

2023.08.06

CrimsonAlter - Analytics

[Кофе с банкиром] Дружественная "валютная" нефть, сильно дисконтированная недвига и "голдманы", эксплуатирующие Политбюро

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

Сегодня на повестке немного апдейтов, немного глубоко дисконтированных бумаг и одно соображение от Goldman Sachs.

Поехали!

Давние читатели помнят самую интересную и самую рисковую нефтяную компанию, которая вот уже несколько лет прямо активно интересуется вашего покорного слугу: бразильскую **Petrobras [NYSE: PBR, PBR.A]**

Показывать график доходов с первого упоминания (в "кевларовом" тексте о сверхрисковых активах) от 18 марта 2021 - не буду чтобы не портить никому настроение: Petrobras тогда стоил смешные 8,5 долларов за одну депозитарную расписку и с тех пор не только сильно вырос, но ещё и заплатил суммарно почти 10 долларов дивидендов. Но стоит посмотреть на Petrobras за чуть более короткий период, то есть с тех пор как он снова привлёк моё внимание в [ноябре 2022](#) и в январе 2023 (когда эта компания мне показалась прямо подходящей для отыгрыша тематического [представления JP Morgan](#) о том в каких регионах планеты будет хорошо с точки зрения акций).



От соответствующих публикаций (на вечер пятницы): +35% и +16% без учёта дивидендов.

Напомню, что в тот период главным (серьёзным) риском, связанным с компанией был риск того, что новый бразильский президент (левак) Лула – просто доведёт компанию (которая раздражала и раздражает местных шизопатриотов и марксистов щедрыми дивидендами) до состояния типичного "южноамериканского госпредприятия" – то есть субсидированные цены на продукцию, много коррупции, мало дивидендов, много махания флагами и разговоров про социальную справедливость и экологию (потому что Лула - не просто левак, а современный левак - с лгбт и зелёностью головного мозга - по крайней мере на декларативном уровне).

На фоне довольно угрожающих политических заявлений, истерики в СМИ и жёстких кадровых перестановок в самой компании, акции тогда довольно сильно обвалились, так как

инвесторов, готовых держать "корову идущую под политический нож социальной справедливости" - не было, и, например, американские фонды распродавали Petrobras просто ударными темпами. Ваш покорный слуга исходил из того, что в политике (особенно "развивающихся стран") в силу особенностей биографии и опыта, у меня есть определённые преимущества, которые не дают погружаться в истерику, вместе с читателями Блумберг, Нью-Йорк Таймс, The Economist или ТАСС. Это не значит, что ваш покорный слуга знает будущее, но определённый опыт (который почти по каждой ситуации даёт вполне понятные аналогии и референсы) плюс определённое понимание того как функционирует политика (особенно в её чёрной части) - часто заставляют очень скептически относиться к официальным заявлениям, а также заставляет смотреть на финансовые потоки (направленные в карманы политиков) как на главный фактор, имеющий значение в политической реальности.

Исходя из этих соображений, ваш покорный слуга писал:

"Конечно, никто не может (я - точно не могу) гарантировать, что Лула на этот раз не доведёт Petrobras до ручки, банкротства, коллапса или превращения в "бразильскую PDVSA", но шансы на то, что леваки поступят как обычно - то есть обложат государственную нефтянку "данью" ("зелёной", "социальной" нагрузкой), получат своё бабло и отвалят, не нанеся катастрофического ущерба (так уже было в прошлую каденцию Лулы) - тем более что им самим нужны дивиденды (и в личные портфели и в бюджет) - вполне неплохие, для того чтобы рассмотреть коллы на PBR, с потенциальной добавкой, в случае продолжения истерики."

И вот в четверг-пятницу, многомесячная интрига наконец-то разрешилась: была объявлена новая (социально-справедливая!) дивидендная политика и новые дивиденды за второй квартал.

Итак, вместо "до 60%" от свободного денежного потока, компания будет выплачивать "всего" "до 45%".

Вместо запрета на байбэки (прошлый капиталистический менеджмент не мог их делать, потому что надо было возвращать акционерам максимального количество бабла) теперь есть уже разрешение на байбэки (пока только префов).

