

[Новостной деск] Русский список 2025 (Часть 1): Консервативно, валютно и «хорошо во всех вариантах»

****это не инвестиционные рекомендации****

Сразу к делу, коллеги. Начнём с принципов 2025.01.15_01.jpg 2025.01.15_01.jpg гальных уточнений, продолжил конкретными компаниями.

Традиционные технические предуведомления:

Для новых читателей: дорогие коллеги, знакомство со мной лучше всего начинать с вот этого текста (я его специально оставил доступным для всех подписчиков): [Философское] Систематизация принципиального: вопросы про личные финансы, распределение активов в портфеле, «золото для чайников», критерии хорошей недвижимости... — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/39071> — там даже про котов есть.

Для полноты картины также рекомендую к прочтению -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>

ВАЖНЫЙ момент: интегральной частью «Русского списка» является его «бетонное предисловие» — [Новостной деск] Бетонное предисловие к «Русскому списку». Мини-практикум по российским фондам коммерческой недвижимости, или «Третий сорт — ещё не брак!» — sponsr.ru/crimsonanalytics/77543. Ваш покорный слуга твёрдо уверен, что для консервативного портфеля с высокой (растущей!) и сравнительно надёжной доходностью в современных российских (да и не только российских, но особенно российских) условиях увесистая доза правильных (Core, Core Plus!) фондов недвижимости является важнейшей компонентой.

Также традиционно напоминаю, что такое «Русский список» и почему он такой:

На всякий случай напоминаю, моя личная логика и мои личные вкусы в плане выбора бумаг для рассмотрения потенциального использования в консервативной части портфеля предполагает следующие требования (это - мои вкусы, ваши - могут быть другими):

— вечная "тема" для работы компании (стартапы, хайтек, ай-ти, Аэрофлот и всё, что не занимается чем-то, что было интересно человечеству 500 лет назад - нафиг)

— брутально понятная бизнес-модель, с максимальной простотой (идеал: шахта или производство кока-колы) - "тема" должна быть устойчивой к экономическим кризисам. Чем "скучнее" бизнес - тем лучше.

— хорошая политическая крыша у компании (хорошая политическая крыша - это ОГРОМНОЕ конкурентное преимущество, возможность не обанкротиться даже в условиях кризиса и факапа менеджмента и т.д. - и нет, "государственность" компании - не имеет никакого отношения к тому, насколько "крыша" хороша, нужно смотреть лучше и глубже)

— хороший менеджмент (хороший менеджмент - это вот как менеджмент компании Аэрофлот, только полностью наоборот)

— хороший (реальный, не номинальный) контролирующий акционер - мажоритарий должен быть умным, с хорошей политической крышей, вменяемый и не страдать ****ей.

— желание (вот прямо очевидное желание) и возможность (низкий долг, стабильные доходы, не слишком высокий и не слишком низкий payout ratio) платить хорошие дивиденды. Если дивидендов нет или они маленькие - нафиг. Если прибыли нет - нафиг. Рост бизнеса и всё такое - неплохо, но опционально.

— если речь про компанию с потребительским уклоном (не коммодитиз, т.е. это в основном про не-российские компании) - pricing power - возможность безнаказанно повышать цены (идеальный пример: табачные компании) без прямой зависимости от госрегулирования (оттого, например, ютилитиз - это чаще всего не то, что нужно).

— для российских бумаг жирным плюсом (не обязательным, но плюсом) является статус экспортёра - у них встроенный хедж от девальвации рубля

Задача в том, чтобы иметь набор акций, которые постоянно платят (в идеале - постоянно растущие) дивиденды, не боятся инфляции, кризисов и девальвации рубля и управляются хорошим менеджментом, принадлежат умным мажоритариям с хорошей политической крышей. Это консервативный портфель. Бумаги продаются в том случае, если с ними происходит нечто, что инвалидирует один или несколько из вышеупомянутых критериев, т.е. в идеале - "период удержания бумаги» равен "пусть внукам достанется».

Спекулировать ваш покорный слуга может чем угодно (читатели "Кофе с банкиром» могут заметить широчайший диапазон и географий и инструментов), а вот для консервативного портфеля, на мой вкус, нужны именно консервативные и скучные бумаги. //

Ещё один момент: бумаги в списке меняются РЕДКО. По двум причинам: ваш покорный слуга не продаёт акции, если не произошло что-то ломает бизнес-модель компании и/или не отменяет какой-то из ключевых факторов (см. выше) её соответствия моим консервативным критериям. Также я принципиально не ребалансирую консервативный портфель (считаю ребалансировку идиотизмом с большой буквы "И» - наказывать продажей хорошие позиции, для докупки лузеров - это обрезание потенциала серьёзного роста на длинных дистанциях).

Новые бумаги появляются в "списке» очень редко по тем же причинам: редкая компания полностью соответствует даже части критериев, а уж хотя бы частичное удовлетворение ВСЕХ критериев (из серии хотя бы 4 звезды из 5 возможных по каждому параметру от устойчивости модели до качества менеджмента) - это невероятная редкость.

Список - принципиально короткий, и это отражает реальность моего рабочего процесса - ваш покорный слуга относится к той категории инвесторов (Баффет, Билл Миллер (и III и IV), А. Дэдден, и т.д.), которые предпочитают жёстко концентрированные портфели. Предпочтительный период удержания позиции - "навсегда, ещё и внукам оставить».

Переходим к тикерам.

1. Газпромнефть [MOEX: SIBN]

Пунктирно:

1. Тема — вечная (ваш покорный слуга не будет здесь повторяться про бесперспективность «зелёного перехода», тем более что при Трампе сейчас эту тему скрутят на фиг вместе

с бюджетами Греты Тунберг, и последние «климатерианские» сектанты останутся только в российских госбанках и околоправительственных экспертных центрах, к сожалению, на довольно высоких должностях),

2. Структурный дефицит нефти — в долгосрочной перспективе практически неизбежен (ниже вернёмся к этой теме),

3. Политическая крыша — прекрасная (и нет, это не крыша Газпрома, это те «удивительные миноритарии», ради которых Газпромнефть всё ещё торгуется на бирже, при том что там фри-флоут примерно 3% и снять с биржи могли давно),

