

Навигатор прагматичного инвестора. Осень 2021 (17/11/21)

В начале ноября ФРС сохранила базовую процентную ставку на уровне 0-0,25%, как и ожидалось рынком. При этом американский ЦБ объявил о начале сокращения программы по покупке активов с ноября на \$15 млрд. ежемесячно.

Комитет по операциям на открытом рынке полагает, что будет целесообразно поддерживать диапазон ставки по федеральным фондам на уровне 0-0,25% до тех пор, пока условия на рынке труда не достигнут показателей, соответствующих оценкам максимальной занятости, а рост инфляции — целевых 2%. В сентябре она составила 5,4%, максимум с 2008 года.

Регулятор сообщил, что в ноябре уменьшит объемы выкупа казначейских облигаций и ипотечных бумаг на \$15 млрд.— до \$105 млрд., а в декабре ускорит темпы сокращения программы до \$90 млрд. В ФРС предупредили, что в зависимости от показателей инфляции и занятости программа сокращения стимулов может быть ускорена или замедлена. При сохранении шага в \$15 млрд. программа может быть полностью свернута к середине 2022 года.

Заседание не принесло каких-то сюрпризов, глава ФРС Джером Пауэлл подтвердил, что полное сворачивание программы завершится в июне, может быть, июнь-июль 2022 года. И самое главное, что инфляция, по мнению ФРС, пока еще носит временный характер. Это крайне важная история, поскольку такое убеждение ФРС оставляет пространство для маневра со стороны регуляторов, потому что сроки сокращения выпуска активов могут быть скорректированы.

Сейчас мы вообще находимся не только применительно к США, а в принципе в мире на витке роста инфляционной спирали, это связано со многими причинами, и не только с пандемией — и с тем, что довольно серьезно пострадали логистические цепочки, цепочки создания добавленной стоимости в мире. США не могли не пройти стороной мимо этого процесса. Поэтому многое будет зависеть от того, как будет развиваться транспортная отрасль мировая, как сильно и как быстро будут расшиты проблемы с логистикой и с доставкой.

Не секрет, что сейчас в Китае, на юго-азиатском направлении, большие проблемы с загрузкой грузов, это, естественно, влечет за собой рост транспортных затрат и в конечном счете — рост цен. То есть имеет место скорее даже импортируемая инфляция в большинстве стран мира. Если удастся в ближайший срок, о котором говорит ФРС, до лета 2022 года, эти издержки сократить, то, по всей видимости, инфляция действительно в Америке будет носить временный характер, и это даст возможность ФРС не формировать сокращение программы выкупа тех активов, которые проект последние несколько лет активно выкупал на свой баланс.

Ожидать изменений ключевой ставки стоит не раньше весны 2022 года, может быть, даже лета 2022 года. Ключевая ставка — это такое завершающее звено в цепи действий ФРС по сдерживанию инфляции. То есть вчера господин Пауэлл четко дал понять, что ФРС хочет действовать мягко. В любом случае трогать ставку — это значит, действовать уже не мягко, в отличие, например, от России, от европейских стран. Инструмент ключевой ставки США довольно сильно влияет на настроения инвесторов, на настроение рынков, на спрос со стороны банков к кредитным продуктам и услугам, поэтому к этому инструменту ФРС будет прибегать в последний момент, когда окончательно поймет, что инфляция носит не временной характер, а стабильно-постоянный. Поэтому раньше весны, может быть, даже лета 2022 года ждать снижения ставки не стоит.

На азиатских фондовых рынках в среду наблюдается преимущественно отрицательная динамика, в то время как инвесторы оценивают ряд макроэкономических данных из Японии. Так, объем экспорта страны в октябре в годовом выражении вырос

лишь на 9,4% после роста на 13% месяцем ранее, а импорта – на 26,7% после роста на 38,6% в сентябре. Аналитики ожидали показатели на уровне 9,9% и 31,9% соответственно. При этом китайские фондовые индексы находятся в плюсе после беседы президента США Джо Байдена с председателем КНР Си Цзиньпином. Позитивные настроения от встречи Си Цзиньпина и президента США Джо Байдена повысили индексы, поскольку дружелюбный подход обеих сторон, похоже, указывает на снижение напряженности.

Индекс Nikkei 225 снижается на 0,36%, до 29704,5 пункта, южнокорейский KOSPI на 0,94%, до 2967,8 пункта, австралийский S&P/ASX 200 — на 0,98%, до 7347,9 пункта.

Теперь к российскому рынку акций:

Наконец, ценовой индекс облигаций Мосбиржи сигнализировал об ослаблении спроса на рублевые активы. Он падал во вторник уже третий день подряд и компенсировал уже более половины отскока от минимума с февраля 2019 года, достигнутого 2 ноября.

В лидерах падения цены среди российских акций оказались бумаги "Распадской" (-2,4%), "Детского мира" (-2,3%), ТМК (-2%), ММК (-1,8%), ВТБ (-1,8%), Сбербанк (-1,8%). Акции "Газпрома" упали на 1,4% на новостях по "Северному потоку 2".

В лидерах роста были акции "Акрона" (+14,1%), "ВСМПО-Ависма" (+10,7%), "Сургутнефтегаза" (+3,5%), "Русала" (+1,2%).

ПОЛЮС

Сегодня Полюс сообщил о том, что может получить положительный эффект на проекте Сухой Лог от продления режима налоговых льгот в рамках региональных инвестиционных проектов (РИП) после 2028 года.

- **Напомним, что ранее Минэкономразвития и Минфин подготовили два законопроекта, призванных поддержать золотодобычу: о продлении действия РИП с 2028 до 2041 года и отмене возврата затрат на инфраструктуру в рамках соглашений о защите и поощрении капиталовложений для проектов в сфере добычи руд "цветных металлов" с объемом капвложений не менее 300 млрд. рублей, включенных в РИП.** В то же время у компаний останется право на возмещение затрат на оплату процентов по кредитам, купонные выплаты, научно-исследовательские работы.
- **Без продления механизм РИП никакого влияния на проект Сухой Лог не оказывает, так как запуск производства, согласно планам "Полюса", ожидается в 2027 году. Сарех Сухого Лога по ТЭО оценивается в \$3,3 млрд. (около 240 млрд. рублей по текущему курсу).** Вряд ли эта сумма существенно изменится при переходе от стадии предТЭО к ТЭО, несмотря на инфляцию затрат в горнорудной отрасли, как на предыдущем этапе проработки проекта.
- **Мы считаем данную новость позитивной для бумаг Полюса, поскольку теперь под определение проектов компании в золотодобыче с инвестициями 300 млрд. рублей могут подойти различные проекты, например, проект Kaz Minerals на Баимском медно-порфировом месторождении.** Предусмотренный новый инструмент поддержки может потенциально оказать положительный эффект на экономику Сухого Лога и нивелировать негативный эффект инфляции капитальных затрат.
- **Целевая цена: 16 122 руб. в среднесрочной перспективе.**

РУСАГРО

В понедельник группа "Русагро" обнародовала отчетность по МСФО за 9 месяцев 2021-го года.

- Чистая прибыль выросла в 2,3 раза по сравнению с показателем за аналогичный период прошлого года до 35,422 млрд. рублей.
- **Скорректированная EBITDA группы выросла на 52% до 30,72 млрд. рублей, выручка выросла на 45% до 157,57 млрд. рублей. Валовая прибыль повысилась на 47% до 44,88 млрд. рублей. Рентабельность по скорректированной EBITDA компании составила 19%, как и годом ранее.**
- Что касается чистой прибыли группы за третий квартал, то она выросла в 3 раза до 17,822 миллиарда рублей, скорректированная EBITDA увеличилась на 4% до уровня в 8,603 миллиарда рублей, выручка - на 45% до 53,204 млрд. рублей. Валовая прибыль выросла в 2 раза до 20,5 млрд. рублей. Рентабельность по скорректированной EBITDA составила 16% против 23% в июле-сентябре 2020 года.
- Из негативных моментов стоит выделить рост общего уровня долга Русагро на 66% до 190,2 млрд. рублей по сравнению с показателем на конец декабря прошлого года. Чистый долг вырос на 1% до 69,45 млрд. рублей. Соотношение чистого долга к скорректированной EBITDA, рассчитанной за последние 12 месяцев, составило 1,63x по сравнению с 2,15x на 31 декабря 2020 года.
- **Мы считаем данные отчетности нейтральной для бумаг Русагро, поскольку, несмотря на рост чистой прибыли, рентабельность по скорректированной EBITDA в III квартале сократилась из-за отрицательного влияния роста расходов на сырье в масложировом сегменте. Речь идет о подсолнечнике, подсолнечном и пальмовом маслах, увеличении расходов на корм и здравоохранение животных, а также о расходах, связанных с запуском производства в Приморье в мясном сегменте.**
Целевая цена: 1220 руб. в среднесрочной перспективе.

В сложившихся условиях наибольшую эффективность будут иметь следующие стратегии:

а) накапливать бумаги Ленты

В середине марта ритейлер "Лента" проведет "День инвестора" и представит новую стратегию развития.

- **Перед инвесторами и аналитиками выступят председатель совета директоров "Ленты" и ее основной бенефициар Алексей Мордашов, гендиректор Владимир Сорокин, финансовый директор Руд Педерсен и директор по стратегии Анастасия Волохова.**
- **Напомним, что сейчас именно Лента является крупнейшей в России сетью гипермаркетов. Кроме гипермаркетов компания также развивает формат супермаркетов. По итогам 2020 года выручка ритейлера выросла на 6,7% до 445,5 млрд. рублей, чистая прибыль составила 17,4 млрд. рублей по сравнению с чистым убытком в 2,1 млрд. рублей годом ранее.** На конец декабря под

- управлением компании было 254 гипермаркета и 139 супермаркетов общей торговой площадью более 1,5 млн. кв. м.
- Весной 2019 года "Севергрупп" Мордашова приобрела 42% "Ленты" у TPG и ЕБРР, а затем увеличила свою долю до 78%, выкупив акции у миноритариев. Исходя из цен закрытия на 16 марта, капитализация компании составляет \$1,74 млрд.
 - **Заметим, что в 2018-м году Лента столкнулась с замедлением роста продаж и осталась без гендиректора, который руководил компанией почти 10 лет (в декабре 2018 года Ян Дюннинг ушел из "Ленты", чтобы в январе вступить в должность президента "Магнита").** До сентября 2020 года "Ленту" возглавлял Герман Тинга (бывший коммерческий директор), в сентябре на должность генерального директора был назначен Сорокин, который ранее работал коммерческим директором "Магнита" и гендиректором сети супермаркетов "Перекресток".
 - **После 2019-го года компания не объявляла ни о среднесрочных планах, ни о каких-либо масштабных проектах.** Мордашов говорил, что верит в потенциал "Ленты" в условиях трансформации ритейла, но все эти слова звучали до того, как Россию затронула пандемия и подстегнула развитие отечественной онлайн-торговли.
 - **До покупки "Ленты" у "Севергрупп" уже был актив в розничной торговле - онлайн-гипермаркет "Утконос", также специализирующийся на продаже продуктов питания.** Объединять эти два актива "Севергрупп" не планировала, но опыт Утконоса сильно пригодился в пандемию, когда спрос изменился, что потребовало анализа рынка как с помощью цифровых технологий, так и со способностью правильно оперировать данными.
 - **Лента стала активно развивать онлайн-продажи в ноябре 2019 года, запустив экспресс-доставку «Ленточка»; кроме того, ритейлер работает с агрегаторами доставки, в том числе "Сбермаркетом" и igoods. По итогам 2020 года онлайн-продажи ритейлера выросли в 6,7 раза, до 6,269 млрд. рублей с 942 млн. рублей в 2019 году.**
 - При новом акционере "Лента" также сменила место регистрации: в начале 2020 года - с Британских Виргинских островов на Кипр, а в июле акционеры ритейлера одобрили смену регистрации с Кипра на Россию: теперь головная компания "Ленты" зарегистрирована в специальном административном районе на острове Октябрьский Калининградской области.
 - **Мы считаем, что сегодня на Дне Инвестора могут прозвучать новации в дивидендной политике Ленты, поскольку компания еще ни разу в своей публичной истории не платила дивиденды, но объявляла о таких планах еще до смены акционеров. После столь мощного роста онлайн-продаж в 2020-м году вероятность выплаты дивидендов по итогам работы за этот период мы оцениваем, как высокую.**
 - **Целевая цена: 294 руб. в среднесрочной перспективе.**

Рекомендации:

Держать бумаги Полюса - долгосрочно

Накапливать бумаги Ленты – долгосрочно

Накапливать бумаги Русагро - среднесрочно

Долгосрочная перспектива – от 1 года

Среднесрочная перспектива – от 6 месяцев до 1 года

Краткосрочная перспектива – до 6 месяцев.

Настоящий обзор является услугой, оказываемой в соответствии с условиями договора №И-1/15 от 05.11.15. Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. АО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. АО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.

17 ноября 2021 года