Эти изменения - это что угодно, но не "раскулачить проклятых буржуев" и не "национализация Петробрас", которой пугали инвесторов западные журналисты.

По цифрам объявленных дивидендов за второй квартал получается 1,15 бразильских реалов на 1 (стоящую сейчас около 32-33 реалов) акцию в квартал, (не буду пересчитывать дивиденды в долларах на американскую депозитарную расписку - там то же самое) - т.е. даже при сохранении результатов второго квартала, получается дивдоходность около 14% (до налогов).

При этом:

1. Никакой национализации
2. Поддержание более низких (чем мировые) цены на нефтепродукты внутри Бразилии сейчас не особо отличается от того что было при "правеке" Болсонару (который даже как-то уволил менеджмент компании, заменив CEO любимым генералом). Более того, парадоксальным образом сейчас поддержанию цен помогают американские и европейские санкции против России: (неофициально, считайте это городской легендой) Petrobras и его друзья импортируют дисконтированный российский дизель + продают его в Бразилии, увеличивая свои собственные экспортные возможности (не надо продавать свой дизель по низким ценам) и при этом ещё и втистывая свою маржу в продажу российского топлива.
3. Не реализовался самый страшный (помимо национализации) политический риск - несмотря на то, что компания теперь обещает инвестировать ещё и "зелёную энергетику" (это плохо, но

в небольших дозах пережить можно) и в "нефтепереработку" (это терпимо, в будущем пригодится, хотя окупаемость долгая), PetroBras - не стала "бразильским BP" или ещё какой-нибудь "зелёной на всю голову" компанией, и собирается, наоборот - наращивать добычу нефти, а новый директор даже заявил, что надеется на то, что именно PetroBras будет поставлять нефть на рынок до последних дней существования спроса на нефть. Это прямо хорошая заявка на то чтобы в будущем заработать прямо много денег.

4. Последний важный момент: новая дивполитика - это всё ещё прямое плечо на цены на нефть (понятно, что с политическими рисками и прочими корпоративными сложностями) - и это прямо очень-очень хорошо, для тех, кто ищет вариант сделать ставку на будущий рост нефти с максимальным возможным мультипликатором, но при этом не имеет или возможности или желания зарядить коллы на фьючерс на нефть на CME или ICE с исполнением в 2025 году. Коллы на PBR, если что, на 2025 год (CBOE) - есть, и сравнительно легко доступны (и сильно дешевле в пересчёте на 1 лот) из России (IB и/или Финам).

Кстати, как минимум один российский брокер обещает публично (и несколько - обещают непублично) дать доступ к Бразилии (напрямую) до конца 2023. Дружественная (в плане локации и страны листинга) дисконтированная дивидендная нефтянка с доходом в валюте (и другими по сравнению с Россией или КНР страновыми рисками) - это может быть интересной идеей для прямого владения самой акцией.

Переходим к следующему пункту повестки дня.

Сейчас на китайском рынке наблюдается классическая ситуация, в которой энное количество очень хороших бумаг торгуются по абсолютно нелогичным ценам всего лишь из-за того что они принадлежат к сектору, в котором наблюдаются проблемы.

Тут как раз, на мой (и не только на мой, я покажу дополнительный пример ниже) вкус наблюдается "критерий Баффетта" (который, кстати очень не любят "мейнстримные финансисты" и другие любители интеллектуально самоудовлетворяться с помощью эксель-моделей и факторного анализа с точностью до пятой цифры после запятой, а также многие CFA, "квантовые аналитики" и т.д.). "Критерий Баффетта" (я его так называю, и хрен его знает, как он его сам называет - для него это, вероятно, просто здравый смысл) в грубой форме звучит так: "мы купили акций компании Петрочайна на 500 миллионов долларов, даже не поговорив с менеджментом, а просто просмотрев годовую отчётность. Мы пришли к выводу, что она должна стоить 100 миллиардов долларов, а рынок оценивает её в 35 миллиардов. Тут незачем дальше разговаривать, и незачем уточнять: если плюс/минус 5 миллиардов долларов к справедливой оценки имел бы значение, значит сделка не была бы нужна. А если соотношение 35 на 100 – значит, зарываться в детали и терять время нет смысла".