4. Менеджмент — пока (!) отличный (вроде не появлялось дополнительных инфоповодов о «газпромизации» Газпромнефти не поступало. Для справки: менеджмент Газпромнефти — 5 из 5 звёзд, менеджмент самого Газпрома — ноу коммент. Так просто исторически сложилось, что разные культуры и т. д. И да, в российских условиях «итальянская» культура Газпромнефти — это на фоне того, как у нас обычно госкорпорации работают, действительно 5 из 5 звёзд),

5. В силу специфических потребностей Газпрома, Газпромнефть будет ещё некоторое время работать в режиме «совсем-совсем дойной коровы» (выплаты дивидендов, скорее всего, будут сильно превышать минимум, оговоренный дивидендной политикой). Хотелось бы надеяться, что это не навсегда, но пока (!) ситуация с усиленными выплатами не угрожает долгосрочному развитию ресурсной базы компании (понятно, что всегда можно больше бурить и разведывать, но ситуация, на мой вкус, вполне терпимая). Газпромнефть фигурировала в качестве примера консервативной компании на старом проекте ещё в 2020 (когда она платила в соответствии с заявленной дивполитикой), так что когда «дойка ради спасения Газпрома» закончится, с моей точки зрения, никакого снижения привлекательности компании не произойдёт (скорее, наоборот).

В «Русском списке — 2024» ваш покорный слуга грустил о том, что Газпромнефть слишком сильно выросла:

«И очень жаль, что бумага так сильно выросла — всё интересное всегда лучше с дисконтом».

За 2024 год бумага стала на ~30% дешевле (при этом выплатив за последние 12 месяцев примерно 71 рубль дивидендов на акцию) — и это супер для тех, кто является действительно долгосрочным инвестором (а не как обычно это у дорогих россиян, да и не только россиян, принято: при первых же красных цифрах на экране начинаются забеги по потолку и истерика. Таким людям лучше держать деньги в облигациях и депозитах — там они, конечно, «горят» в плане покупательной способности, а в случае реализации «турецкого сценария» весь портфель сбережений сгорит в огне гиперинфляции за несколько суток, но зато «циферки зелёные» в брокерском приложении, и это всё, что нужно для психологического комфорта и счастья типичного хомяка).

От меня в режиме «городской легенды» (т. е. это не инсайд, не информация, не факт и не какое-то тайное знание, а просто городская легенда, ок?): у компании однозначно лучший уровень подготовки к санкциям в России. На этом фоне ваш покорный слуга считает «прощальные санкции Байдена» прямо очень хорошей новостью для компании, и вот почему. Конечно, было бы круче, если бы санкций вообще не было, но если смотреть практично, то это хорошо, что «прощальные санкции Байдена» оказались не такими катастрофическими, как могли бы.

Понимаю, что звучит странно на фоне истерики в СМИ и многочисленных сообщениях о предстоящем чуть ли не коллапсе (ну или сокращении на треть) российского нефтеэкспорта, но по большому счёту можно сказать, что мы легко отделались.

Ваш покорный слуга уже писал об этом в телеграмме — t.me/crimsondigest/1810, но тут стоит добавить одну цифру, которой оперируют наши оппоненты, например Altantic Council:

По оценкам S&P Global, в торговле российской нефтью задействовано около 591 танкера теневого флота, 271 из которых действует как «темный флот».

Сейчас не время и не место углубляться в тему различий между «серым» («теневым») и «чёрным» («тёмным») флотом, важна цифра в целом — плюс/минус 591, а самая частая оценка где-то на уровне 600 находится, тем более, что количество танкеров в серо-чёрном флоте увеличивается постоянно. Так вот, рекордные санкции на 180 танкеров — это далеко-далеко не самый страшный вариант, и даже с учётом ранее введённых санкций против российского чёрного флота администрация Байдена даже близко не закрыла российские возможности в плане морского экспорта. На всякий случай нужно объяснить вещь, которую не понимают 99,9% журналистов, комментаторов и аналитиков: дело не в проценте от флота, который попал под санкции (и от него нельзя отталкиваться для расчёта падения экспорта), дело именно в «полном закрытии» (или его отсутствии) доступных танкеров санкционными ограничениями. «Чистый» танкер, на самом деле (считайте это тоже городской легендой и отсылкой к практике других подсанкционных стран типа Ирана или даже Ирака в своё время), нужен на так сказать «последней миле» доставки до порта покупателя (это если покупатель очень стеснительный, няшный и, несмотря ни на что, прямо хочет сохранить свой кондоминиум в Нью-Йорке и возможность посылать отпрысков элитно оттопыриваться в Итоне, а таких — пруд пруди в Азии, даже в наши деглобализированные времена), а все остальные «морские мили», которые нужно пройти для доставки груза, могут быть пройдены с задействованием «проблемных» судов. Да, это неудобно и дорого, и требует «танцев с бубном», но это всё решается и учитывается в цене. Российскую сторону не поставили перед необходимостью прямо срочно где-то найти огромное количество судов для «последней мили», и это замечательно. Понятно, что определённый disruption в плане нормальной деятельности у российских экспортёров (всех, не только тех, кто попал под санкции на уровне корпоративного центра, это на самом деле вообще не имеет особого значения, ибо роляют только танкеры и «прокладки»), но это даже близко не смертельно и вполне преодолимо за 1-2 квартала, плюс те поставки, которые всё-таки удастся сделать, пройдут по более высокой «формульной» цене, ибо брент уже неплохо подрос на ожидании санкций и самих санкциях. В этом смысле, кстати, нам очень полезно, что западные источники завышают (на мой взгляд) эффективность введённых санкций, ибо они тем самым увеличивают доходы российских нефтяников от экспорта.

К сожалению, есть риск, что «прощальными санкциями Байдена» дело не ограничится и мы получим ещё и «приветственные санкции Трампа», но тут (в отличие от ситуации с принципиальным желанием администрации Байдена как следует, извините, нагадить и нам, и Трампу) есть шансы (но не гарантия) всё-таки отделаться чем-то символическим или вообще без них обойтись.

Итого: по Газпромнефти — всё ещё очень достойный кандидат для рассмотрения в консервативный портфель. Бонус поинт: если ЦБ начнёт (а определённая вероятность такого сценария однозначно есть) снижать ставку (пофиг будет ли это на фоне высокой или падающей инфляции), то акции компании с такими дивидендами (и встроенной защитой от девальвации рубля из-за наличия определённого экспорта) могут очень быстро стать гораздо менее доступными по цене из-за набега покупателей, желающих получить

высокую дивидендную доходность на фоне исчезновения других возможностей получать сравнимую доходность.

Лирическое отступление про Газпром [MOEX: GAZP], ибо часто спрашивают про компанию. Тезисно: если инвестор прямо очень терпеливый (прямо вот очень), то на длинной дистанции шансы на что-то приятное однозначно есть, ну хотя бы в сценарии «дожить до структурного дефицита газа» (что вполне реалистично), но вот путь до этого потенциально светлого будущего будет болезненным и тернистым.

— У Газпрома отвалилась (и очень вряд ли восстановится) основная труба в Европу (чудеса, конечно, бывают, но «чудо» является очень хреновым инвестиционным тезисом);

— У Газпрома очевидные проблемы в плане переговоров с китайцами по расширению экспорта (китайцы знают, что труба в Европу отвалилась, и могут сколько угодно терзать Газпром, пытаясь заставить его работать чуть ли не в убыток, и с этим НИЧЕГО нельзя сделать, потому что теперь мы с китайцами надолго или навсегда находимся в положении... как бы это сказать повежливее... в общем, в положении ограниченных переговорных возможностей из-за специфики геополитического позиционирования Российской Федерации, чем наши китайские партнёры пользовались, пользуются и будут пользоваться на полную катушку до упора, и нам теперь с этим жить);

— Экспорт СПГ (и организация чёрного СПГ-флота) — это очень дорого, очень сложно и намного-намного-намного труднее, чем организация «чёрных» поставок нефти;

— Газ в целом на мировом уровне сейчас находится в состоянии переизбытка предложения, причём есть все шансы, что переизбыток (структурный профицит) усилится в 2026–2027 году, когда на рынок вывалится дополнительный СПГ из США (ибо Трамп сломает ограничения, введённые Байденом), Катара и т. д. Это не совсем точное сравнение, но СПГ сейчас немного напоминает нефть периода 2016–2018, т. е. там до первых ростков дефицита ещё пилить и пилить. Понятно, что сниженный ценник на СПГ активирует «эффект Джевонса» с последующим резким ростом спроса (и выравниванием цены), но активация «эффекта» — тоже не очень быстрая история. Это я к тому, что вообще любому акционеру любой газовой компании, вероятно, потребуется довольно конский запас терпения;

— Возможности повышения цен для внутренних потребителей есть, и они могут прямо сильно помочь Газпрому, но всё-таки это не панацея. Слишком сильное повышение цен подорвёт социальную стабильность (доступная коммуналка — часть базового социального контракта Путина с его электоральной базой), плюс весь РСПП будет нить на тему того, что исчезает последнее конкурентное преимущество для российских производителей и подрываются шансы на рост ВВП и достижение прочих целей развития на 2030 год (а это серьёзный аргумент), и даже ЦБ будет давить на тему того, что рост тарифов Газпрома на внутреннем рынке разгоняет инфляцию (это в определённой степени правда, и это тоже серьёзный аргумент). Всё вышеперечисленное — это серьёзный ограничитель потенциального размера повышения цен внутри России. Ещё раз медленно: какое-то повышение однозначно будет, но российский рынок в принципе никогда не будет таким прибыльным, как европейский и даже как китайский, ибо это будет непереносимо для остальной экономики и политической элиты из-за целой серии неустраняемых причин;

— При этом сам Газпром — дешёвый. Если слухи о массовых увольнениях среди управленцев верны, то это тоже потенциально хороший аргумент в пользу

позитивного будущего компании (там есть куда резать кости, главное, чтобы это по уму делали — а это сильно не факт). Но повторяю: до светлого будущего там ещё идти и идти.

Конец лирического отступления.

1.5. Не совсем консервативная инвестиция — Роснефть [MOEX: ROSN]

Роснефть в некотором смысле парадоксальная компания — её достоинства неотделимы от её недостатков.

У компании специфический менеджмент и корпоративная культура, и (я это постоянно повторяю, когда пишу про Роснефть) при прочих равных я бы не рассматривал компанию как раз из-за этих особенностей, но тут как раз нет «прочих равных», ибо Роснефть — это особый случай и ситуация, когда наличие одного просто монструознейшего преимущества может компенсировать (насколько компенсировать — это уже вопрос вкуса) много недостатков в других аспектах. В случае Роснефти преимущество зовут Игорь Иванович Сечин.

В России есть ровно одна компания (из тех, кто торгуются на бирже, так-то всё сложнее), которой руководит член «Политбюро 2.0» — т. е. высшей лиги российской политической элиты, с политическим влиянием, которое превышает (в разы) политическое влияние всего правительства (т. е. «формальных владельцев») Роснефти вместе взятого.

Техническое отступление: если непонятно про «Политбюро 2.0» — загляните и почитайте, это самый известный (и его на полном серьёзе преподают российским элитариям, едросам и т. д., кто попадает в реальную политику) фреймворк описания того, как в России политика работает в реальной жизни, а не в интерпретации Первого канала или учебника по обществоведению. Там можно спорить по деталям (и нужно помнить, что составителю фреймворка господину Минченко нужно в некоторой степени «дружить» со всеми башнями, что налагает некоторые ограничения на его свободу высказываний и интерпретаций), но «в целом» — это наиболее точная (насколько это вообще возможно) табель о рангах в российской политике.

Если вас интересует (а это хорошая идея), как определять политический вес («политическую крышу») компаний (не только в России, но в целом там все примеры и принципы российские), то у вашего покорного слуги есть специальный текст на эту тему -> sponsr.ru/crimsonanalytics/40287.

Конец технического отступления.

Господин Сечин — это уникальное явление среди российских CEO. Это единственный человек, ради спасения которого (точнее, компании, которой он руководит) ЦБ в своё время расчехлил печатный станок (и ситуативно слегка «грохнул» рубль), а потом годами медийные клеветы, симпатизирующие данной компании, поливали и поливают грязью и помоями ЦБ — это, видимо, что-то личное. Это единственный человек, после критики которого со стороны одного известного в финансовом мире аналитика шеф этого аналитика — тоже мощный политический тяжеловес, выкинул своего человека «на мороз» в качестве жеста доброй воли или своего рода извинений — на финансовом рынке многие эту историю знают, многие помнят. Такое редко бывает.

