

Фонд □ Харизматичные идеи □: Результаты 2022 и стратегия на 2023 год

29 декабря
2022



Пётр Салтыков

Управляющий фондом

Прошедший год оказался богат на негативные сюрпризы. Практически не было крупных финансовых активов, где бы инвесторы смогли заработать. Результаты управления в 2022 году одновременно и радуют, и огорчают. Радует то, что по последним результатам фонд находится на [1-2 месте с начала года среди фондов акций, ориентированных на Россию](#). В то же время убытки в 25% в абсолютном значении (против -40% по индексу полной доходности) скрадывают удовлетворение от достигнутого относительного результата. Надеемся на гораздо более удачный 2023 год. Уход более профессиональных западных инвесторов и переход к почти подавляющей зависимости рынка акций России от средств физических лиц позволяет рассчитывать на хорошую отдачу от качественного активного управления.

Комментарий по 2022 году

Прошедший год оказался богат на негативные сюрпризы. Практически не было крупных финансовых активов, где бы инвесторы смогли заработать. Американские индекс акций большой капитализации SP500 и индекс технологических компаний Nasdaq100 упали на 20% и 30% соответственно, государственные облигации развитых стран также принесли значительные убытки и не смогли защитить инвестиционные портфели. Похожий убыток показывают и акции развивающихся рынков по фонду развивающихся рынков EEM.

Для российского рынка основное падение пришлось на период с начала года и по 24 февраля, когда неожиданное начало специальной военной операции привело к крупнейшему дневному падению индекса Московской биржи за всю его историю. Значение закрытия индекса 24 февраля на уровне 2058,12 пунктов фактически послужило ориентиром для минимальной стоимости акций. Последующие попытки роста наталкивались на новые и новые препятствия – назовем среди главных отказ от выплаты дивидендов Газпрома в конце июня, а также объявление о частичной мобилизации в сентябре. В результате год закрывается не так уж и далеко от значений 24 февраля, на закрытии рынка 28 декабря индекс Московской биржи равен 2139,77 пунктов.

Результаты управления в 2022 году одновременно и радуют, и огорчают. Радует то, что по последним результатам фонд находится на [1-2 месте с начала года среди фондов акций, ориентированных на Россию](#). В то же время убытки в 25% в абсолютном значении (против -40% по индексу полной доходности) скрадывают удовлетворение от достигнутого относительного результата.

Опережающий результат фонда по сравнению с индексом был достигнут за счет нескольких основных идей:

- Сначала, до начала СВО, портфель был недогружен акциями. Дополнительно мы частично хеджировали позиции продажей фьючерсов на индекс РТС, а также инвестировали в короткие ОФЗ. В день начала СВО мы проводили активные операции, переключаясь из менее упавших бумаг в более упавшие.

- Сразу после разморозки торгов в конце марта 2022 года портфель был очищен от всех компаний с иностранной юрисдикцией, а также депозитарных расписок. Например, акции Полиметалла (формально британской компании) с того момента упали практически втрое, а Петропавловск практически перестал что-либо стоить. Основной упор был сделан на компании, которые с высокой вероятностью должны были бы платить дивиденды, в первую очередь это госкомпании как самые защищенные внутри страны.

- В период апреля-июня, следуя за сильным укреплением рубля, мы уходили от частных компаний-экспортеров, страдающих от сильного рубля. В этот период случилось второе сильное опережение индекса, главным образом благодаря постепенному возврату к выплате дивидендов крупнейшими компаниями. Решение следовать за фактическими выплатами средств оказалось хорошо вознаграждено.

- Уже после объявления о частичной мобилизации появились признаки нащупывания экономикой своего дна, а компании стали возвращаться к «обычной» жизни. Так, Сбербанк объявил о выходе на прибыльность (т.е. относительно небольшое количество компаний перестало платить по долгам), Газпром все-таки заплатил крупнейшие дивиденды, а Лукойл объявил о выплате дивидендов. К концу года наконец-то начала отыгрываться идея о перекупленности рубля. Мы подошли к реализации данной идеи как напрямую, покупая фьючерсы на юань, доллар и евро, так и через покупку примерно на 10% от активов валютных облигаций российских эмитентов на ММВБ.

Стратегия на 2023 год

Зависимость российского рынка от иностранных сильно снизилась из-за событий 2022 года и практически полного отсутствия иностранных инвесторов. В этой ситуации специфические страновые факторы выходят на первое место. С одной стороны, это облегчает управление, так как позволяет меньше обращать внимание на внешние события. С другой стороны резко растет роль специфических для России новостей, напрямую не связанных с экономическими показателями компаний, и повышает риски неожиданных движений цен на активы как вверх, так и вниз. Главным, на что, по нашему мнению, нужно обращать внимание, являются следующие моменты:

1. На самом нижнем уровне инвесторы продолжают ценить реальные денежные потоки, т.е. дивиденды. Основной упор мы делаем на поиск компаний, которые еще пока не начали платить дивиденды, но могут вскоре начать это делать, и на чьей цене фактор дивидендов еще не отразился.

Главный фаворит здесь, конечно, акции **Сбербанка**. Компания показывает впечатляющую месячную прибыль, начиная с декабря, и может даже заплатить дивиденды за 2022 год. По нашим расчетам, в текущую цену акций заложена ожидаемая доходность до 30% на капитал. К сожалению, лимит на эмитента в 10% с 2023 года сильно ограничивает в возможностях вложения.

Третья по величине позиция в портфеле - **Московская биржа**. Мы ожидаем что рынок совершенно недооценивает объем процентных доходов, которая биржа может получить от размещения замороженных на счетах типа «С» рублей. В идеальной ситуации там может скопиться до триллиона рублей, а доходы только от размещений этих средств за 2023 год могут составить до 70 миллиардов рублей или треть текущей капитализации и частично пойти на выплаты акционеров.

Выделим акции сильно распроданных частных генерирующих компаний **Юнипро** и **ЭнелРос (Эл5Энерго)**. Мы ожидаем по ним начала выплаты дивидендов в 2023 году, что позволит как получить двузначные дивидендные доходности, так и переоценку стоимости данных компаний.

2. Отдельно стоит вопрос иностранных компаний и депозитарных расписок. С одной стороны, в случае перерегистрации иностранной компании в российскую юрисдикцию дисконт за рискованную корпоративную структуру может резко снизиться. С другой стороны, указанные корпоративные действия могут оказаться крайне недружественными по отношению к российским акционерам и выгодны главным образом иностранцам. Будем следить за развитием ситуации индивидуально по каждой из находящихся в индексе Московской бирже бумаг.

3. Движение курса рубля и сырьевых товаров является значимым фактором для экспортеров. Переукрепление рубля прошлого лета сильно ударило по прибыльности металлургии, ослабление рубля ниже справедливого уровня вместе с ростом цен на сырье может, наоборот, привести к сверхприбылям, а также переоценить стоимость российских компаний в рублях. Будем использовать направление курса рубля для увеличения или уменьшения позиции в данной группе акций.

Отметим компанию **Полюс Золото**, успешно преодолевшую все проблемы со сбытом продукции и переориентацией на новые рынки и новых поставщиков. Среди других акций могут оказаться интересными как компании черной металлургии, так и угледобывающие компании.

Нефтедобывающие компании также являются привлекательными за счет хороших дивидендов, а также фактической «защиты» от падения цен на нефть за счет цены отсечения по нефтяной пошлине. Они будут составлять значительную долю в портфеле, заменяя друг друга.

Замещающие облигации нам нравятся как замена ОФЗ в случае негативной динамики на рынке акций и наличии ожиданий по ослаблению рубля. Будем использовать данные инструменты для тактических сделок.

4. Специфические факторы внешней политики, такие как будущее завершение СВО, являются крайне непредсказуемыми как по срокам, так и по влиянию на рынок. Завершение СВО может привести как к резкому росту стоимости российского рынка на сильном снижении странового риска, так и к его падению – если при этом будут резко разморожены активы иностранных инвесторов, и они устремятся на выход. Продолжение СВО может как вызвать рост рынка за счет возвращения внутрироссийских инвесторов и попыток спастись от инфляции в акциях, так и наоборот падение в случае повторного объявления мобилизации и усиления бегства капитала.

5. В завершение приведем несколько примеров компаний, чьи акции на текущий момент мы рекомендуем избегать.

В первую очередь, это Аэрофлот – двойной удар сначала пандемией, а затем и заморозкой международных рейсов нанес сильный удар по финансовой позиции компании. Эмиссии акций размыли долю старых акционеров, а крупные кредиты не позволяют рассчитывать на дивиденды в обозримой перспективе и, наоборот, скорее заставляют предполагать новое размытие долей в результате конвертации кредитов в акции.

Ростелеком (и вообще весь сектор связи) уже довольно давно перестал быть растущей компанией. Можно ожидать сохранения дивидендных выплат, вместе с этим можно получить аналогичные доходы за счет облигационного рынка, не принимая на себя риск акций.

Под вопросом остаются акции строительных компаний. Отъезд части высокооплачиваемых работников сокращает потенциальный спрос, а также увеличивает предложение недвижимости. Грядущее ужесточение условий по льготной ипотеке также бьет по спросу. С обратной стороны может наблюдаться рост расходов на рабочую силу из-за частичной мобилизации.

Надеемся на гораздо более удачный 2023 год. Уход более профессиональных западных инвесторов и переход к почти подавляющей зависимости рынка акций России от средств физических лиц (до 80% оборота по данным Московской биржи совершаются именно ими) с более низкой квалификацией позволяет рассчитывать на хорошую отдачу от качественного **активного управления**. Перестройка экономики и постепенный возврат к эталонному корпоративному управлению (раскрытие отчетности, обсуждение результатов и так далее) позволят рынку и нам четче обрабатывать информацию и награждать или наказывать компании по реальным заслугам. Огромные риски как для мировой экономики, так и внутрироссийская специфика, скорее всего, приведут к еще одному году сильной волатильности (хотя 2022 год превзойти будет сложно) с соответствующими возможностями для **активного инвестора**.

[????????? ?????? ? ?????? ?????? ?????? ?????? ???????](#)