

# Strategy

## Инвестиционная стратегия 2022

**Юрий Архангельский**

Начальник управления  
по инвестиционным продуктам  
[y.arkhangelskiy@brokerkf.ru](mailto:y.arkhangelskiy@brokerkf.ru)

**Василий Копосов**

Заместитель начальника управления  
по инвестиционным продуктам  
[v.koposov@brokerkf.ru](mailto:v.koposov@brokerkf.ru)

**Дмитрий Баженов**

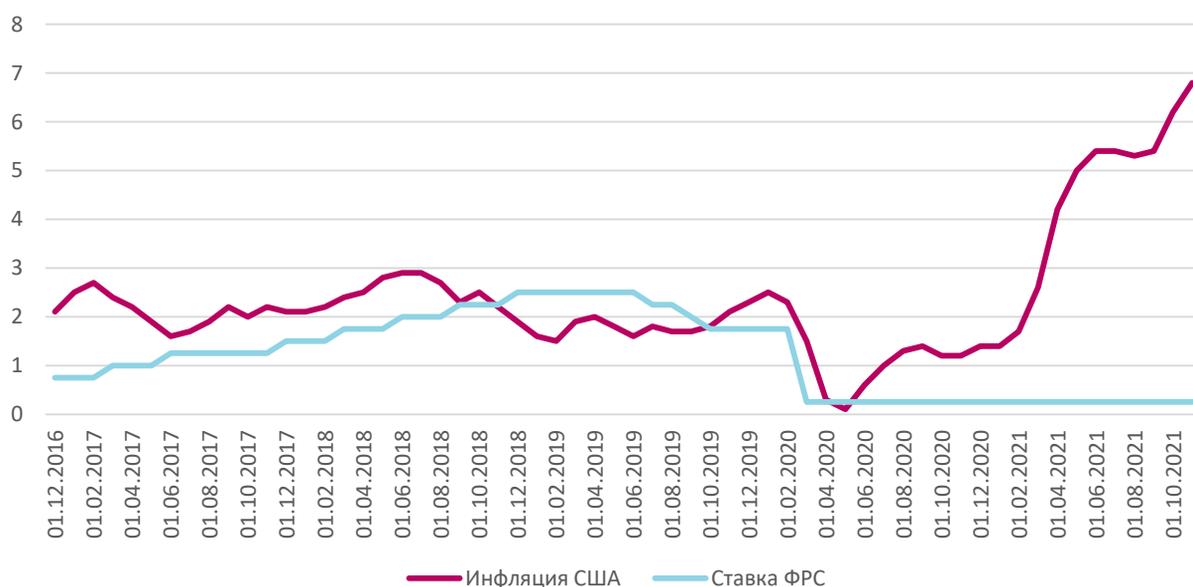
Старший аналитик  
[d.bazhenov@brokerkf.ru](mailto:d.bazhenov@brokerkf.ru)



- **Мировая экономика в начале 2022 г. стоит на распутье.** С одной стороны, все больше косвенных индикаторов указывают на замедление мирового экономического роста. С другой, необходимо понимать, что это небыстрые процессы, и в реальности на это может уйти не один месяц и год. Таким образом, финансовые рынки могут не сразу отреагировать рост процентных ставок.
- **Финансовые рынки по-прежнему поддаются влиянию коронавируса.** В конце 2021 г. рынок реагировал на новый штамм ОМИКРОН. Основная причина – это введение новых локдаунов в Европе на фоне распространения штамма омикрон.
- **В 2022 г. мы ожидаем снижения большинства валют сегмента emerging markets.** Переоценка аппетита к риску на фоне роста долларových ставок, опасений замедления мировой экономики и разворота сырьевого цикла будут оказывать давление на валюты развивающихся стран.
- **2022 г. будет сложным и противоречивым временем для большинства сырьевых товаров и сырьевых экономик.** Рисками являются и ужесточение ДКП от ФРС, поскольку сильный доллар, как правило, ведет к снижению стоимости номинированных в долларах сырьевых товаров.
- **В 2022 г. мы ожидаем повышения ключевой ставки ЦБ РФ до 9% уже в ходе первых заседаний.** Мы полагаем, что возможное повышение ключевой ставки на февральском заседании ЦБ в большей степени способно повлиять на доходности коротких и средних выпусков облигаций.
- **Волатильность российских акций, поднявшаяся в IV кв. 2021 г., вероятно, сохранится и в 2022 г.** Геополитическая напряжённость – ключевой фактор неопределенности, который будет оказывать влияние на цену акций. Рост процентных ставок также еще не полностью в цене.

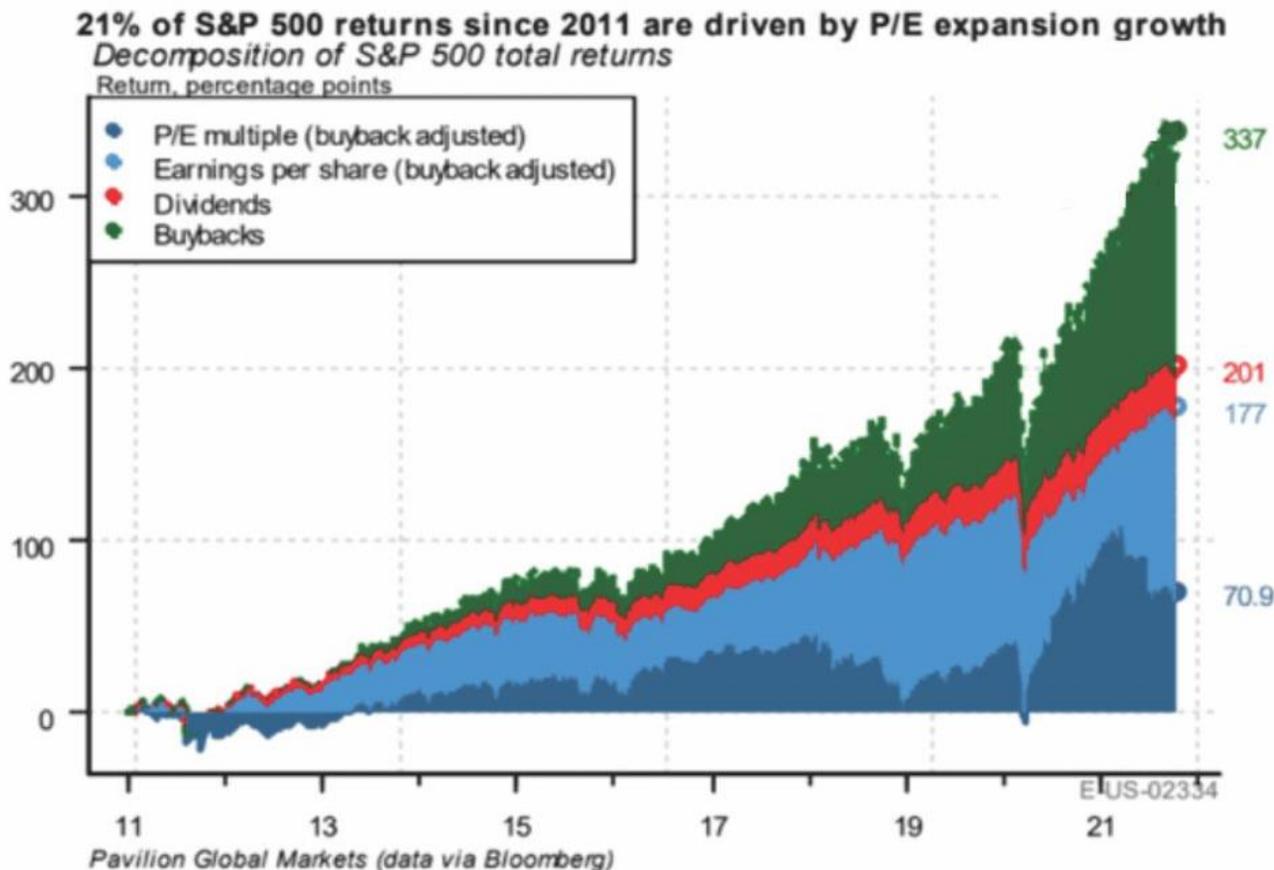
## ФРС и процентные ставки

- **Сейчас мы наблюдаем начало цикла ужесточения денежно-кредитной политики центральных банков.** По итогам декабрьского заседания глава ФРС Джером Пауэлл сообщил об ускорении сокращения стимулов QE — до \$30 млрд в месяц. С такими темпами полностью программа выкупа активов будет завершена к середине марта 2022 г.
- Ставка по прогнозу Федрезерва в 2022 г. будет повышена 3 раза, еще 3 раза в 2023 г. Ожидается, что до конца следующего года процентная ставка, по которой банки США предоставляют в кредит свои избыточные резервы на короткие сроки другим банкам увеличится до 0,9%. К концу 2023 г. она вырастет до 1,6% и к концу 2024 г. — до 2,1%.



- Мы полагаем, что первый раз ставка ФРС будет повышена уже в мае-июне 2022 г., с небольшим лагом после завершения программы QE. До этого полагаем, что американские рынки могут показать положительную динамику.
- **Основной вопрос первого полугодия 2022 г., упадет ли американский фондовый рынок из-за начала роста ставок? – нет!** Когда ФРС начинает повышать ставки, это обычно происходит во время сильного бычьего рынка, как сейчас. Рынок разогнался, моментально он не останавливается, как и автомобиль при первом касании педали тормоза.

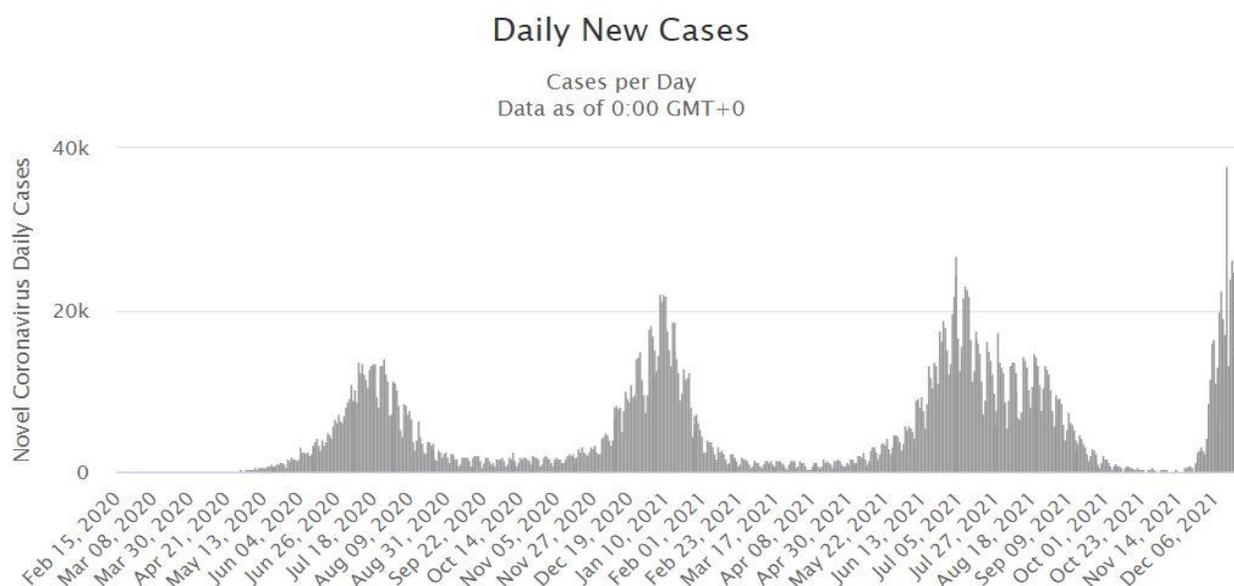
- Но если продолжить давить на тормоз, то рынок не только остановится, но и развернется вниз. Риск не в одном-двух-трех повышениях, а в том, что могут возникнуть проблемы или в экономике, или на кредитных рынках (с ликвидностью). Если рынок посчитает, что ФРС за счет ускоренного роста ставок в погоне обуздать инфляцию в итоге нанесет вред экономике или создаст проблемы с ликвидностью – тогда рынки и перейдут в фазу снижения.
- Чем быстрее ФРС будет повышать ставки и более ястребиной будет риторика ее руководства, тем больше рынок будет верить в то, что ФРС опоздала и оказалась позади инфляционной кривой. Тем больше риск будущих проблем и тем больше риск начала падения рынков.
- **Почему рынкам стоит бояться риска ликвидности?** Рынки столкнулись с беспрецедентной 10-летней стимулирующей денежно-кредитной политикой ФРС. В системе накопилось огромное количество дисбалансов, начиная от гигантского объёма мусорного долга, SPAC's и IPO, безумных кредитных плечей на фоне массового притока частных инвесторов, спекулирующих мем-акциями. Сдуть эти дисбалансы без последствий просто невозможно.
- Для динамики рынка куда важнее последний пункт – buyback. Резкий рост выкупа акций за последнее десятилетие остается одной из наиболее значительных опор для рынков акций. Именно программы buyback внесли в рост доходности S&P 500 наибольший вклад – 40%, это столько же сколько дивиденды + рост прибыли вместе взятые:
  - 21% от оценки по более высокому мультипликатору P/E,
  - 32% от роста прибылей;
  - 7% от дивидендов;
  - 40% от обратного выкупа акций.
- Именно поэтому S&P 500 так сильно обогнал все остальные рынки и акции middle/small cap, за счет выкупов акций таких компаний как Apple.



- Поскольку ФРС готовится начать ужесточение ДКП в 2022 г., существует значительный риск того, что обратный выкуп замедлится. Особенно, это касается компаний, которые осуществляли экономически нецелесообразный выкуп на заёмные денежные средства, жертвуя развитием. Это не значит, что рынок упадет. Но он точно не будет расти такими темпами, как в последние годы.
- Поэтому мы считаем, что нынешнюю коррекцию на американском фондовом рынке нужно использовать не для покупок индекса широким фронтом, а для покупок акций стоимости с сильным балансом, положительным свободным денежным потоком и низкой долговой нагрузкой – такие компании с минимальным ущербом для себя смогут пережить цикл повышения процентных ставок.

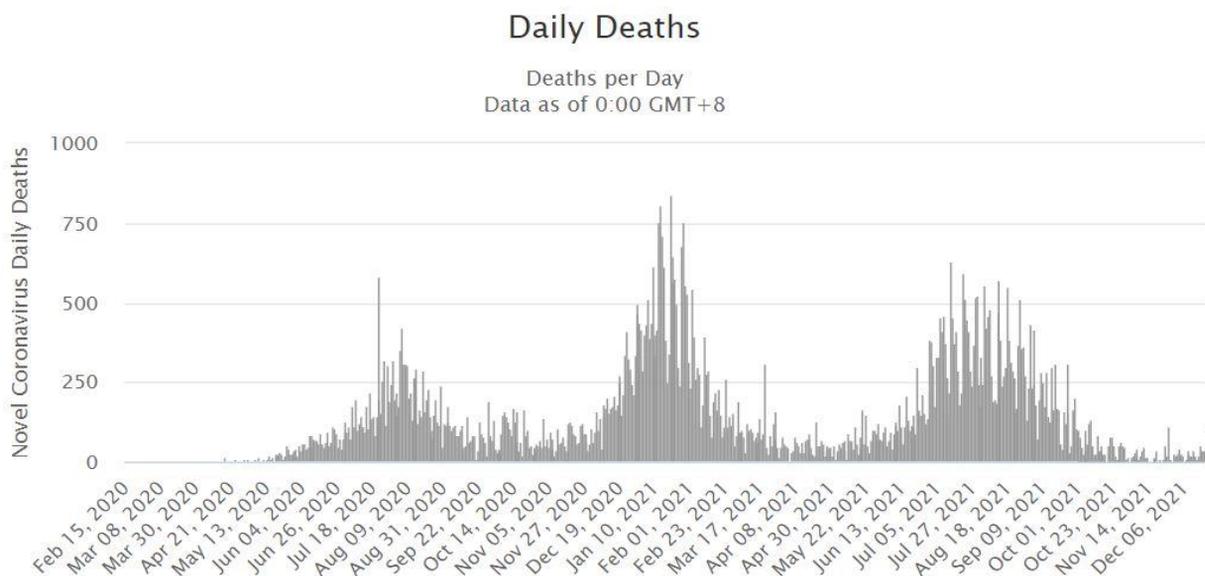
- Финансовые рынки по-прежнему поддаются влиянию коронавируса. В конце 2021 г. цены на акции среагировали на новый штамм ОМИКРОН. Основная причина – это возможное введение новых локдаунов. В частности, в Лондоне уже ввели режим ЧП, а в Нидерландах с 19 декабря до 14 января 2022 г. жёсткий локдаун. В этот период будут закрыты все парикмахерские, салоны красоты, бары, рестораны, кинотеатры, театры, музеи, спортивные залы, а также магазины товаров не-первой необходимости. Рождественские ярмарки отменяются. Если подобные меры будут масштабироваться, это окажет понятное влияние на экономический ренессанс.

## Daily New Cases in South Africa



- При этом, мы хотим отметить, что статистика из ЮАР демонстрирует более высокую заразность, но более низкую смертность по сравнению с дельта-штаммом. Минздрав ЮАР заявил, что, только 1,7% госпитализированы в этой волне против 19% в прошлой волне. По последним данным, стало ясно, что число заражений в ЮАР после омикрона снижается так же быстро, как выросло.

## Daily New Deaths in South Africa



- В США уже более 70% всех новых заражений приходится на омикрон. И проблема здесь может быть в перегрузке системы здравоохранения, где сработает эффект узкого горлышка. Если все заболеют за 2-4 недели, нагрузка на систему здравоохранения будет слишком большой. Опасаясь этого сценария, страны могут принимать меры, чтобы замедлить скорость распространения омикрона.
- Однако, если статистика по смертности останется без изменений на столь же низких уровнях, можно надеяться, что текущая волна омикрона быстро вытеснит штамм дельта и может стать, как говорят некоторые ученые, «естественной вакциной».
- ***В этой связи, сильнее всех от завершения пандемии могут выиграть компании из сектора туризма и развлечений***, которые так и не смогли восстановиться из-за новых вспышек коронавируса и более медленной вакцинации, чем ожидалось. Кроме этого, снижение влияния пандемии положительно скажется на деловой активности в мире. ***Акции данного сектора – исключение из выше обозначенного правила (покупка акций компаний стоимости с сильными балансами).***

Юрий Архангельский

Дмитрий Баженов

- **В 2022 г. мы ожидаем роста доллара к большинству валют (рост индекса доллара).** ФРС входит в активную фазу ужесточения денежно-кредитной политики и полностью выключает печатный станок.
- **Валютная пара EUR/USD будет** снижаться в условиях жесткой риторики ФРС на фоне куда более мягкой ДКП ЕЦБ. Может опуститься в район 1,05 -1,10 в зависимости от темпов повышения ставок в США.
- **Валютная пара USD/RUB фундаментально должна находиться в диапазоне 70-75 руб.** Ужесточение ДКП центрального банка России создало запас прочности в разнице ставок к предполагаемому росту ставок от ФРС. На сырьевом рынке остаются высокие цены на весь перечень экспортируемых РФ товаров, что обеспечит достаточный объем валютного притока.



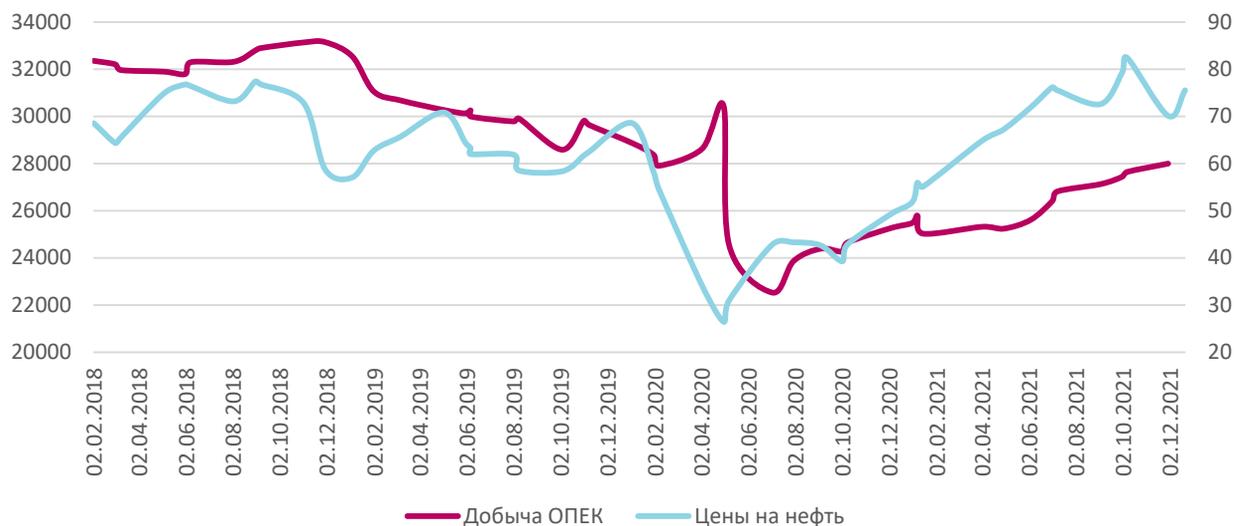
- При этом нужно помнить, что геополитическая напряжённость сохраняется, а это значит, что на каких-то информационных сообщениях доллар способен ходить выше 75 руб. Возможен новый виток геополитического всплеска в феврале – марте. В связи с чем рекомендуем следовать в 2022 г. стратегии предполагающей покупки валюты вблизи 70-71 руб.

Дмитрий Баженов

- 2022 г. будет сложным и противоречивым временем для большинства сырьевых товаров и сырьевых экономик. Рисками являются и ужесточение ДКП от ФРС, поскольку сильный доллар, как правило, ведет к снижению стоимости номинированных в долларах сырьевых товаров. И, в некотором смысле, спад пандемии, так как открытие границ поспособствует исправлению сбоя в цепочках поставок.
- Ситуация с цветными металлами в 2022 г. может ухудшиться.** На фоне укрепления доллара и возможного роста реальных процентных ставок в долларовой зоне сырья, номинированное в валюте, будет показывать противоположенную динамику, особенно это касается золота и серебра.

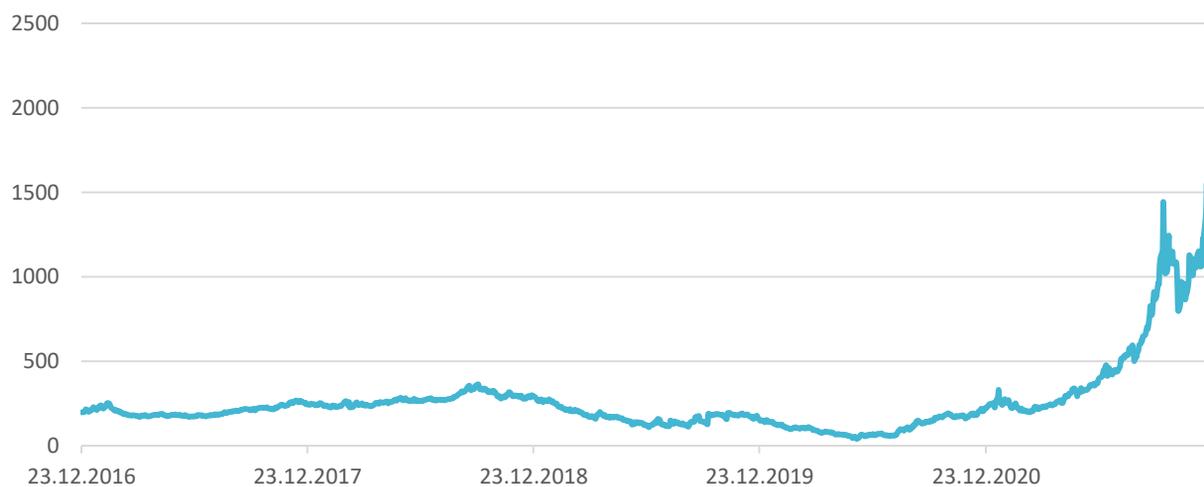


- Ожидаем движение нефтяных котировок в широком коридоре \$60-85 за баррель Brent, но с постепенным сползанием к \$65 за баррель Brent.** Цены на нефть в 2021 г. росли в значительной степени из-за медленных темпов восстановления добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+ и неплохого увеличения спроса, что привело к возникновению дефицита на рынке.



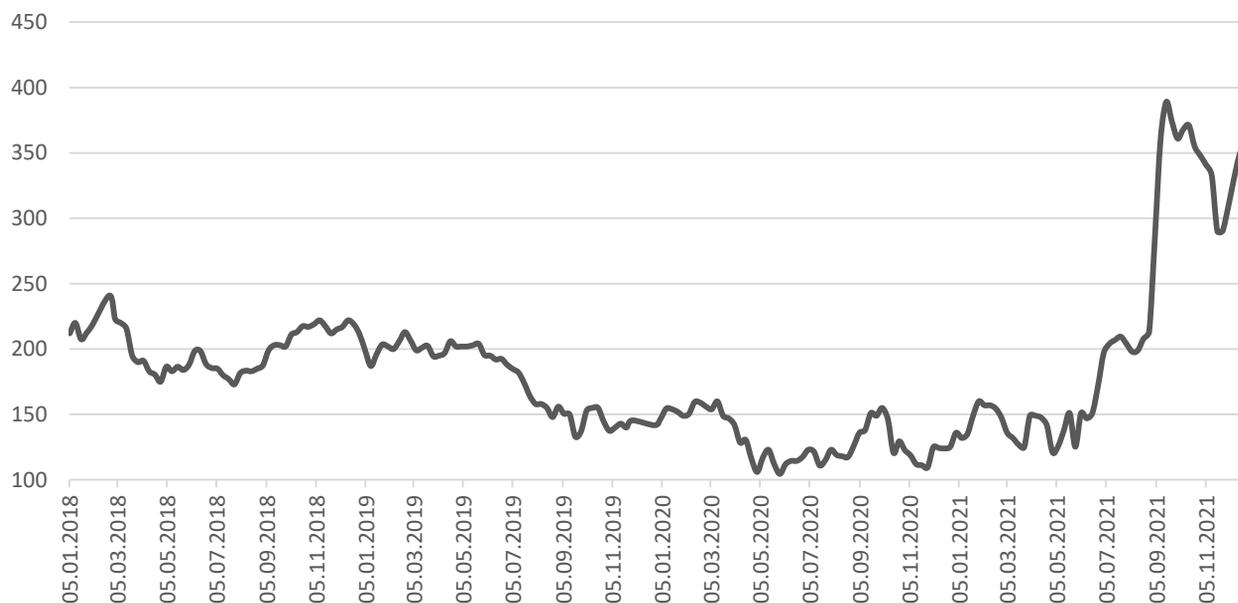
- В начале 2022 г. ситуация на физическом рынке сбыта может складываться обратным образом. Увеличение мировых объемов добычи нефти, поддерживаемое ОПЕК+, увеличит дисбаланс на рынке, который может быть компенсирован только в более дальней перспективе за счет догоняющего спроса. **Поэтому логично ожидать постепенное сползание цен на нефть.**
- Цены на газ продолжают обновлять максимумы.** В какой-то момент котировки газа в Европе превысили \$2000 за тысячу кубометров. При этом степень заполнения в европейских хранилищах остается ниже пятилетнего диапазона. Это происходит на фоне ожиданий холодной зимы, новостей о сокращении поставок российского газа в Германию и геополитической напряженности вокруг «Северного потока-2».

Цены на газ в Европе, \$ /тыс. куб. м.



- **Из-за высоких цен на газ могут вырасти цены на уголь.** Многие страны могут вновь использовать уголь, как более дешевое топливо, несмотря на стратегию декарбонизации. В Европе цены на уголь с начала года выросли более чем в 3 раза.

Цены на уголь, \$/т



- Мы полагаем, что из-за энергетического кризиса цены на газ и уголь удержатся на высоких уровнях. От этого выигрывают угольщики и газовые компании, но теряют электрогенерирующие компании, которые используют их как топливо для своих станций. Это приводит к росту операционных расходов и снижению маржинальности.
- **Кроме этого, высокие цены на газ в мире приводят к росту цен на удобрения,** так как газ используется в производстве. Но в основном, цены выросли из-за ограниченного предложения и высокого спроса со стороны конечных потребителей. На фоне этого, выигрывают российские экспортёры удобрений, так как они используют дешевый газ внутри России, за счёт чего, имеют высокую маржу на международных рынках.

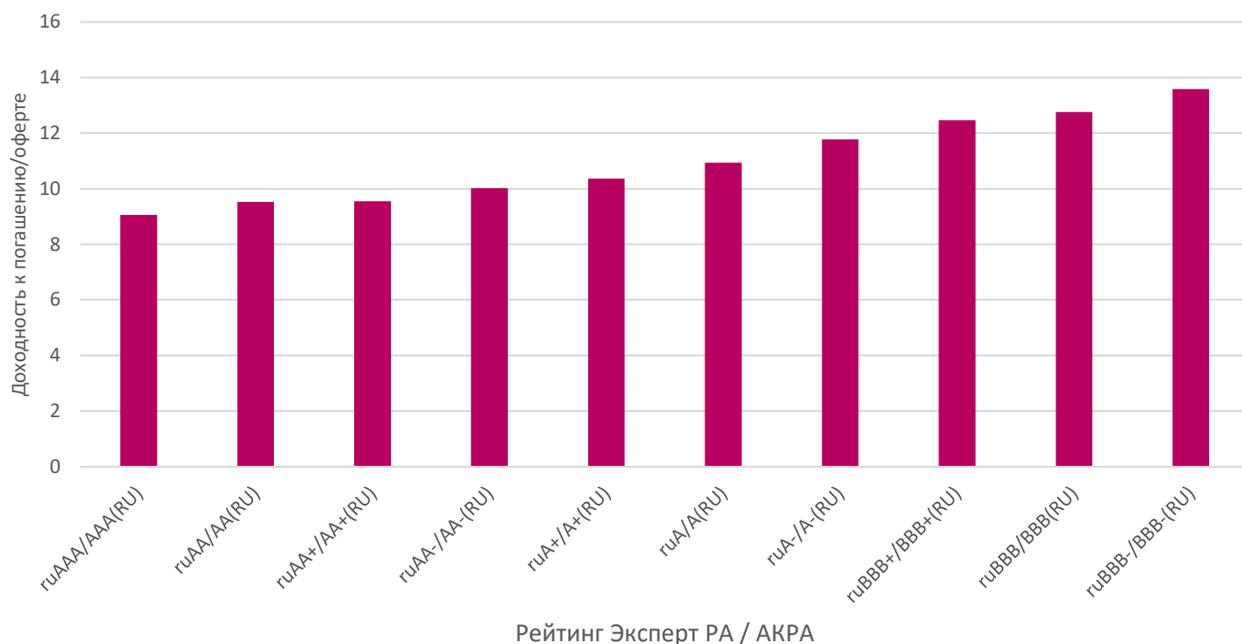
## Цены на удобрения, \$/т



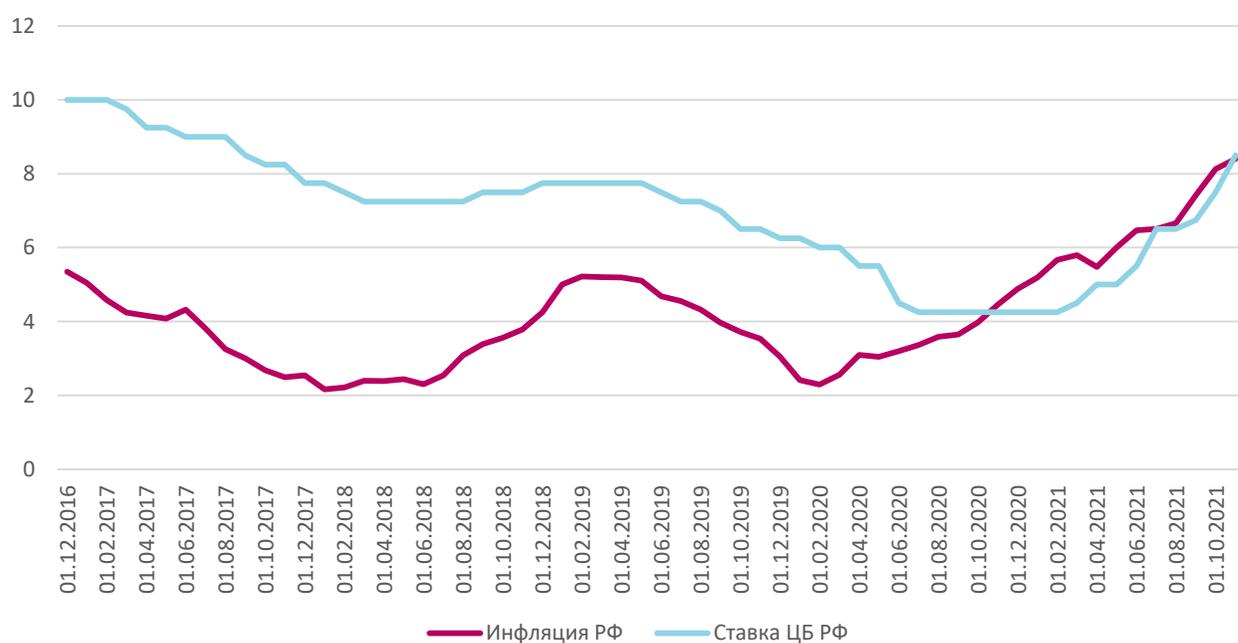
Дмитрий Баженов

- Начиная с 2021 г. российский облигационный рынок в эйфорическом блаженстве: бумаги, дающие 7-8%, казались вполне доходными. На рынок вышло огромное количество новых эмитентов, как в сегменте ВДО, так и на основном рынке. Таких эмитентов, которые еще пару лет назад едва ли могли подумать о публичных заимствованиях.
- После подъема ключевой ставки в два раза, примерно 80% торгуемых на рынке бумаг оцениваются дешевле номинала. Здесь и высококачественные эмитенты, размещавшиеся в конце 2020 – начале 2021 под купоны 6-7%, так и эмитенты второго эшелона, которые в 2022 г. могут испытать проблемы с рефинансированием долга. Короткую дюрацию в корпбондах второго эшелона в начале года по возможности следует избегать – рыночный риск уже не столь высок, а вот **кредитный риск повысился из-за проблемы рефинансирования.**
- Мы полагаем, что возможное повышение ключевой ставки на февральском заседании ЦБ в большей степени способно повлиять на доходности коротких и средних выпусков. В итоге кривая доходностей еще сильнее инвертируется и может довольно долгое время приходить обратно в нормальную форму. Сдвиг вверх по всей кривой вероятен только в том случае, если февральским повышением ставки ЦБ не ограничится. Нужно следить за инфляцией и инфляционными ожиданиями.
- **Соответственно, главный вопрос в начале 2022 г., это когда удлинять облигационный портфель?** Ответ на этот вопрос не лежит на поверхности. Мы думаем, что покупка по текущим ценам ОФЗ с погашением через 10 лет и позднее в перспективе 24 месяцев даст повышенную доходность, но надо быть готовым и к повышенной волатильности такого портфеля в ближайшее время.
- Более разумным решением нам видится постепенно подходить к увеличению дюрации, а в первые месяцы года (по крайней мере до февральского заседания ЦБ, новых данных по инфляции и риторики регулятора) сосредоточиться на покупках корпбондов, максимизируя текущую доходность.

Средние YTW по рейтинговым категориям ЭкспертРА/АКРА  
Для корпоративных облигаций с дюрацией 1-3 года



- В России цикл повышения ставок проведен и близится к завершению. Центральный банк России к концу года довел ключевую ставку до 8,5%, это максимум с 2017 г.**



- Глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина дала понять, что инфляция сохранится на высоком уровне ещё какое-то время, и Банк России до тех пор продолжит проводить жёсткую денежно-кредитную политику.
- *«Вклад в инфляцию со стороны устойчивых факторов остается существенным в связи с более быстрым расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания выпуска. В этих условиях и с учетом растущих инфляционных ожиданий баланс рисков для инфляции значимо смещен в сторону проинфляционных. Это может привести к более значительному и продолжительному отклонению инфляции вверх от цели»,* — сообщает ЦБ РФ.
- ***В 2022 г. мы ожидаем повышения ключевой ставки ЦБ РФ до 9% уже в ходе первых заседаний.*** В дальнейшем сильнее темп роста потребительских цен отклоняется от прогноза, тем выше вероятность повышения ключевой ставки центрального банка.
- ***В базовом прогнозе во втором полугодии инфляция замедлится, но базовый прогноз не предусматривает каких-либо форс-мажоров – санкций или роста военной напряженности.***

Василий Копосов  
Дмитрий Баженов

- **Волатильность российских акций, поднявшаяся в четвертом квартале 2021 г., вероятно, сохранится и в 2022 г. Геополитическая напряжённость – ключевой фактор неопределенности, который будет оказывать влияние на цену акций. Рост процентных ставок также еще не полностью в цене.**
- **В том случае, если мы не увидим замедления инфляции, рынок может заложить будущее снижение ключевой ставки, что сделает дивидендные акции с их рекордными размерами выплат за 2021 г. безальтернативной ставкой на фоне остальных финансовых инструментов.**
- Руководствуясь такими вводными, мы предполагаем, что 2022 г. будет годом волатильного боковика большинства российских акций. Традиционный подход Buy & Hold не будут так эффективен, как в 2021 г. Зарабатывать можно будет, отыгрывая отдельные идеи в отдельных секторах.
- В то же время, мы отмечаем, что определенные фундаментальные и макроэкономические факторы указывают на очень высокую привлекательность многих российских акций, а коррекция, случившаяся в конце 2021 г., обеспечивает хорошую точку входа в активы как минимум на первое полугодие 2022 г., цена которых может вырасти в случае устранения геополитического дисконта.
- **Восстановление упавших из-за геополитической неопределённости акций к дивидендному сезону, который обещает быть щедрым, - ключевая идея на российском рынке акций. Поэтому мы в большинстве, делаем ставку на дивидендные акции с годовой дивидендной доходностью, выше прогнозируемой безрисковой ставки.**

Акция	Прогнозная дивдоходность, %	Цель, руб.	Потенциал, %
Мечел-п	28,3%	450	50,0%
Газпром	13,4%	450	33,5%
ВТБ	13,0%	0,065	41,3%
Детский мир	12,9%	160	29,0%
МТС	12,8%	340	18,1%
Лукойл	12,5%	8000	27,1%
АЛРОСА	12,3%	150	31,6%
Сбер-п	9,8%	330	20,0%
X5 Group	9,5%	2600	34,7%

## Сбер

- Сбер продолжает демонстрировать положительную динамику финансовых показателей, зарабатывая больше 100 млрд руб. чистой прибыли в месяц. Кроме этого, банк становится компанией роста благодаря широкой диверсификации IT направлений – это, в свою очередь, окажет поддержку финпоказателям в будущем.
- Несмотря на высокую базу 2021 г., мы ждём дальнейшего роста чистой прибыли в следующем году, несмотря на потенциальное снижение маржи банка.
- Также, одной из точек роста может стать высвобождение резервов, которые были сформированы в 2020 г. Сформированные резервы окажут положительное влияние на доходы банка в будущих периодах.
- В начале декабря 2021 г. Герман Греф сообщил, что по итогам 2021 г. банк заработает чистую прибыль в диапазоне 1,2-1,24 трлн руб. – это совпадает с нашими ожиданиями. Таким образом, по нашим расчётам, дивиденд на оба типа акций составит около 27 руб. Текущая дивидендная доходность привилегированных акций составляет 9,8%.
- ***Мы считаем, что рыночная оценка акций Сбера, справедлива. В связи с этим, мы рекомендуем покупать привилегированные акции Сбера с целевым ориентиром 330 руб.***

## Газпром

- Основная идея в акциях заключается в переоценке бумаг в ожидании рекордных дивидендов по итогам 2021 г. и 2022 г. Газпром демонстрирует сильную положительную динамику показателей на фоне роста цен на газ.
- В данный момент, объёмы газа в хранилищах Европы на 25% ниже уровня прошлого года.
- В связи с этим, менеджмент Газпрома прогнозирует среднюю цену продажи в IV кв. выше \$550 за тыс. кубометров газа. Учитывая продолжающуюся положительную динамику цен на газ и высокий спрос на газ в I кв. 2022 г. цена может оказаться ещё выше.

- По словам менеджмента, дивидендная база за январь – сентябрь 2021 г. составила 1,4 трлн руб. Таким образом, по нашим подсчётам Газпром за 9 мес. заработал на дивиденды 29,68 руб. При этом, руководство ожидает, что IV кв. 2021 г. внесет наибольший вклад в увеличение дивидендной базы по итогам года. В связи с этим, по нашим оценкам, дивиденд за 2021 г. составит 45 руб. за акцию. Текущая дивидендная доходность по акциям составляет 13,4%.
- ***На фоне вышеперечисленного, рекомендуем покупать акции Газпрома с целевым ориентиром 450 руб.***

## Лукойл

- Одна из самых эффективных частных нефтегазовых компаний в России. Лукойл показывает сильную положительную динамику за счёт восстановления добычи нефти в рамках сделки ОПЕК+ и переработки нефтепродуктов на фоне положительной динамики цен на нефть и нефтепродукты. Кроме этого, положительный эффект оказывают высокие цены на газ и восстановление добычи газа в Узбекистане.
- В связи с вышеперечисленным, Лукойл может получить рекордный свободный денежный поток, что, в свою очередь, приведёт к рекордным дивидендам. По нашим оценкам, дивиденды за 2021 г. могут составить около 900 руб. Дивидендная доходность в следующие 12 мес. составит 12,5%.
- Дополнительную поддержку акциям Лукойла оказывает buyback, который компания возобновила в конце ноября 2021 г. Сумма программы выкупа акций составляет \$3 млрд – это 5% от текущей рыночной капитализации. Срок действия программы – до 30 декабря 2022 г.
- Buyback в долгосрочной перспективе всегда оказывает положительное влияние, так как сокращается количество акций в обращении и увеличивается размер прибыли и дивидендов на акцию, но в случае Лукойла, есть нюанс.
- Выкуп акций у Лукойла снижает дивидендную базу, с которой выплачиваются дивиденды. По дивидендной политике, компания направляет на выплаты дивидендов не менее 100% FCF по МСФО, скорректированного на уплаченные проценты, погашение обязательств по аренде и расходы на выкуп акций Лукойла.

- **Таким образом, дивиденд на акцию может снизиться на 33% по итогам 2022 г., несмотря на это, мы рекомендуем покупать бумаги, целевой ориентир по акциям Лукойла составляет 8000 руб.**

## ВТБ

- Банк идёт по годовой прибыли с опережением, в связи с чем менеджмент повысил ожидания по прибыли за 2021 г. до 310 млрд руб.
- Чистые комиссионные доходы продолжили расти опережающими темпами на фоне стабильно увеличивающегося объема комиссий за распространение страховых продуктов и комиссий брокерского бизнеса.
- У группы ВТБ есть возможность в будущем высвободить резервы, которые она создавала в 2020 г., так как банк этого ни разу не делал в 2021 г.
- В связи с вышеперечисленным, прогноз по дивидендам за 2021 г. составит 0,006 руб. Текущая дивидендная доходность акций составляет 13%.
- Кроме этого, нужно помнить, специфика структуры акционерного капитала ВТБ приводит к тому, что величина абсолютных выплат на акцию тем больше, чем дороже будет стоить акция, так как дивполитикой таргетируется равнодоходность обыкновенных и привилегированных акций. Также менеджмент заявил, что разделит выплату дивидендов на 2 транша.
- **Несмотря, на нюансы с дивидендами, мы рекомендуем покупать акции ВТБ с целью 0,065 руб.**

## Мечел-п

- В 2021 г. компании удалось значительно нарастить финансовые показатели и сократить долговую нагрузку на фоне более низких ставок и положительной динамики цен на уголь и стальную продукцию.
- В результате за 9 мес. 2021 г. Мечел получил чистую прибыль 53,1 млрд руб., заработав на дивиденды по привилегированным акциям 76,5 руб.

- Из рисков, которые могут снизить чистую прибыль за IV кв. 2021 г. – это отрицательная валютная переоценка долгов группы. По нашим оценкам, ослабление доллара может привести к снижению прибыли на 5-9 млрд руб. в зависимости от курса на конец декабря 2021 г.
- Таким образом, по консервативным оценкам дивиденд по привилегированным акциям Мечела может составить в диапазоне 80-90 руб. Дивидендная доходность акций может составить около 28,3%.
- ***В связи с этим, мы рекомендуем покупать «префы» Мечела под дивиденды с целевым ориентиром 450 руб. за акцию.***

## АЛРОСА

- Алмазодобытчик продолжает сохранять высокий уровень продаж алмазно-бриллиантовой продукции, отражая позитивную конъюнктуру на алмазном рынке.
- Дополнительную поддержку спросу окажет праздничный сезон, что в свою очередь, приведёт к сильным финансовым показателям АЛРОСА за IV кв. 2021 г.
- Конечный спрос на ювелирную продукцию с бриллиантами на основных рынках в IV кв. 2021 г. продолжает расти двузначными темпами на фоне реализации отложенного спроса и роста потребительской уверенности среди ключевых групп потребителей.
- Мы ожидаем сохранения положительной динамики цен на алмазно-бриллиантовую продукцию в I пол. 2022 г. В связи с этим, по нашим оценкам, дивиденд за II пол. 2021 г. может составить около 8 руб. на акцию. Текущая дивидендная доходность оценивается 7%.
- ***Поэтому, мы рекомендуем покупать акции АЛРОСА с возвратом к историческим максимумам – 150 руб.***

## МТС

- В последний несколько лет компания стала трансформироваться из простого оператора сотовой связи в технологичный финансовый конгломерат с различными направлениями: розничная сеть по продаже электронной техники, интернет коммерция, банкинг, инвестиции, облачные технологии, Big Data, медиа и тд.

- Компания демонстрирует положительную динамику по выручке. Но вот прибыль начали съедать затраты на финансирование и обслуживание долга из-за роста ставки рефинансирования ЦБ и повышения процентных ставок по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года. Отношение чистого долга к OIBDA выросло с 1,4х в прошлом году до 1,8х.
- Учитывая ежегодные капитальные затраты около 110 млрд руб., при выплате дивидендов и выкупе акций выше 90 млрд, МТС придётся продолжать увеличивать долговую нагрузку. При этом, рост процентных ставок и обслуживание долга будет съедать существенную часть прибыли.
- В результате чего, за последние несколько месяцев акции МТС значительно снизились на фоне роста процентных ставок, так как данные бумаги инвесторами воспринимаются, как квази-облигация. Соответственно, акции падают до дивдоходности на уровень безрисковой ставки.
- Согласно действующей дивидендной политике, компания выплачивает высокий фиксированный дивиденд до 2021 г. в размере не менее 28 руб. в год. За 2021 г. менеджмент МТС уже пообещал 37 руб. дивидендами. Из них 10,5 руб. были выплачены осенью, остальные 26,5 руб. ждём летом 2022 г. Соответственно, текущая дивидендная доходность акций составляет 7,6%.
- Напомним, весной 2022 г. дивидендная политика будет пересмотрена. Менеджмент говорит, что хочет платить дивиденды более 2-х раз в год, при этом, чтобы размер выплат превышал текущие. А это значит, при текущем FCF, долг продолжит расти.
- Проблема с ростом долга и его обслуживанием будет решена после продажи башенного бизнеса и вывода активов группы на IPO в 2022 г., в частности цифровой бизнес и МТС Банк. Это приведёт к раскрытию стоимости, сокращению долга, и возможно, к спецдивидендам, что в свою очередь отразится на росте котировок МТС.
- ***В связи с вышеперечисленным, рекомендуем покупать акции МТС с целевым ориентиром 340 руб. Получаем дивиденды и ждём выделения активов из Группы МТС.***

## X5 Group

- Ритейлер продолжает занимать доминирующее положение в отрасли, по всем параметрам лучше конкурентов, а также технологичнее.
- Покупка акций X5 – это ставка на лидера отрасли, который выигрывает от роста продуктовой инфляции. Кроме этого, есть драйвер роста в виде выделения онлайн-бизнеса в отдельную компанию внутри структуры группы X5.
- В неё войдут онлайн-проекты X5 Retail Group, включая интернет-гипермаркет «Впрок», сервисы экспресс-доставки из магазинов «Пятерочка» и «Перекресток», логистический оператор 5Post и сервис экспресс-доставки «Около».
- В будущем онлайн-бизнес будет выведен на IPO – это в свою очередь раскроет акционерную стоимость X5.
- Цифровой бизнес продолжает активно расти, сохраняя фокус на эффективность и потребностях покупателей. Дополнительным драйвером могут выступать новости о возможных локдаунах и нерабочих днях на фоне появления нового штамма коронавируса омикрон. В прошлые разы, это приводило к росту выручки в онлайн-коммерции и у продуктовых ритейлеров.
- Что касается дивидендов, то X5 подтвердила свое намерение выплатить дивиденды в размере 50 млрд руб. по итогам 2021 г. – это 9,5% дивидендной доходности.
- Несмотря на вышеперечисленное, акции продуктового ритейлера на протяжении 2021 г. оставались под давлением из-за разрыва налогового соглашения с Нидерландами. Пока финального решения нет. В худшем сценарии дивиденд уменьшится в 2022 г. на 5 млрд руб., но компания пока ведёт переговоры с российским регулятором.
- **Рекомендуем покупать акции X5 Group с целевым ориентиром 2600 руб.**

## Детский мир

- Ритейлер детских товаров продолжает демонстрировать высокие темпы роста продаж. Одним из факторов роста, стало увеличение объема продаж собственных торговых марок и прямого импорта в России до 53% от общих продаж Детского мира.
- Существенный вклад в выручку внесли онлайн-продажи, доля которых в общей выручке достигла 27%. Дополнительный эффект на выручку оказывает инфляция, которая отразилась в росте цен на товары.
- Мы считаем, что Детский мир может быть интересен на горизонте 1-2 лет, но сохраняются риски со стороны конкуренции в лице маркетплейсов. Это в свою очередь может оказать давление в будущем, что в свою очередь снизит темпы, одна из точек роста, которая может это компенсировать – товары для животных. По аналогии с западом, данный сектор может показывать высокие темпы роста.
- Что касается дивидендов, то компания направляет на выплаты дивидендов не менее 50% от чистой прибыли по МСФО, но не более 100% от чистой прибыли по РСБУ. В ноябре совет директоров ритейлера рекомендовал дивиденды за 9 мес. 2021 г. в размере 5,2 руб. на акцию.
- При этом, хотим отметить, что Детский мир направил 60% от чистой прибыли по РСБУ, а не 100%, как прописано в дивидендной политике. Ранее ритейлер уже делал подобное и затем выплачивал «недостачу» в виде специальных дивидендов.
- В связи с этим, мы полагаем, что Детский мир компенсирует промежуточные выплаты дивидендов и по итогам года выплатит около 10 руб. на акцию. Соответственно, годовой дивиденд может составить около 15-16 руб. Текущая дивидендная доходность составляет 12,9%.
- **Рекомендуем покупать акции Детского мира с целевым ориентиром 160 руб.**

Дмитрий Баженов

# КОНТАКТЫ



**8 800 700 00 55**

8 (812) 611 00 00

8 (495) 981 06 06



**Санкт-Петербург**, ул. Марата, 69-71  
Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

**Москва**, ул. Маши Порываевой, 34, ДЦ  
«Домников», блок 1, 12 этаж.



[sales@brokerkf.ru](mailto:sales@brokerkf.ru)



[www.brokerkf.ru](http://www.brokerkf.ru)

КИТ Финанс (АО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг выданы на осуществление:

—дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),

—брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),

—деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012 (выдана ФСФР России),

—депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003 (выдана ФКЦБ России).

Без ограничения срока действия.

Материал подготовлен специалистами КИТ Финанс (АО).

При частичном или полном использовании материала, содержащегося в настоящем обзоре, ссылка на источник обязательна.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является инвестиционной рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (АО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (АО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (АО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (АО). КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.

КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за результаты инвестиционных решений, принятых Клиентом на основе настоящего обзора, аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной Клиентом от Компании. Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.