Также глава Роснефти радикальнейшим образом повлиял на огромное количество стратегических решений, связанных с российской внешней, энергетической и экономической политикой (я сейчас не буду оценивать последствия этого влияния, я оцениваю исключительно политический вес, окей?). Для того чтобы заблокировать некоторые идеи, которые городские легенды приписывают господину Сечину, согласно

другим городским легендам, всем остальным участникам рынка приходится сбиваться в коалиции из серии «Газпромнефть + Лукойл + Татнефть + Сургут + Мишустин + Силуанов + Набиуллина + Дмитриев + Сорокин + Миллер... [и тут ещё длинный список]», и только в таком формате удаётся «выровнять стрелку весов». Там, где у компаний типа Газпромнефти или Сбербанка в разделе «Политическое влияние» стоят 5 звезд, у Роснефти стоит знак бесконечность. В российских условиях это просто уникальный актив, космическое конкурентное преимущество, которое невозможно заменить и которое, на мой вкус, должно добавлять прямо массивную премию к любой оценке акций Роснефти.

У господина Сечина истекал контракт в мае 2025, но в декабре 2024 его внезапно (вне очереди, так сказать) взяли и продлили на 5 лет, так что, скорее всего, главный актив Роснефти останется с компанией ещё надолго.

Не надо думать, что результат в плане продления на 5 лет истекающего срока был предопределён. В 2024 году два члена Политбюро 2.0 получили прямо мощные сюрпризы в плане своего места на социальном баобабе, и если в случае одного из них можно (при определённом желании) обозначить ситуацию как некую «перестановку по горизонтали», то в случае другого (очень мощного члена Политбюро 2.0) речь вполне может идти о резком понижении и реального и формального статуса (господин Минченко даже был вынужден ввести эдакую «подгруппу пострадавших» внутри Политбюро 2.0 для того, чтобы вежливо, но всё-таки обозначить эту новую реальность). Так что ситуация могла повернуться как угодно, но глава Роснефти смог пройти аппаратные испытания рокового для многих 2024 года, как сказали бы его британские миноритарии (которые до сих пор не «выселены» из Роснефти), with flying colours.

Для полного счастья, Роснефть — это ещё и обладатель Восток Ойла — актива, который рынок (в силу нереалистичных, на мой вкус, ожиданий в плане «зелёного перехода» и низких будущих цен на нефть) сильно-сильно недооценивает. Итого: не совсем консервативная, но абсолютно уникальная по своим параметрам инвестиция, которая достойна как минимум пристального внимания со стороны вдумчивого инвестора.

Краткое лирическое отступление на тему других нефтяных бумаг в России, о которых меня периодически спрашивают. Лукойл [МОЕХ: LKOH] — прекрасная компания, не проходит по моим критериям прекрасного в плане уровня политических возможностей, всё остальное вполне окей. Татнефть [МОЕХ: TATN, TATNP] — то же самое, с поправкой ещё и на то, в отличие от Лукойла шансов на долгосрочное расширение ресурсной базы и т. д. у неё меньше, хотя они всё-таки есть. Примечание: некоторые читатели очень близко к сердцу принимают такую оценку заслуженно любимой местными инвесторами компании. Коллеги, «как вижу, так и пою». Татнефть — хорошая (!) компания (если рассматривать «в вакууме», то в топ-20 на планете должна входить по привлекательности именно среди нефтянки), просто тот, кто её покупает, покупает не только позитивные стороны (хороший менеджмент, классную дивполитику и т. д.), но и риск того, что у неё не хватит (так уже бывало, просто сравнительно легко отделались) лоббистского ресурса на то, чтобы очередные (а они часто случаются) изменения в налогообложении сектора не оказались проблемными прежде всего для неё, и (что более важно) получает риск повторения сценария, аналогичного тому, что произошло с «татарскими» покупками «Сибура» (там всё не катастрофично, но далеко не так сладко, как было раньше) или (если совсем не повезёт) повтор башкирской истории, которая в татарском случае безусловно маловероятна, но всё-таки возможна. Итого: Лукойл, Татнефть — классные компании, но просто не проходят под мои (очень высокие!) критерии «консервативной» инвестиции. Конец лирического отступления.

Теперь пару слов про структурный дефицит нефти.

Наблюдая за очередными просадками цен на нефть, невозможно не задаваться вопросами: а вот этот ожидаемый структурный дефицит нефти, вот он ТОЧНО будет? А может его не будет? А может ну его нафиг, тем более, что у всех банков (за исключением Standard Chartered) негативные оценки по перспективам нефти на 2025?

У меня нет никакого желания никого в чём-то убеждать, это бессмысленное занятие. Для вашего покорного слуги состояние «все компоненты для структурного дефицита (или другой формы „принудительной переоценки стоимости“ каких-то активов) есть, но его реализация прямо сейчас не наблюдается» — это нормальное состояние, потому что очень часто сложные системы ведут себя непредсказуемым в краткосрочной перспективе образом, даже если все тренды на более длительной дистанции оценены правильно. Обидно бывает, когда из-за инфраструктурных сложностей не удаётся заработать на реализации этих долгосрочных трендов — вот, например, вашему покорному слуге, который годами писал про высокую вероятность роста цен на какао, кофе, апельсиновый сок (в каком-то тексте, помнится, даже описывал, что сок по сумме факторов будет «золотым»), не удалось заработать (полноценный доступ к ICE Europe даже для меня сейчас — глубоко нетривиальная задача) столько, сколько можно было бы заработать в нормальных условиях.

Если смотреть на прошедшие 4 года из 2020-го, когда ваш покорный слуга (это был не только мой взгляд на вещи, там была хорошая компания — от Goldman Sachs до Goering & Rozenzweig) сформулировал тезис про предстоящий структурный дефицит нефти (многолетнее недоинвестирование в добычу на фоне зелёного безумия + будущее прекращение роста сланцевой добычи + сильная недооценка рынком долгосрочного роста спроса на нефть), то на принципиальном уровне ничего не изменилось (в долгосрочной перспективе), но зато произошло огромное количество тактических (в основном политических) событий, которые довольно чувствительно повлияли на ситуативную реализацию. Забавно, кстати, что остальные тезисы из той же когорты структурных дефицитов (из примерно того же периода — 2020 и далее, давние читатели помнят) реализовались пусть ещё не в полной мере, но уже вполне наглядно:

— Уран с 2019-2020 резко подорожал (ещё до СВО и всего остального), а основной урановый производитель в Западном мире сейчас торгуется по ценникам в 4-5 раз больше, чем до эпидемии (и имеет шансы на рост дальше, потому что тезис реализовался даже близко не полностью); тема всё ещё актуальна, читатели с доступом к «Кофе с банкиром» могут ознакомиться -> sponsr.ru/crimsonanalytics/55966 и пройтись там по ссылкам вплоть до постов из 2020 года.

— Многократно похороненный всеми СМИ, экспертами, политиками (на уровне ООН!) и банковскими аналитиками термический уголь влетел в тот же самый (почти идеальная копия ситуации с нефтью, только более запущенная с точки зрения длительности) структурный дефицит (ещё до СВО), ведущие китайские и американские угольные компании торгуются в x2-x3 по сравнению с ценами декабря 2019 года. Я специально не беру цены «ковидного 2020» (если с ними сравнивать, то там вообще космос), чтобы отразить только «рост на структурном дефиците» угля или урана, соответственно. Уголь, кстати, сейчас торгуется (я для простоты беру API2 от Nymex) по цене в примерно два раза выше, чем в конце 2019. Тема всё ещё актуальна (в меньшей степени, чем уран), но желающие могут ознакомиться с соответствующими материалами типа sponsr.ru/crimsonanalytics/63010 (только BTU надо исключить, там всё-таки менеджмент тупой и ещё тупее, тем более, что лучшие бумаги из сектора в представлении вашего покорного слуги не менялись с 2020–2021 года).

— Какао, кофе, апельсиновый сок (да, там везде тоже структурный дефицит из-за системного недоинвестирования + системная недооценка спроса) — реализовались с опозданием, но потом очень красиво, причём и опоздание и резкая реализация были из-за погоды (это бич всех тем, связанных с сельхозкой): сначала было ну прямо очень хорошо (для потребителей, что позволило ещё сильнее забить болт на инвестиции в поддержку производства), а потом, когда стало чуть-чуть плохо (погода — это рулетка, и на ней рано или поздно таки выпадет нужный цвет) с погодой, то цена сдетонировала так, что вынесла вообще все рекорды. Тут тоже напомним читателям «Кофе с банкиром», что можно почитать всякое свежее на тему -> sponsr.ru/crimsonanalytics/76575

В нереализованном (пока) виде в сфере моих аналитических интересов находятся структурный дефицит по нефти и структурный дефицит по меди, что вдвойне забавно из-за того, что они вроде бы на разных экстремумах (один — про «старую экономику» с ДВС и пластиком, а другой — про «новую зелёную экономику» с электрификацией всего и вся), но вот оба пока «на льду».

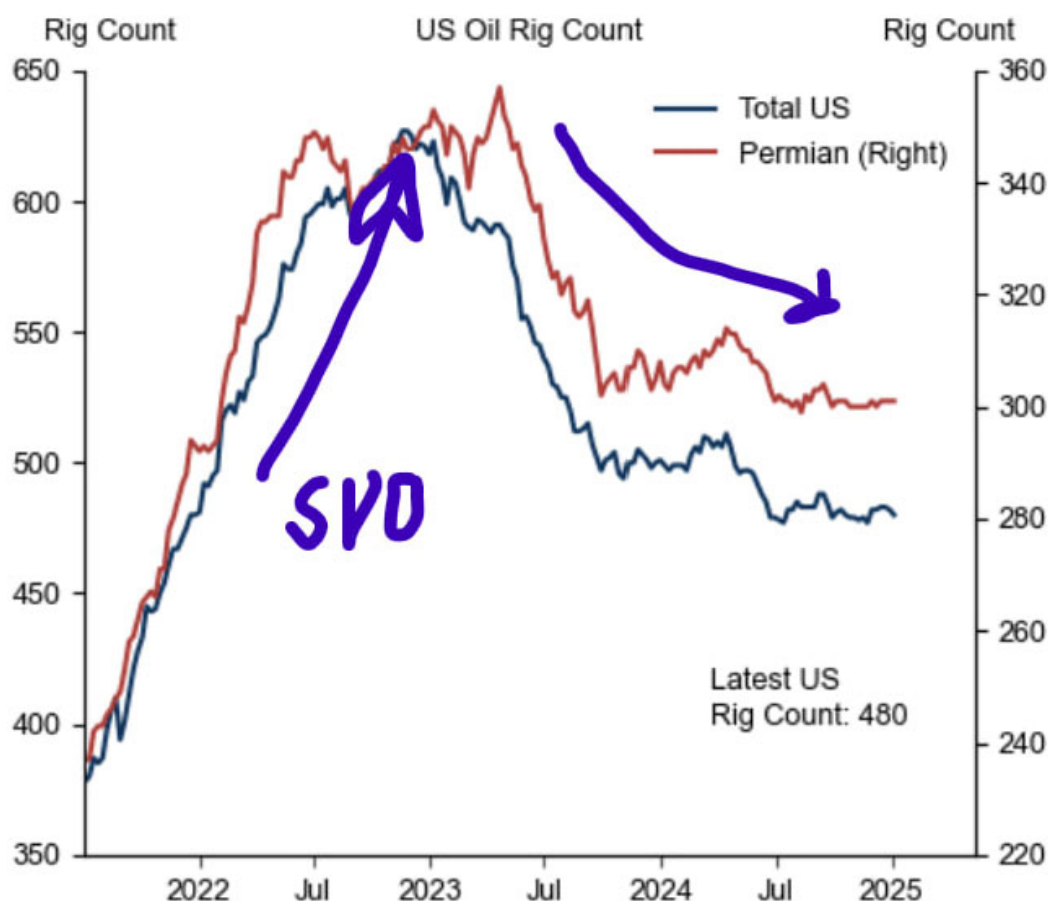
Лирическое отступление: к сожалению, в российском контуре невозможно нормально заработать на структурных дефицитах угля, урана и меди. Урана вообще нет (можно только в Казахстан со всеми рисками), термического угля — нет, да и вообще все «угольные» компании, мягко говоря, странные в плане мажоритариев, поведения менеджмента и т. д. По меди вроде есть «Норникель» [МОЕХ: GMKN], но там в нагрузку к меди инвестор получает огромный корпоративный конфликт (с Дерипаской в главной роли), плюс никель (проблемный металл), платину и палладий — а это не совсем то, чего хотелось бы видеть в инструменте для заработка на «медном кризисе». Конец лирического отступления.

Тактически по нефти произошло следующее (это не полный список):

1. Китай и ковид. Вместо того чтобы воспользоваться СВО для того, чтобы свернуть тему ковида (в Западных странах ковид, локдауны и вообще тема эпидемии закончилась буквально сразу после начала СВО, потому что политически это было выгодное решение для Вашингтона, Лондона и т. д. — как тогда шутили, «Владимир Путин достоин Нобелевской премии в сфере медицины за практические исследования в сфере прекращения вирусных эпидемий военными средствами»), Компартия «упёрлась рогом» и не захотела «терять лицо» перед населением, ещё почти два года душила экономику, производство, а также моральный дух китайских бизнесменов и потребителей локдаунами, запретами и общей демонстрацией своей упоротости на тему «пофиг на реальность, если Партия сказала, что локдаун, значит, локдаун и никаких возражений принимать нельзя, а то контроль над страной потеряем». Многолетний удар по главному потребителю нефти (и меди) на планете снизил её глобальное потребление, создав (на пустом месте) ситуативный излишек, который пришлось купировать дополнительными усилиями ОПЕК+.

2. Вашингтон и Иран на фоне СВО. Редчайший случай, когда администрация президента США, несмотря на протесты Израиля (которому эта ситуация сильно не нравилась), начала проводить политику, вредную для Израиля, но направленную на реализацию других стратегических целей. Ради того чтобы насолить России на фоне СВО (и санкций и т. д.) с Ирана фактически сняли санкции на поставки нефти (чем дали ему достаточно денег для хоть какой-то стабилизации основательно убитой местными шизопатриотами экономики и на развитие ядерной программы с потенциалом быстрого создания ядерного оружия), обеспечив появление на рынке дополнительного ~1,2 миллиона баррелей нефти в сутки, причём по сильно дисконтированной цене.

3. Россия и СВО, с его непредвиденными последствиями. На фоне санкций против России и массового ожидания (это нам казалось, что это маловероятно, а на Западе это было чуть ли не мейнстримным мнением) близкого коллапса России, с возможной войной на её территории и/или гражданской войной и/или полной блокадой экспорта и/или ударам по российской инфраструктуре добычи и экспорта нефти и нефтепродуктов, в 2022 и 2023 на некоторое время западные компании и особенно банки (потому что они это всё фондируют) поверили в то, что нефть вот-вот будет по 140–160 на фоне исчезновения с рынка российского экспорта, и на некоторое время недоинвестирование в нефть (ну все же ожидали, что нефти конец) прекратилось, и мы получили вот такой разгон, например, количества буровых в Пермском бассейне (график от Goldman Sachs, и да, там начало роста было до СВО, но это был восстановительный рост после пандемии, а вот последующий пережлёт и фиксация на высоком уровне 2022–2023, с которого мы уже полтора года медленно «сползаем» — это как раз эффект от СВО):



Global Investment Research

Там не только Пермиян, огромное количество конвенциональных инвестиций (которые уже нельзя отменить, потому что там огромные сроки окупаемости) было сделано на фоне тогдашней паники. Сейчас всё в норме (снова недоинвестирование), но «осадочек» от 2022–2023 в виде некоторого количества «лишних» DUCs в Пермияне и конвенциональных проектов ещё не «переварился».

4. Снова Китай: едва отменив ковид (после того как КПК столкнулась уже с серьёзными социальными и экономическими последствиями своей упёртости), КПК решила, что самое время произвести над экономикой срочную операцию по вырезанию из неё опасной опухоли в виде «пузыря недвижимости», который занял 20% ВВП и сжирал ресурсы, которые Партия считала необходимым направить на другие стратегические темы. Это примерно как провести срочную операцию над человеком, который только что пробежал марафон — т. е. даже если

операция по удалению опухоли реально необходима (в Китае «пузырь недвижимости» — реальная проблема), вероятно, стоило бы выбрать более подходящий момент во избежание осложнений.

Но элита КПК то ли слишком оптимистична, то ли очень спешит (или и то, и то), и в результате получаем коллапс оптимизма китайских потребителей и бизнеса (потому что бизнес — это тоже китайцы, которые ещё больше вложили в недвижимость, а недвижимость — это 70% активов населения КНР) с торможением потребления всего (от нефти до Rolex) в экономике. Но для совсем полного счастья КПК решает направить все ресурсы в спонсирование экспортного потенциала в «зелёной теме», как раз перед тем как Евросоюз и США (это бы произошло независимо от Трампа и было очевидно всем, кроме экономической команды председателя Си) с треском захлопывают свои рынки заградительными тарифами как раз по этой теме. В сумме это тормозит рост потребления нефти, плюс китайские чиновники (в том числе от нефтянки) в рамках продвижения «зелёной повестки» (а они её продолжают продвигать со звериной серьёзностью, чем очень радуют российских климатических сектантов из органов власти и госкорпораций, которые теперь могут опираться на «передовой китайский опыт и пример» вместо некошерного американского и европейского) торжественно «хоронят нефть», заявляя об уже пройденном или вот-вот наступающем «пике потребления». Ваш покорный слуга уже видел эту историю с углём, мне скучно, но пипл хаает.

Из позитива за весь этот четырёхлетний период можно отметить:

1. ОПЕК+ держится выше всяких похвал;
2. Даже одному очень активному и очень влиятельному члену Политбюро 2.0, который положил все силы на то, чтобы Россия вышла из сделки и обрушила цены на нефть (там долго объяснять контекст, у человека свои интересы, а у его окружения затейливые представления о прекрасном), не удалось ничего добиться. Более того, большая коалиция более вменяемых элитариев при поддержке президента (которому пришлось испытать определённые дипломатические неудобства перед коллегами по ОПЕК+) смогла даже добиться того, чтобы все российские акторы таки соблюдали сделку.
3. Рост добычи в Пермиане (это единственное, что по-настоящему имеет значение в США) замедляется, и это не может не радовать. Если мы всё-таки дойдём до нулевого роста в ближайшие годы — это, скорее всего (как всегда — без гарантий), и будет точкой реализации структурного дефицита, потому что сейчас почти все участники рынка (вплоть до политиков) живут так, как будто в Пермиане есть бесконечный источник нефти, плюс нефть скоро никому не будет нужна. Ну, посмотрим-посмотрим.

Итого: структурный дефицит никуда не делся, просто чем больше, многомернее и политизированнее конкретный рынок, тем сложнее предвидеть, как конкретно и в какие сроки что-то произойдёт или не произойдёт. В случае нефти (как и во многих других ситуациях) стиль инвестирования Value and Income, которым пользуется ваш покорный слуга, в очередной раз продемонстрировал свои преимущества: увесистые дивиденды делают даже очень длительное ожидание реализации какой-то инвестиционной идеи вполне приятным, тем более что в акциях конкретно нефтяников они не только сравнительно высокие, но ещё и в некоторой степени защищены от девальвации рубля за счёт валютной выручки.

В предыдущем тексте «Русского списка» — [Новостной деск] Бетонное предисловие к «Русскому списку». Мини-практикум по российским фондам коммерческой недвижимости, или «Третий сорт — ещё не брак!» — sponsr.ru/crimsonanalytics/77543 были упомянуты 4 сценария развития событий в российской экономике на 2025 год, которые закрывают большую часть веера вероятностей. Российские нефтяные компании (если у них хорошие дивиденды) в плане реакции на каждый из этих сценариев ведут себя примерно так же, как

коммерческая недвижимость, с очевидной поправкой на то, что коммерческая недвижимость менее волатильна и не подвержена прямому воздействию санкций и не зависит от цен на нефть, а у нефтяников волатильность чувствительно выше, есть зависимость от санкций и цен на нефть, но зато значимая часть доходов — в валюте.

Поехали дальше.

2. Фосагро [MOEX: PHOR]

Компания, чьи презентационные материалы использовались в 2020 на старом проекте (sponsr.ru/crimsonarchive) для того, чтобы провести практикум на тему того, как инвестору оценивать акции, менеджмент и так далее.

Пунктирно, в силу очевидности: тема — вечная, менеджмент — великолепный, ориентация на готовность платить дивиденды — есть, великолепное политическое прикрытие (желающие читают историю главного интересного миноритария Фосагро) и высокий уровень сопротивляемости санкциями и квазисанкционным ограничениям в силу крайней востребованности продукции компании на внешних рынках.

Пару заметок в плане того, что изменилось за 2024 и что может произойти за 2025.

В 2024, на мой вкус, окончательно оформился статус Фосагро как единственной «настоящей защитной акции» российского рынка, который первоначально появился у компании в контексте СВО. На российском рынке, в силу специфики российского политического устройства, не работают «традиционные» (как это принято на западных рынках) защитные активы типа акций «коммунальщиков» (utilities), товаров повседневного спроса (и/или ритейл-сетей для товаров повседневного спроса) — аналогом Procter and Gamble или Altria в России нет, а условные ритейлеры типа MGNT, X5 имеют проблемы, связанные с рублёвым риском и покупательной способностью населения (доходы — в рублях и получают они их от широких слоёв населения, которые в кризис страдают сильнее всего), ликвидных и качественных акций из сферы ВПК в России на бирже тупо нет. «Защитными акциями» в мировой практике традиционно называют акции компаний, которые мало зависят от экономического цикла и тем самым могут работать в качестве «тихой гавани» на период экономической турбулентности. В российском случае «защитная акция» (мы сейчас берём для рассмотрения только акции, без учёта паёв ЗПИФ-ов недвижимости, окей?) — это акция компании, которая защищена от девальвации рубля, от санкций и от экономического цикла в России и в мире. Рынок в 2024, на мой вкус, окончательно осознал, что такая акция в России ровно одна — это Фосагро. В 2022 Фосагро рос в том числе на (правильном) тезисе о том, что компанию или не затронут санкции, или она легко их преодолит (из-за того, что покупателям прямо НАДО иметь доступ к удобрениям, даже больше, чем к нефти), а в 2024 и начале 2025 как раз в моменты повышенных геополитических рисков акции Фосагро демонстрировали хорошую устойчивость или даже рост (и это несмотря на то, что часть российского аналитического сообщества прямо не любит эту акцию).

В 2025-2026 (смотря как карта ляжет в плане завершения некоторых проектов) у компании заканчивается текущая стратегия развития, и будет интересно/важно посмотреть, что компания будет заявлять в качестве целей развития на ближайшие 5-6 лет. Сейчас компания сигнализирует о желании снизить долговую нагрузку, что «придавливает» размер возможных дивидендов, но, на мой вкус, это очень хорошо для долгосрочных держателей бумаг. Ниже долг в ближайшем будущем = больше дивиденды в среднесрочной перспективе + более высокая устойчивость к любым рискам.

Позвольте немного абсолютно ненаучных (так сказать, «на салфетке») занимательных расчётов.

Если вы давний читатель, то вы, наверное, помните, а если нет — узнаете сейчас, что в рамках «одного ценового/производственного цикла» на удобрения («ценовой/производственный цикл» — это не моё изобретение, им пользуются менеджмент крупных производителей удобрений, например Fertigllobe) цены акций производителей удобрений (с дисконтом или премией за «особенности» конкретной компании, её менеджмента и т. д.) в целом «ходит» за ценой на удобрения. Если наложить на один график цену удобрений (для простоты беру фьючерс на DAP NOLA с CBOT) и цену акций Фосагро (выраженную в долларах) и цену условного Mosaic (очень крупного производителя удобрений, но с просто отвратительным менеджментом, большими операционными проблемами и производящий гораздо менее «премиальные» удобрения), то получится вот такая картина, если начинать с января 2020 года:



Линия цвета фуксия — цена ближнего фьючерса DAP NOLA с CBOT («прямая склейка»).

«Свечной» график — акции Фосагро в долларах.

Линия фиолетового цвета — акции Mosaic.

(Хотел ещё и Фертиглоуб, но у него дата IPO слишком свежая, невозможно получить цену от 1 января 2020.)

Если (повторюсь, это «ненаучно» и это не инвестиционная рекомендация, это чисто забавное упражнение «на салфетке») считать цену на удобрения индикатором эдакого «справедливого уровня» цен на акции (и я отказываюсь считать, что у Фосагро должен быть какой-то дисконт, тем более, что до 2023 года его и не было, акция ходила почти идеально за долларовой ценой на удобрения), то получается, что для соответствия «справедливой цене» (отсчитанной от текущей цены на удобрения, и понятно, что она в будущем будет меняться, но мы можем подсчитать только «на сейчас») акциям Фосагро надо бы стать дороже на примерно 26 долларов. **Это не призыв к спекулятивной покупке, это — просто показатель того, что можно привести серьёзные аргументы в пользу того, что акции Фосагро сейчас стоят дешево по сравнению с текущим уровнем цен на удобрения. При этом нужно помнить, что дисконт может длиться очень долго (с моей точки зрения — это хорошо, а не плохо, ибо даёт возможность купить дешево в течение более длительного времени) и может периодически увеличиваться.**

Кстати, в тему структурных дефицитов: у нас накладывается ещё один структурный дефицит, помимо нефти и меди, а именно структурный дефицит на удобрения, связанный не с тем, что ресурсов мало (уже разведанных ресурсов для удобрений на планете достаточно, да и газ сейчас дешёвый), а с тем, что инвестировать в производство удобрений сейчас мало кто хочет

(есть пару исключений типа того же Fertiglobe и Фосагро), ибо дорого, долго, непрестижно в плане «зелёного безумия» (+ в США гораздо интереснее отправлять газ на экспорт, чем превращать его в удобрения), плюс там цикл создания производства — это лет 5, а это долго и опасно в условиях непредсказуемой цены на все вводные (от минеральных ресурсов и до газа), которые невозможно зафиксировать надолго.

Судя по прошлогодним презентациям для инвесторов, менеджмент дубайского гиганта Fertiglobe считает, что структурный дефицит (если считать удобрения в целом) уже наступил и будет длиться как минимум до 2029 года. Ваш покорный слуга предпочёл бы подождать ещё год до выводов, но приятно быть в целом на правильной стороне потенциального дефицита в будущем.

Пару методологических заметок: бумаги в «Русском списке — 2025» публикуются в порядке приоритетности, в зависимости от их устойчивости в отношении тех 4 сценариев развития ситуации в российской экономике, о которых упоминалось выше.

Напоминаю сценарии.

Вариант 1: Экономику «догоняет» отложенный эффект повышенной ставки ЦБ, инфляция резко падает на фоне резкого замедления экономической активности (экономика в рецессии или почти в рецессии), что приводит к ускоренному началу цикла снижения ставки ЦБ.

Вариант 2: Набиуллину «продавливают» на снижение ставки ещё до того, как реализуется «Вариант 1», т. е. исключительно из-за желания государства угодить бизнесу и/или избежать даже минимальных шансов на рецессию.

Вариант 3: «План Б = ставка + терпение» © Набиуллина. Текущий уровень ставки и текущий уровень инфляции сохраняются на некоторое время. Что будет с ценами на активы — хрен его знает (скорее всего, будут торговаться в зависимости от ожиданий будущей ставки).

Вариант 4: «Турция» — инфляционный шок по любым причинам. Сверхвысокая инфляция или даже гиперинфляция из-за увеличенного бюджетного импульса или смены руководства ЦБ вместе с денежно-кредитной политикой.

Те активы, которые уже были упомянуты в материалах «Русского списка», т. е. фонды коммерческой недвижимости (профиль риска Core или Core Plus, с хорошим менеджментом и регулярными выплатами, индексированными в той или иной форме к инфляции) + консервативные (или почти консервативные) нефтяные компании + Фосагро являются обладателями уникальных качеств среди российских активов:

1. При всех четырёх вариантах развития событий они чувствуют себя в диапазоне от «хорошо» до «отлично».
2. В них во всех встроен прямо очень мощный хедж от инфляции (в коммерческую недвигу — встроен прямой «контрактный» плюс rental reversion, в нефтяников и Фосагро — встроен валютный хедж).
3. По всем остальным параметрам (устойчивость бизнес-модели, менеджмент, вменяемые мажоритарии, желание платить дивиденды, «политический ресурс») — соответствуют самым высоким (из реалистичных) представлений о прекрасном.

Всё, что будет дальше, т. е. в следующей (последней) части — это будут активы, которые имеют серьёзные достоинства, но которые по какому-то одному из параметров (обычно это «политическая крыша», но бывает и другое) не дотягивают до моих представлений о прекрасном и до статуса консервативной инвестиции в моих глазах (пример: Полюс [МОЕХ: PLZL]) и/или у них такая особенность бизнес-модели, которая будет мешать

(не катастрофически, но заметно) конкретной компании в одном или нескольких вариантах развития российской экономики. На мой взгляд, это более рискованные инвестиции, требующие большего хладнокровия и более крепких нервов, но при этом с чувствительным потенциалом (без каких-либо гарантий и/или рекомендаций, конечно) в долгосрочной перспективе. Следующий текст будет про них.

На сегодня — всё.

Традиционно от души (я редко использую это слово) рекомендую решительно игнорировать российское инфополе и особенно телеграм-бентос, который барыжит истерикой на развес на фоне обслуживания интересов тех элитариев, которым очень обидно, что известный «лысый марш» лета 2023 закончился так, как закончился, а не провозглашением СССР 2.0, мобилизационной экономики и прочего «русского чучхе» с «военным коммунизмом». Приближается инаугурация Трампа, а с учётом того, что трамписты будут бросать в инфополе «инсайды» и «планы» и «утечки» с той же интенсивностью, с которой деревенские тинейджеры засыпают дрожжи в школьный сортир, лучше радикальным образом побережить свои нервы. Более того, на мой вкус, невозможно сохранить своё человеческое достоинство, копаясь в «информационных отложениях» на дне сортирной (телеграмной) выгребной ямы в поисках какой-то «правды», «фактов» или «интересных мнений». Копрофагия заразна и передаётся телеграмно-ватсапным путём. Будьте бдительны, дорогие коллеги.

Также традиционно предлагаю торжественно (пере)назначить себя котом или кошкой, которым пофиг на двуногие проблемы, на весь 2025 год и торжественно отметить это радостное событие кулинарными приключениями, ударной благотворительностью (для тех, кому очевидно сложнее, чем вам) и какой-нибудь совместной деятельностью с близкими. Ваши нервы, а значит, и ваши деньги, будут вам очень признательны за мудрость. Мурчите громче! Всё получится!

**** Данная информация не является инвестиционной рекомендацией, и все финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является исключительно Вашей задачей и ответственностью. Автор не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения ****

*** Данный документ не является инвестиционной рекомендацией ***

*** Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией ***