже средней.

Выкупать акции очень затратно, это не входило в планы бюджета, поэтому сделку могут отложить до тех пор, пока акции не восстановятся. Пока деньги в бюджете на исполнение путинских указов есть, спешка ни к чему. Ну и важно держать в голове, что есть силы, которые не заинтересованы в падении акций Сбера.

Цикл снижения ставок ЦБ обычно позитивно сказывается на прибыли банков. Если ставка ЦБ будет дальше снижаться в этом году, Сбер снова ждет рост прибыли.

Ставка ЦБ снижалась непрерывно с 2015 по июль 2018 года. Потом пауза, потом снова снижение.



когда ставка ЦБ снижается, банки расширяют кредитный спред и маржу кредитования. Стоимость привлечения (ставки по депозитам) снижаются мгновенно, стоимость размещения остается по инерции высокой и снижается не так стремительно. Посмотрим на график чистой прибыли Сбербанка: https://smart-lab.ru/q/SBER/f/q/MSFO/net_income/



Зависимость конечно прибыли от динамики ставки лишь частичная, но тем не менее она присутствует. Я не утверждаю, что прибыль Сбера начнет расти такими же темпами, как 2015-2018, но с учетом снижения ставки у Сбера есть время в 2020 году, чтобы увеличить прибыль, отжимая вкладчиков и продолжая получать процентные доходы по старым кредитам) Ну собственно тоже самое все справедливо и для других банков, только Сбер более явно, поскольку у него большая депозитная база. Считайте сами, депозитная база сбера 22 трлн. руб Снижение ставки на 1% снижает процентные расходы на 220 млрд рублей.

Вся эта логика работает если не начнутся большие проблемы с экономикой и невозвратом кредитов, что вполне возможно на фоне кризиса коронавируса. Но тогда и ставки вверх подскочат автоматически.

Сводная таблица инвестиционного фокуса

позиции	
Золото: 250%	
Доля долларов в портфеле снизилась до 50% из-за резкого увеличения прибыли, номинированной рублях	
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	Нефть снижается - это плюс. Коронавирус на время уменьшит трафик - это минус.
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	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
ENRU	Фикс дивиденд на 3 года равный 8 копеек на акцию.
FEES	Ровная дивидендная история. Все неплохо, но много денег тратят на стройку, большого желания платить больше дивидендов нет.
HYDR	Гигантская стройка без отдачи. Есть намеки на реструктуризацию.
LSRG	Рынок недвижимости в 2019 был на подъеме. Бонды ЛСР дают такую же доходность что и акции.
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	После того, как мы поставили "позитив" по бумаге, ее разогнали в 2 раза. Уже дорого.
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	Снижение ставок ЦБ должно позитивно сказаться на прибыли Сбербанка в 2020 году.
SNGS	Потенциал остается. Но мы закрыли тут позицию. Новостей нет, одни спекуляции.
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