Советую забукмаркить или сохранить вот это видео – Баффетт и Мангер объясняют на пальцах почему такой подход – айс, а моделирование и самоудовлетворение им – не айс. Прямо рекомендую:

https://youtu.be/BQHILdryQ_o

Кстати, с моей точки зрения - это именно про бессмысленность "моделирования до запятой", а не про общение с менеджментом - ваш покорный слуга очень любит комментарии (то, что называется на сленге "color") от менеджмента (кстати, сам Баффетт жаловался что ему не хватает искреннего "человеческого" комментария от менеджмента в американских годовых отчётах).

Теперь хочу обратить внимание на две бумаги. Про одну уже говорил многократно, но есть просто прекрасный повод повториться.

На прошлой неделе вышел отчёт компании-владельца сети люксовых торговых центров (люксовых - это в смысле "там Hermes и Louis Vuitton детям и любовницам партийных бонз и

бизнесменов продают") в КНР и Гонконге (плюс некоторого количества премиальных офисов и совсем-совсем премиальных квартир) - **Hang Lung Properties [HKEX/SPB: 101]**. Желающие могут найти и прочитать его самостоятельно, а тут можно привести пересказ от [South China Morning Post](#):

"Гонконгский девелопер [прим. Кримсон: на самом деле - не девелопер, а раньте-который-сам-себе-строит] Hang Lung Properties заявил, что у него есть «неплохие шансы» на достижение рекордного года, поскольку он сообщил о 23-процентном увеличении прибыли за шесть месяцев до 30 июня, хотя и предупредил, что международные и внутренние риски для его бизнеса сохраняются.

Чистая прибыль выросла до 2,39 млрд гонконгских долларов (306 млн долларов США) в первом полугодии по сравнению с 1,95 млрд гонконгских долларов за тот же период прошлого года, в то время как общий доход снизился на 1% до 5,23 млрд гонконгских долларов, согласно данным биржи.

«У нас есть хорошие шансы достичь еще одного рекордного года, несмотря на слабую экономику», — сказал Ронни Чан Чи-Чунг, председатель Hang Lung Properties, в своем заявлении."

Как отреагировал рынок за последнюю неделю на такой (абсолютно звёздный между прочим) результат? Правильно, после роста на 1% в понедельник (на новостях), дальше рынок обвалил бумаги просто в пол... тоже на новостях, но на новостях, не имеющих отношения к самой компании.

Дело в том, что уже во вторник, самый трэшовый (и очень популярный среди западных инвесторов) и самый крупный китайский застройщик – Country Garden Holdings решил "порадовать" рынок (у них менеджмент вообще "звёздный" в плохом смысле слова, начиная от выбранной идиотской бизнес-модели до специфических представлений о корпоративной коммуникации) и отменил, уже вроде бы согласованное с клиентами JPMorgan, дополнительное размещение своих акций на 300 миллионов долларов (примерно) - а рынок в ответ очень расстроился, потому что эти деньги нужны были для того что Country Garden хоть как-то расплатился с долгами (в том числе валютными), которые он должен погасить до конца года.

Какое это отношение имеет к Hang Lung Properties (у которого долгов мало, и который вообще-то раньте, а не застройщик)? Никакого, но участники рынка (напоминаю: китайский и гонконгский рынок в основном доминируются ритейлом (КНР) и фондами-истеричками (НК)) решили, что надо распродать (и зашортить) вообще ВСЁ, что хоть как-то связано с китайской недвижимостью потому что "всё хана" (не спрашивайте о логике, это к специалистам по коллективным психическим отклонениям).

В результате компания, у которой сейчас наклёвывается рекордный по баблу год, сейчас торгуется с дисконтом в 63% к балансовой стоимости активов. Ваш покорный слуга не доверяет (вообще) никаким "оценкам" того сколько стоит какая-то недвижимость (даже если это люксовый молл в Пекине), но даже если предположить, что балансовая стоимость завышена в два (!) раза - то всё равно получается, что дисконт очень существенный, и это на фоне того, что даже в очень плохих экономических условиях (которые, судя по последним действиям Политбюро, будут улучшаться) у Hang Lung Properties всё просто отлично с доходами.

В день публикации отчётности их вице-президент был на Блумберг ТВ и, в ответ на вопрос о том как идут дела, признался: "Как-то стыдно об этом говорить [прим. Кримсон: вероятно, на фоне тотальной негативной истерики про ситуацию в КНР], [но у нас всё идёт очень хорошо](#)".

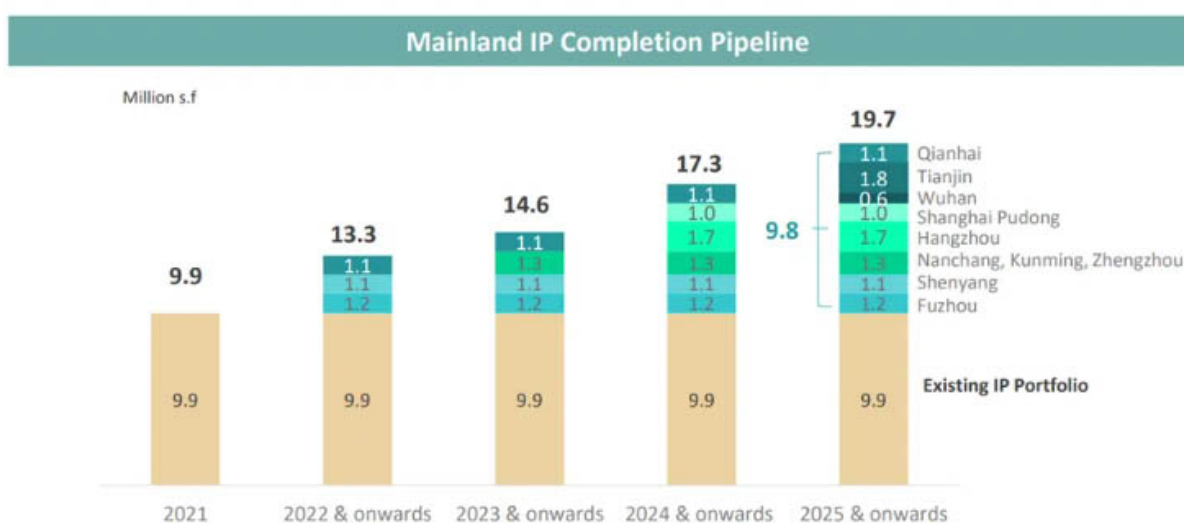
Но Hang Lung Properties - это не самый дисконтированный вариант на гонконгском рынке (на эту бумагу всё-таки находятся, такие же как и ваш покорный слуга, любители готовой, люксовой, рентной торговой недвижимости по бросовым ценам). Коллеги, знакомые с вкусами крупного сингапурского банка DBS подогнали для любителей совсем-совсем дешёвых (но, безусловно, рискованных) вариантов, вариант найденный сингапурскими банкирами: **Kerry Properties [HKEX: 683]**

Это в некотором роде "будущий Hang Lung" - то есть компания-застройщик, которая постепенно (на это уйдут годы, но процесс идёт) переходит от модели "построить -> продать" к модели "построить -> владеть для ренты", и это очень специфический застройщик.

LAND BANKING UPDATE – INVESTMENT PROPERTIES (IP) PIPELINE

IP Pipeline to Grow Recurrent Income Base

9.8M s.f. GFA of Additional Major Mixed-Use Projects to Launch by 2025



- In the next 5 years, the Group will double our current Mainland IP Portfolio of 9.9M s.f. GFA by an additional 9.8M s.f. GFA by 2025 onwards.

Слово DBS:

"Нишевый **застройщик класса люкс** с растущим постоянным [прим. Кримсон: рекуррентным, арендным] доходом. Kerry Properties занимает нишу в девелопменте роскошных проектов, пользующихся спросом у покупателей жилья. Компания набирает обороты в своём портфеле инвестиционной недвижимости в Китае. Она строит проекты смешанного использования с коммерческими и гостиничными частями, которые сохраняются для долгосрочных инвестиций. Это указывает на растущий регулярный доход [в будущем]."

Дисконт к официальной стоимости активов компании - 80%. Окей, предположим, что оценка их недвижимости - завышена вдвое, но даже в этом случае - там есть куда расти (дисконт к балансовой стоимости - прямо сильно ненормальный с исторической и логической точки зрения) - и там есть "margin of safety" (если не знаете, о чём я -> гугл "Seth Klarman margin of safety") - эдакий "запас прочности" на случай, если всё идёт сильно не по плану. Бонус: примерно 8% дивидендности и повышающийся (по мере перехода компании от "продажного" на "рентный" доход) уровень надёжности будущих прибылей.

Переходим к финальному пункту сегодняшней программы: "кальмар-вампиры" из Goldman Sachs считают, что пора закупиться медью - потому что хуже уже вряд ли будет (по их мнению), а значит, любое улучшение ситуации (по их мнению! напоминаю: они, вы, и я - не знаем будущего) вероятно приведёт к росту цен.

Голдманы считают, что триггером к росту будут действия китайского Политбюро (аналитики банка были в восторге от возможности взять медь на коррекции уже после заседания Политбюро). Опорная цитата:

our view, Beijing's adjustment now in the macro policy stance is to act as a solver of key growth headwinds onshore – property slowdown, weak private sector confidence – as a key increment in slimming the left tail on China growth risks, which have been the key restraint on the copper price. While there was little in terms of micro policy announcements at the actual Politburo, copper already possesses significant policy support (green, grid, property completions), so anything from here adds to an already very strong trend. Finally, the starting point on sentiment – whether investor sentiment or on supply chains – is at a trough, in our view, and as such the skew is heavily to the right side on positive adjustments in spec positioning (from generally net short) or corporate activity (from current destocking/hand-to-mouth).

"По нашему мнению, корректировка Пекином позиции [в вопросе экономической] макрополитики в настоящее время заключается в том, чтобы действовать как "решатель" основных препятствий для роста экономики "материкового" Китая – [то есть] замедления роста рынка недвижимости, слабой [деловой] уверенности частного сектора [экономики] — это ключевой шаг в сокращении "левого хвоста [прим. Кримсон: то есть максимально негативных из возможных сценариев]" [распределения] рисков роста [экономики] Китая, которые были ключевым ограничителем цены на медь.

Несмотря на то что заявлений о микрополитике от самого Политбюро было мало, медь уже обладает значительной господдержкой ("зелёная повестка", [развитие] электросетей, завершение [строительства] недостроен [китайской недвижки]), так что все [что будет помимо вышеперечисленного] - добавляет к уже очень сильной тенденции. Наконец, отправная точка по настроениям – будь-то настроения инвесторов или [менеджеров] цепочек поставок, мы считаем, что они находятся на дне. С нашей точки зрения, таким образом, перекося [прим. Кримсон: веера вероятностей] сильно смещён в правую сторону [прим. Кримсон: в переводе на человеческий: небольшие улучшения ситуации приводят к сильному повышению цены] при положительных корректировках в спекулятивном позиционировании (от в целом [текущей нетто] короткой позиции [спекулятивных игроков]) или при корректировках корпоративной активности (т.е. отхода от дестокинга и/или тактики покупки меди сразу перед её использованием)."

По реализации: от опционов на HG – фьючерс на медь на CME, и до более брутального (ещё более рискованного, но с большим плечом) варианта в виде "коллы на Freeport-McMoRan [NYSE: FCX] с экспирацией подальше" (желающие экзотики могут взять кого-то ещё из майнеров меди или ETF).

На сегодня - всё.

Желаю всем приятной недели, в которой главные новости будут только финансового характера. Наслаждайтесь летом и берегите себя, дорогие коллеги!

Данный документ не является инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией

Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг