



СТРАТЕГИЯ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ

III Q 2020

СОДЕРЖАНИЕ

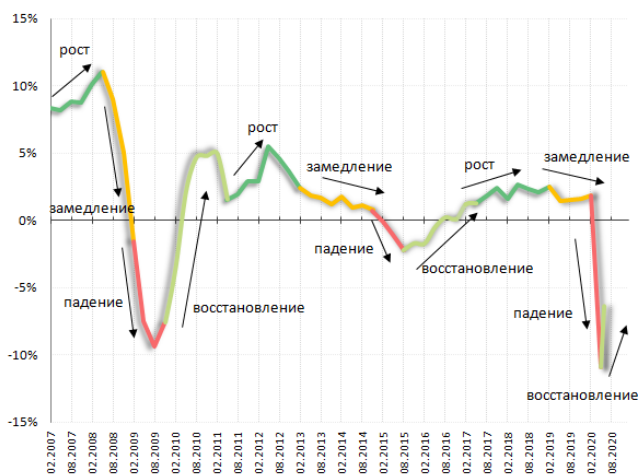
Экономика	3
Внутренний спрос	4
Кредитование	9
Производственная активность.....	11
Внешний спрос	13
Выбор стратегии	16
Обзор отраслей	17
Нефтегазовый сектор	17
Металлургия и добыча	23
Энергетика	29
Химия	35
Потребительский сектор	39
Телекомы	43
Финансы	46
Прочие сектора	49
Портфельные стратегии	51



ЭКОНОМИКА

ВВП России и стадии цикла

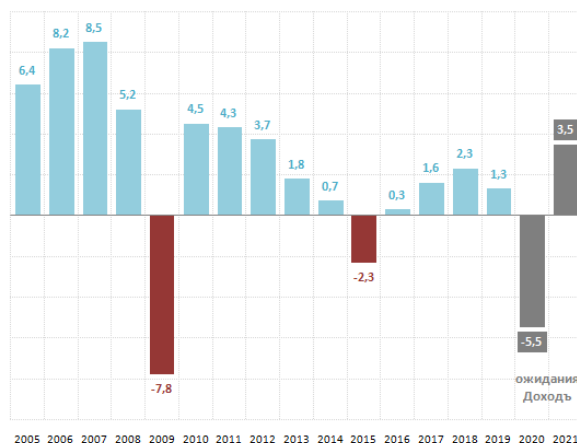
г/г, в %



данные Refinitiv, Росстат, Доходь

Динамика ВВП

г/г, в %



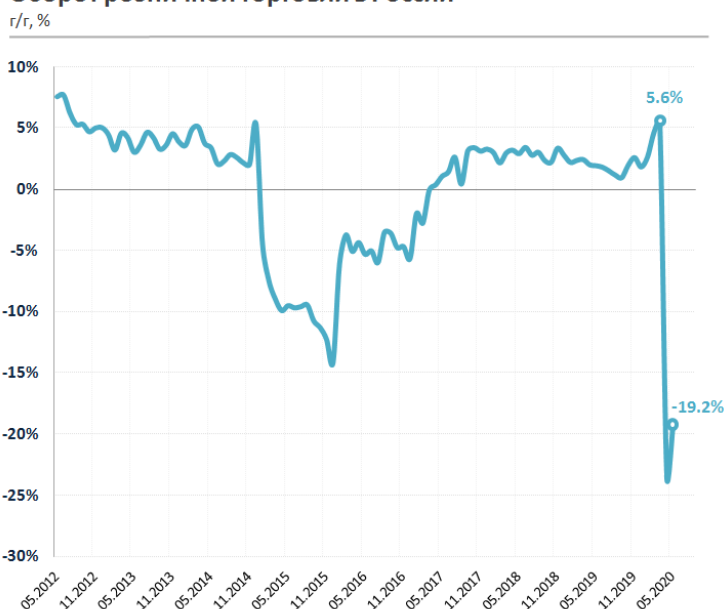
Состояние российской экономики остается негативным фактором для российского рынка акций. Пандемия коронавируса COVID-19, а также спад в нефтегазовой отрасли оказывают значительное влияние на экономику. Минэкономразвития России оценило снижение ВВП в июне 2020 года в 6,4% в годовом выражении после падения на 10,7% в мае и на 12% в апреле; за январь-июнь падение составило 4,2% к аналогичному периоду предыдущего года.

Мы полагаем, что во второй половине года продолжится восстановление экономической активности в несырьевых отраслях, прежде всего на потребительском рынке, но сохранится низкая динамика в сырьевых секторах из-за действия соглашения ОПЕК+. По итогам 2020 года **снижение экономики России составит 5,5%, с её восстановлением на 3,5% в 2021 году.**



ВНУТРЕННИЙ СПРОС

Оборот розничной торговли в России



данные Refinitiv, Росстат, Доходь

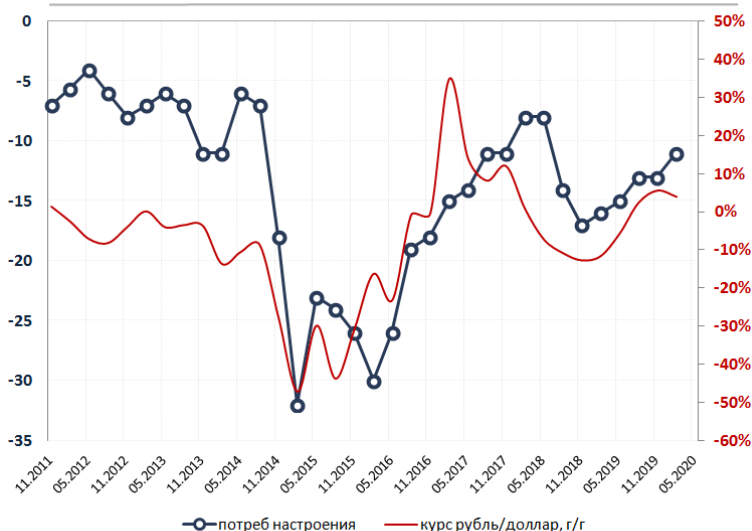
По данным Росстата, после провала в апреле на 23,2% г/г, **оборот розничной торговли** в мае вышел на восстановительную траекторию. В годовом сопоставлении снижение сократилось до 19,2%. Этому способствовало оживление экономической активности на фоне постепенного снятия ограничений в части регионов России.

Наибольшее снижение в годовом выражении наблюдалось в мае в сегменте непродовольственных товаров – 29,2% (-36,4% в апреле), поскольку в большинстве регионов работа непродуктовой розницы возобновилась лишь к началу июня.

Мы полагаем, что дальнейшее восстановление оборота розничной торговли будет сдерживаться динамикой доходов населения. **Рост розничного оборота в России останется слабым в ближайшие годы.** С учетом инфляции розничный оборот будет прибавлять около 2% в год, что исторически является низким темпом роста. Низкий внутренний спрос остается **негативным фактором** влияния на доходы компаний потребительского сектора.

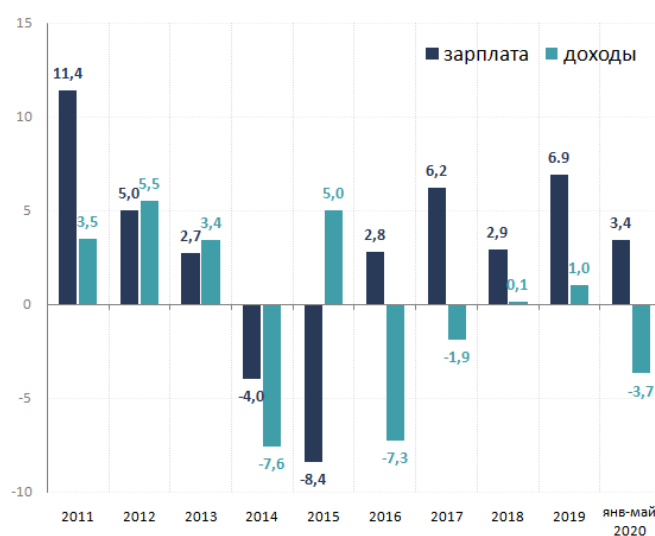


Индекс потребительских настроений в России



данные Доходь, Refinitiv, Росстат

Изменение реальной зарплаты и доходов населения РФ г/г, %



данные Refinitiv, Росстат, Доходь

Реальные располагаемые денежные доходы населения во втором квартале 2020 года, на который пришелся основной удар пандемического кризиса, сократились на 8% в годовом выражении, следует из данных Росстата. Это рекордное квартальное падение показателя с 1999 года. Снижение по итогам первого полугодия составило **3,7%**.

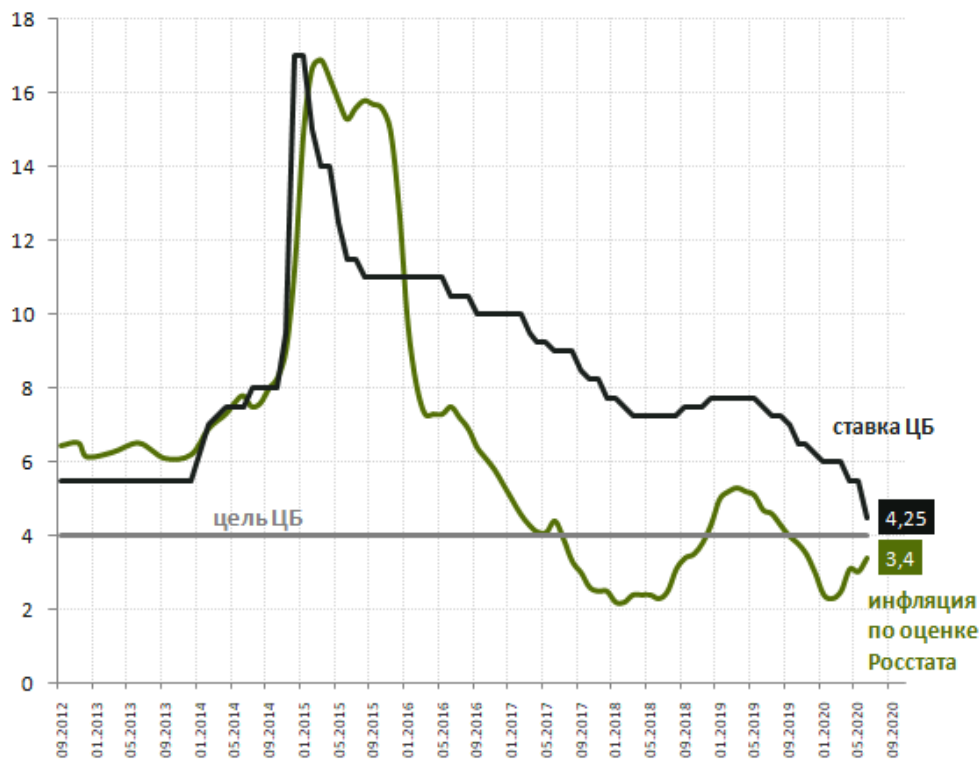
Однако по данным Росстата, реальные зарплаты, то есть начисленные суммы с учетом инфляции, на средних и крупных предприятиях выросли за январь-май на **3,4%**. Объяснения росту реальных зарплат по Росстату на фоне роста безработицы и падения реальных доходов нет.

Отметим, что улучшение ожиданий населения относительно динамики будущих доходов может поддержать розничный товарооборот **в ближайшие месяцы**.



Показатели инфляции в России и ключевая ставка

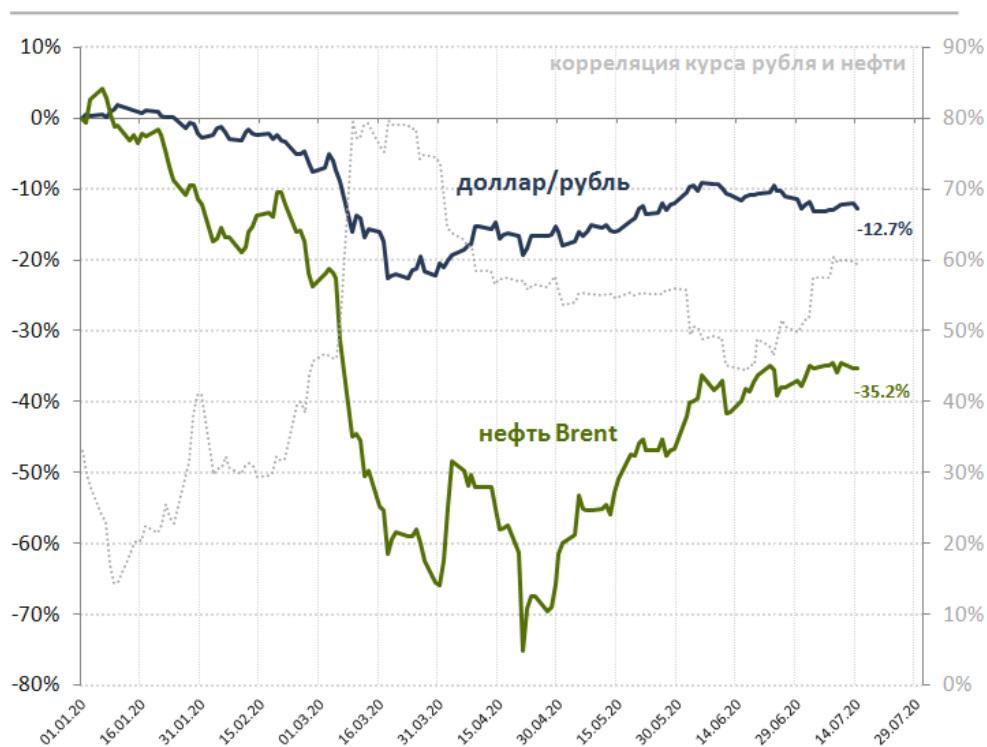
г/г, %



За первое полугодие 2020 года рост цен составил 2,6%. По оперативным данным Росстата на 13 июля темп роста цен ускорился до 3,4% в годовом выражении после 3,0% в мае и 2,4% в начале года. Ускорение произошло из-за низкой базы июня прошлого года, когда инфляция оказалась нулевой.

Показатель остается ниже таргета Банка России в 4%, но действовать регулятор будет более осторожно, так как задел для продолжения цикла снижения ставок **уже практически исчерпан.**

Нефть и курс рубля с начала 2020 года, в %



данные Refinitiv, Доходь

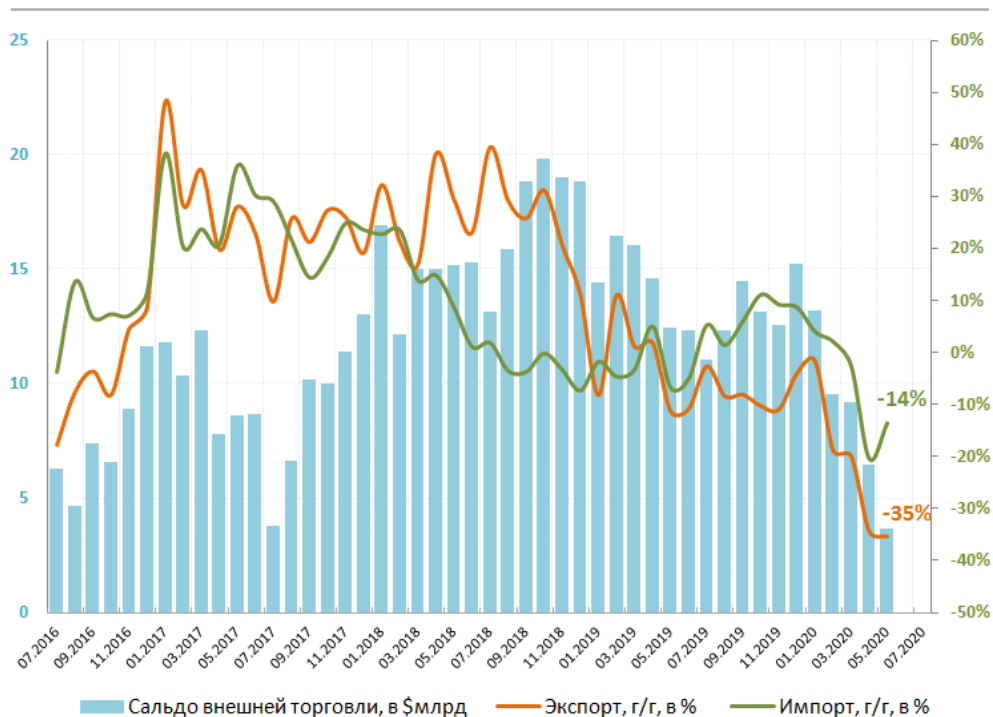
Один из ключевых факторов, влияющих на рост потребительских цен – динамика обменного курса рубля. В июне среднее значение курса доллара составило 69,2 руб. после 72,5 руб. за доллар месяцем ранее на фоне роста среднемесячных цен на нефть.

Бюджетное правило, введённое с января 2018 года, позволило сгладить колебание стоимости нефти для формирования доходной части бюджета и, самое главное, уменьшить волатильность курса рубля к доллару, сделав его более предсказуемым.

К ожиданиям значительного увеличения объема предложения российского госдолга добавились риски введения дополнительных внешних финансовых ограничений. **Дальнейшее развитие ситуации на российском рынке во многом будет определяться готовностью российских участников наращивать позиции в госбумагах по текущим уровням доходностей.**



Сальдо внешней торговли РФ



данные Refinitiv, Федеральная таможенная служба, Доходь

Существенное влияние на курс рубля оказывает состояние внешней торговли. По данным ЦБ, товарный экспорт по итогам января-мая 2020 года составил 135,8 млрд долл. (-22,3%). В то же время товарный импорт оказался равным 88,2 млрд долл. (-7,1%). Положительное сальдо торгового баланса в отчетном периоде составило 32,3 млрд долл. (-40,8%).

По предварительным данным Банка России, положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса страны в январе-мае упало на 34%. Ключевым фактором сокращения показателя стало значительное уменьшение положительного сальдо внешней торговли товарами в результате неблагоприятной международной конъюнктуры. При этом уменьшился дефицит неторгового сальдо счета текущих операций из-за значительного снижения импорта услуг в связи с закрытием **заграничных туристических направлений и инвестиционных доходов к выплате** из-за снижения экономической активности и ослабления рубля.

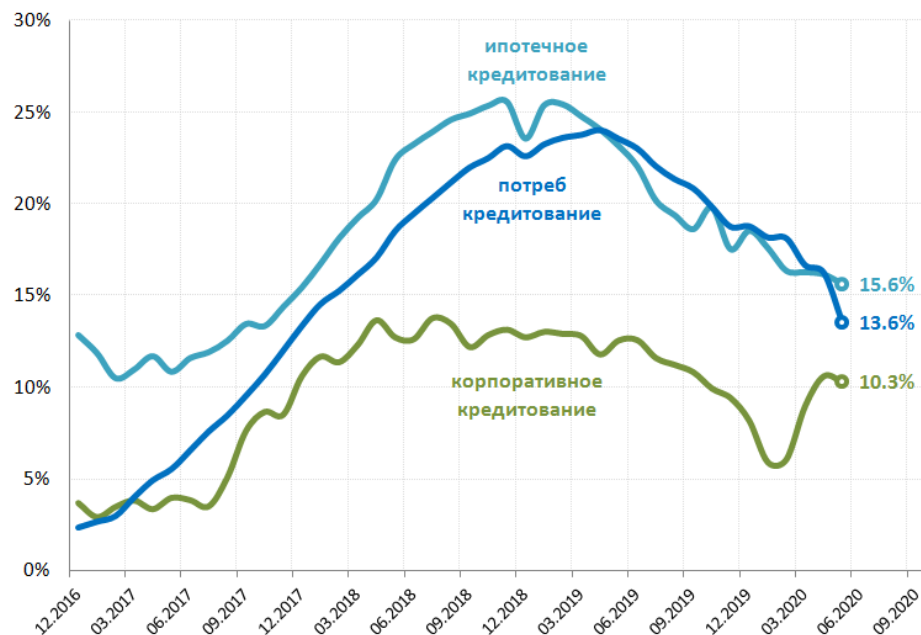
В свою очередь, увеличение оттока капитала на 18,8% было вызвано более существенным снижением внешних обязательств банков по сравнению с аналогичным периодом годом ранее при сохранении на сопоставимом уровне объема операций по размещению средств за рубежом небанковскими секторами. Однако отметим, что **рост оттока капитала не характеризуется столь критическими значениями**, как в предыдущие кризисы.

В перспективе восстановление заграничных туристических направлений и возврат капиталов иностранными инвесторами при росте доходностей в развитых странах в связи с прекращением стимулирующих мер против всё еще низкой доходности на российском долговом рынке **могут привести к ослаблению рубля**.

КРЕДИТОВАНИЕ

Изменение кредитного портфеля российских банков

г/г, %



данные Refinitiv, Доходь

С начала 2017 года на российском рынке начался бум потребительского кредитования, который позитивно сказался на финансовых результатах банковского сектора.

После повышения надбавок к коэффициентам риска по потребительским кредитам, темп роста задолженности россиян по розничным кредитам начал замедляться. Пик роста пришелся на апрель 2019 года, когда прирост кредитования физлиц составил 24% г/г. К маю 2020 года показатель продолжает расти, однако темп его роста упал до 13,6%.

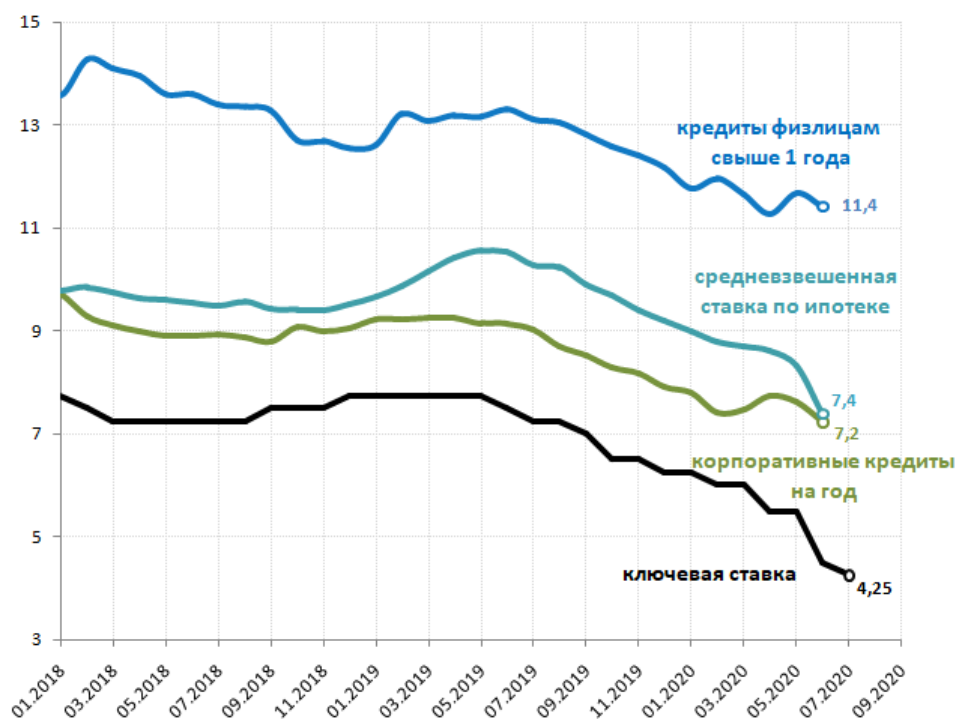
Портфель жилищных кредитов также показывает замедление темпов роста до 15,6% в годовом выражении по сравнению с 25,4% в октябре 2018 года. В мае средневзвешенная ставка опустилась до уровня 7,4%. **Мы ожидаем возобновления темпов роста сегмента в первой половине следующего года.**

Рост портфеля кредитов корпоративного сектора **отстает** от темпов роста потребительского кредитования. Это может объясняться как снижением спроса на долгосрочное кредитование в связи со снижением инвестиционных расходов компаний, так и меньшей потребностью в краткосрочных кредитах по мере начавшегося восстановления экономической активности в ряде отраслей. В мае темп роста составил 10,3%.



Динамика ставок

в %



данные Доходъ, Refinitiv, ЦБ РФ

В течение 2020 года Банк России четыре раза снижал ключевую ставку с 6,25% до 4,25%. Снижение процентных ставок должно позитивно отразиться на марже банковского сектора и стимулировать рост портфеля кредитов.

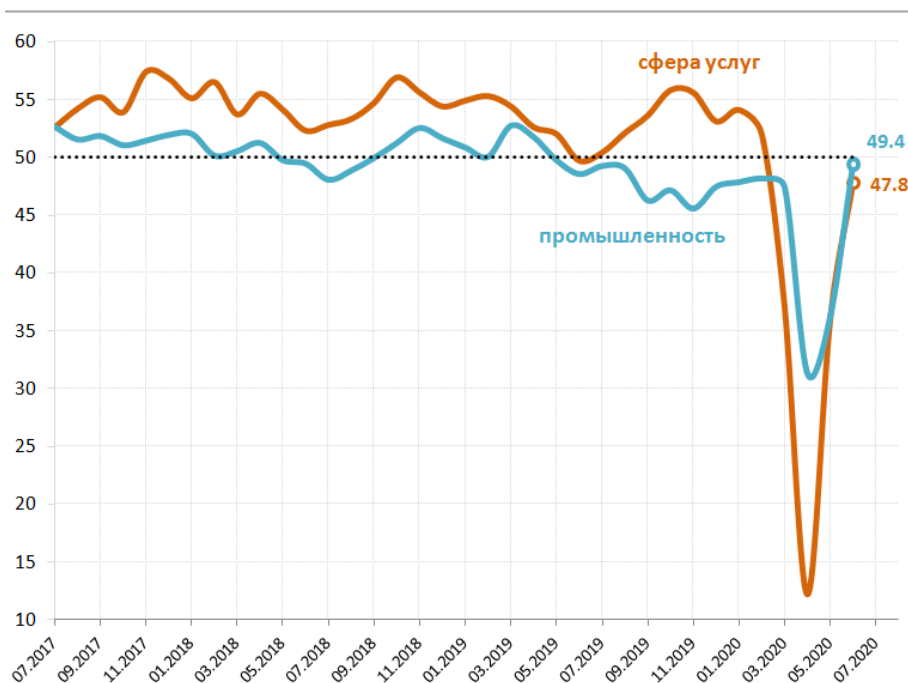
Кроме того, росту объема выданных кредитов способствует запуск новой программы льготной ипотеки. Вероятно, это стало причиной резкого снижения средневзвешенных ставок, особенно в сегменте кредитов, выданных под залог прав требования по договорам долевого участия (ДДУ).

Однако заметим, что **в условиях неопределенности** относительно будущих доходов потребители стремились не повышать свою долговую нагрузку – **число заявок на потребительские кредиты упало**. Одновременно банки продолжали **ужесточать политику выдачи**, и в целом по России число выданных банками потребительских кредитов снизилось в мае на 44,7% г/г.

Мы полагаем, что кредитно-финансовые условия будут нейтральными для финансового сектора в целом, но **умеренно-позитивными для крупных представителей российского банковского сектора**. Рост кредитных портфелей российских банков составит около 10-12% в текущем году. Более быстрое увеличение будет демонстрировать **портфель ипотечных кредитов**.

ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ АКТИВНОСТЬ

Динамика индекса PMI Markit Russia



данные Refinitiv, IHS Markit, Доходъ

Индексы Markit Russia PMI в июне продолжают находиться **ниже уровня 50 пунктов**. Это означает падение деловой активности и потенциальное снижение промышленного производства, что во многом связано с ослаблением спроса, уменьшением объемов новых заказов, в том числе экспортных. Тем не менее, деловая уверенность **возросла на фоне надежд на увеличение спроса со стороны клиентов**.

Однако восстановившийся рост спроса был **незначительным**, так как клиенты постепенно возобновляли свою деятельность после вспышки COVID-19. Текущий прогноз свидетельствует о том, что в 2020 году ожидается снижение российского производства на 7% по сравнению с тем же периодом прошлого года, поскольку сложные условия внешнего спроса будут оказывать дополнительное влияние на новые заказы.



ДИНАМИКА ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА



В июне 2020 года индекс промышленного производства снизился на 9,4% г/г и за первое полугодие на 3,5% г/г. Снятие ограничений на работу предприятий и организаций в большинстве отраслей и сегментов экономики и восстановление экономической активности в странах-партнерах **стали стимулом для роста промышленного производства** в июне 2020 года.

Тем не менее, в ряде сегментов экономики предприятия не смогли нарастить выпуск продукции, что связано с неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктурой и взятыми на себя обязательствами в рамках международных соглашений, недостаточным потребительским спросом и проведением работ по технической модернизации и ремонту оборудования.

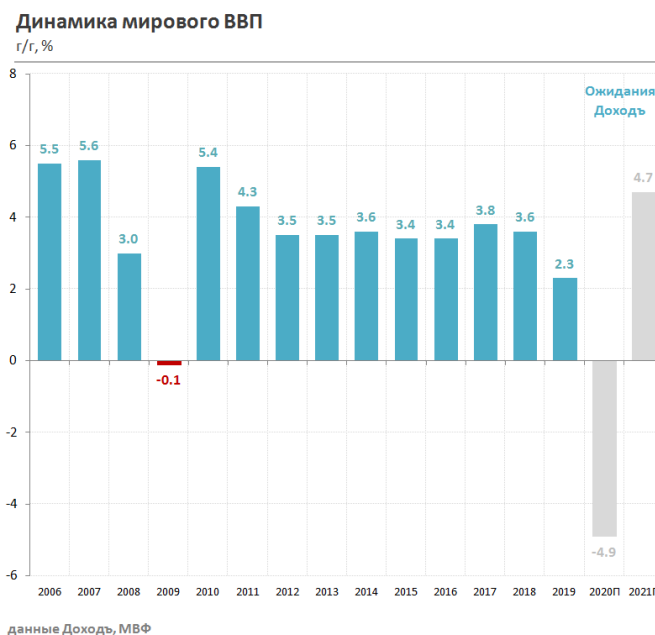
Наибольший спад показал сырьевой сектор. Добыча полезных ископаемых сократилась на 14,2% к июню 2019 года. Основная причина – **сокращение объемов добычи нефти в рамках соглашения ОПЕК+, а также снижение спроса на уголь и нерудные полезные ископаемые**. В обрабатывающих отраслях в июне зафиксировано снижение на 6,4% г/г.

Текущие индикаторы указывают на слабую инвестиционную активность и низкий потенциал роста производства. Однако стоит напомнить, что рост объема инвестиций в дальнейшем может быть поддержан со стороны государства реализацией нацпроектов, которые должны были начаться в начале 2019 года. Вместе с тем реализация масштабных антикризисных мер, по всей видимости, вынудила **отложить реализацию части инвестиционных проектов**: рост капитальных расходов по сравнению с январем–апрелем 2019 года снизился примерно в два раза.

Среди компаний российского фондового рынка **наибольший потенциал** для увеличения производства под реализацию национальных проектов **имеют металлургическая и инфраструктурная отрасли**. В остальных секторах будет наблюдаться умеренно-негативная динамика роста выпуска. Мы полагаем, что темп увеличения промышленного производства в ближайшие два года не превысит 2% в год.



ВНЕШНИЙ СПРОС



Внешний спрос будет оказывать негативное влияние на российскую экономику в ближайшие годы.

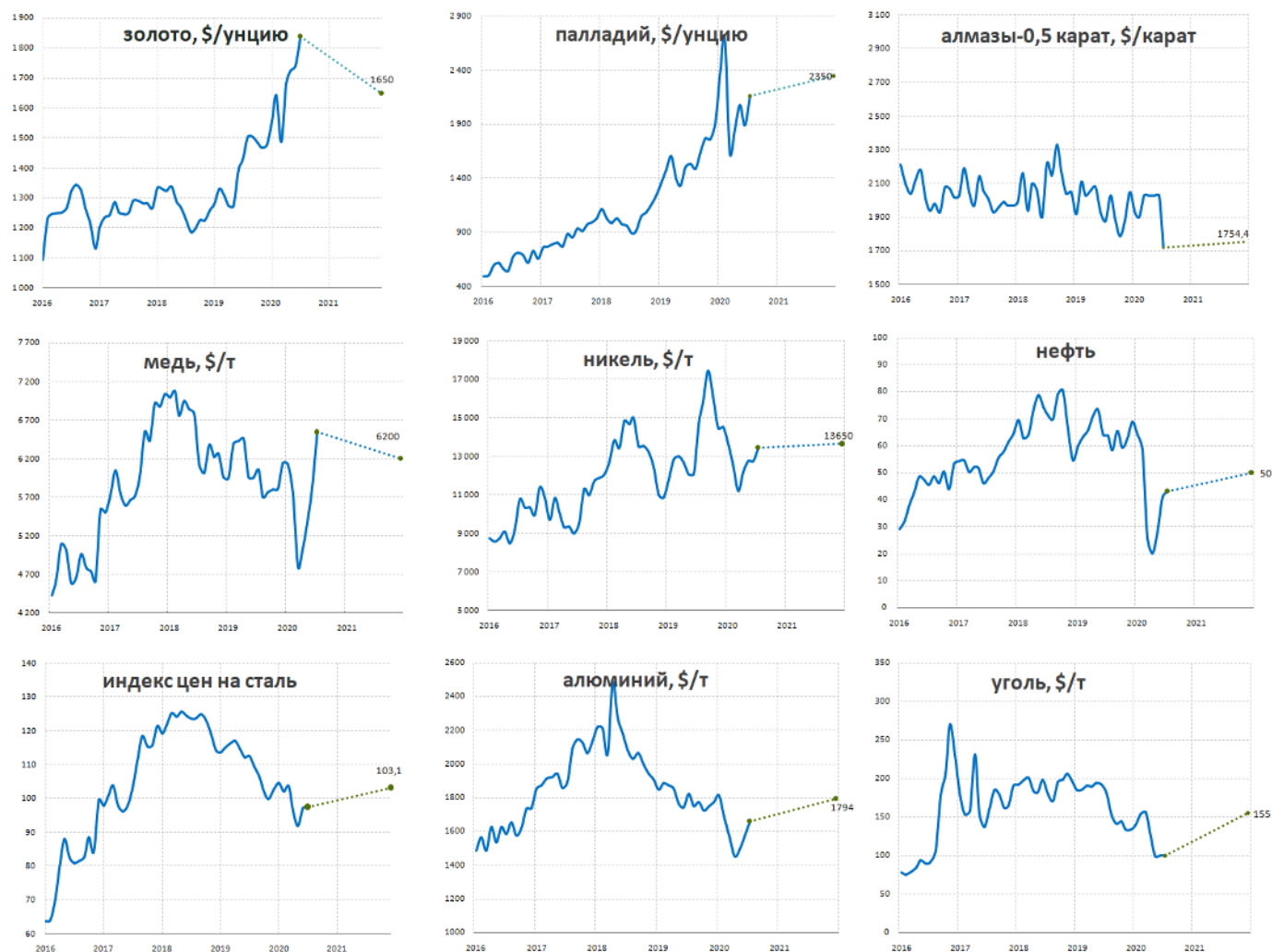
На фоне продолжающегося кризиса, вызванного пандемией COVID-19, а также увеличение торговых барьеров в международной торговле, темпы падения мировой экономики в 2020 году достигнут 4,9%, что является наихудшим результатом с кризисного 2009 года. Смягчение денежной политики ведущими мировыми ЦБ поможет предотвратить полноценный кризис, мы также ждем восстановительного роста мировой экономики на уровне 4,7% по итогам 2021 года.

Слабый внешний спрос негативно подействовал на цены товаров сырьевого рынка, однако **спрос будет постепенно восстанавливаться.**

Падение долларовых процентных ставок и замедление мировой экономики позитивно повлияли **на рост стоимости драгоценных металлов**, но по мере прохождения кризисных явлений, скорее всего, будет наблюдаться определенная коррекция. Ряд цветных металлов (никель, кобальт) также имеет **потенциал** для динамики **лучше** мирового индекса биржевых товаров за счет нециклического роста спроса на них со стороны отрасли производства электромобилей.



Ожидания по динамике мировых цен на товарных рынках (\$)



данные Доходь, Refinitiv, LME, Steel Home



Фактор	Влияние на	
	компании фондового рынка	отрасли российского рынка
ВНУТРЕННИЙ СПРОС	умеренно-негативное	Падение реальных располагаемых денежных доходов негативно влияет на потребительский спрос. Оборот розничной торговли в ближайшие годы будет расти среднегодовым на 2% в реальном выражении. Мы ожидаем рост выручки потребительского сектора ниже исторических средних.
КРЕДИТОВАНИЕ	умеренно-позитивное для крупных банков	Темпы роста кредитования остаются высокими. У крупных представителей финансового сектора есть потенциал роста лучше, чем у рынка в целом. Росту объема выданных кредитов способствует запуск новой программы льготной ипотеки.
ИНВЕСТИЦИИ	негативное	Замедление темпов роста инвестиций, снижение индексов деловой активности, оказывает негативное воздействие на внутренний спрос на сырьевые товары. Реализация нацпроектов в будущем может увеличить спрос на продукцию металлургического и строительного секторов . Производство в остальных секторах продолжит стагнировать.
ВНЕШНИЙ МИР	негативное	Падение мирового ВВП, вызванное пандемией COVID-19, а также увеличение торговых барьеров в международной торговле приведет к стагнации цен на сырьевые товары, что является сдерживающим фактором для роста выручки металлургического, нефтегазового и химического секторов .
РУБЛЬ	позитивное	Снижение курса рубля в 2020 году позволит компенсировать часть потерь экспортеров из-за снижения мировых цен на сырьевых рынках. Для металлургического, нефтегазового и химического секторов это будет позитивным фактором.

Влияние экономических факторов на компании российского фондового рынка используется для составления модели дисконтирования будущих денежных потоков при определении прогнозов выручки и ожидаемой маржи чистой прибыли.



3 СТРАТЕГИИ ДЛЯ ИНВЕСТОРА НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

1) Стратегия «Акции широкого рынка» (на основе DCF-модели)

Подразумевает формирование портфеля по составу близкого к индексу Мосбиржи. Предлагается увеличить вес компаний, имеющих потенциал роста по DCF-модели. В методологии DCF-модели произошли изменения, подробности в конце обзора. Наша DCF-модель, как правило, наибольший потенциал отдает компаниям:

- а) с потенциалом долгосрочного роста выручки и прибыли, при текущих адекватных мультипликаторах оценки;
- б) с хорошим корпоративным управлением, предполагающим, что миноритарный инвестор не будет ущемлен в получении своей части будущих денежных потоков компании.

2) Стратегия «Smart Estimate»

Подразумевает формирование портфеля из 15-20 компаний, недооцененных по мультипликаторам (EV/EBIT) и показывающих высокую рентабельность инвестированного капитала (ROCE). Для компаний с высоким рейтингом по DCF-модели мы предлагаем увеличивать вес в портфеле по сравнению со средневзвешенным, для компаний с низким рейтингом – уменьшать.

3) Дивидендная стратегия (Dividend)

Подразумевает формирование портфеля из 15-20 компаний с наибольшей дивидендной доходностью и высокой стабильностью выплат. Для компаний с высоким рейтингом по DCF-модели мы предлагаем увеличивать вес в портфеле по сравнению со средневзвешенным, для компаний с низким рейтингом – уменьшать.

Стратегии более подробно описаны в конце обзора. В рамках каждой из отраслей российского рынка мы выделим компании, которые проходят в стратегические портфели.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

Среднегодовой темп роста индекса акций нефтегазового сектора за последние 7 лет составил 12,1%. С начала 2020 года нефтегазовый сектор оказался худшим по доходности на российском рынке. Основным негативным фактором падения цен на нефть стало снижение спроса на нефтепродукты, вызванное вспышкой коронавируса в первом квартале текущего года. Кроме того, **срыв договоренностей в рамках договоренностей ОПЕК+** только усугубил ситуацию.

Большинство российских нефтяных компаний в первом квартале отчитались об убытках, за исключением Татнефти и Башнефти, удержавшихся в положительной зоне. Сургутнефтегаз за счет огромной переоценки своей валютной «кубышки» показал значительный рост прибыли. Относительную поддержку нефтяному рынку во втором полугодии окажет действующая с 1 мая сделка ОПЕК+ по сокращению добычи.

Будущие перспективы

Нефть. Вероятно, что напряженность на сырьевых рынках будет сохраняться и во втором полугодии, однако спрос будет постепенно восстанавливаться. Из-за мер, проводимых по предотвращению коронавируса, мировой спрос на нефть во втором квартале падал до 25,2 млн б/с в годовом исчислении, в среднем за квартал сокращение составило 16,4 млн б/с. В июне мировое предложение нефти сократилось до 86,9 млн б/с, что является минимумом за последние 9 лет. По данным ОПЕК, спрос на нефть во втором квартале 2020 года упал до 81,95 млн баррелей в сутки. В третьем квартале ожидается, что это показатель составит - 92,22 млн баррелей в сутки, а в четвертом - 96,22 млн баррелей в сутки.

В июне ОПЕК+ объявила, что продлила до июля период самых объемных сокращений на 9,7 млн б/с, который должен был ослабнуть в конце июля. Текущие июльские переговоры ОПЕК+ рассматривают вопрос об увеличении добычи. Обсуждается сокращение добычи на 7,7 млн б/с в августе против 9,6 млн б/с ранее.



Добыча в США. Добыча нефти в США в конце первого квартала держалась на уровне 13 млн б/с, после чего с начала второго квартала было зафиксировано сильнейшее за последний год падение добычи за неделю на 600 тыс. б/с. Сланцевая добыча в США, как и ожидалось, быстро снижается и баланс рынка будет достигнут к осени. Министерство энергетики США ожидает переизбытка предложения нефти в мире в 1,7 млн б/с в течение года.

Мы ожидаем, что ежемесячные спотовые цены на нефть марки Brent составят в среднем \$35-45 за баррель во втором полугодии текущего года. Прогноз роста цен на нефть отражает ожидание снижения мировых запасов нефти.

Рубль. Цена на нефть марки Brent выросла во втором квартале более чем на 60% до \$41 за баррель, что лишь немного превзошло наши ожидания. Курс рубля за этот же период укрепился практически на 9%.

Мы ожидаем, что курс рубля к доллару вернется выше отметки в 70 руб. и будет находиться в диапазоне 68-75 руб. В начале 2021 года состояние платежного баланса позволит рублю закрепиться ниже отметки в 70 руб.

Добыча. Добыча нефти в России в 2019 году оказалась на уровне 11,44 млн б/с. Согласно прогнозу ОПЕК, добыча нефти в стране в 2020 году может снизиться на 1,3 млн б/с до уровня 10,14 млн (-12,8%).

Показатели нефтегазового сектора

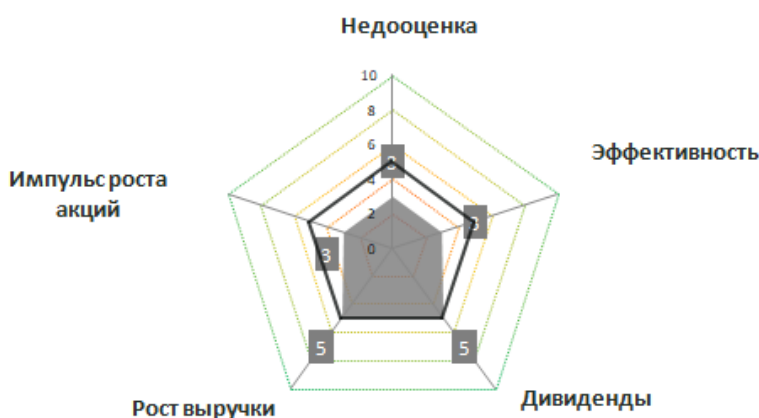
трлн. руб



Мы предполагаем сокращение выручки сектора по итогам 2020 года чуть менее чем на треть относительно 2019 года с дальнейшим восстановлением в ближайшие 2 года. Прибыль сектора, согласно нашему прогнозу, сократится практически в 2 раза от уровня 2019 года. В совокупности это формирует **умеренно-негативный взгляд на финансовые показатели сектора.**



Медианные оценки компаний нефтегазового сектора
по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор		оценка	
Недооценка	EV/EBIT	11.9	3	Weak
Эффективность	ROCE	6.8%	3	Weak
Дивиденды	Див доходность	5.2%	5	Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	3.0%	5	Medium
Импульс роста акций			3	Weak

данные Доходь

Компании сектора имеют высокие мультипликаторы и низкие показатели рентабельности. При умеренно негативном взгляде сектор оценен чуть выше справедливой стоимости и имеет дивидендную доходность ниже среднерыночного уровня.

В стратегии по поиску эффективных и недооцененных компаний Smart Estimate сектор имеет двух представителей: привилегированные акции Башнефти и обыкновенные акции Татнефти.

В дивидендной стратегии представлены три представителя сектора: Газпром, Лукойл и привилегированные акции Татнефти.

Кроме того стоит отметить акции Роснефти, имеющие высокую оценку по DCF-модели.



Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/ЕБИТ	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Газпром	4	2	6	7	10	17	20
Роснефть	3	4	7	2	8	10	19
Лукойл	3	3	6	8	10	18	16
Новатэк	1	4	5	1	10	11	13
Сургутнефтегаз	10	3	13	1	9	10	8
Газпром нефть	3	3	6	4	5	9	15
Татнефть	6	8	14	6	6	12	13
Башнефть	10	10	20	5	8	13	13
Русснефть	1	2	3	1	1	2	3
Сургутнефтегаз-п				2	8	10	10
Башнефть-п				7	7	14	15
Транснефть-п				7	6	13	10
Татнефть-п				8	7	15	11

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

Башнефть Smart Estimate DCF

Башнефть является одной из самых недооцененных компаний в секторе из-за непрозрачной дивидендной политики.

По итогам 2019 года Башнефть распределила на дивиденды 25% от прибыли, осуществив выплаты на уровне 107,81 рублей на акцию, что значительно ниже ожиданий рынка. Дальнейшая судьба дивидендов не определена из-за непрогнозируемости решений контролирующего акционера – Роснефти.

Несмотря на это, мы включаем акции Башнефти в стратегию **Smart Estimate**, так как негативные ожидания рынка уже включены в оценку компании.

Непрозрачная дивидендная политика, низкий коэффициент выплат ограничивают потенциал роста акций Башнефти. Однако по DCF-модели префы Башнефти имеет высокую оценку на уровне **15 из 20, что соответствует рекомендации «Buy»**.

Татнефть Smart Estimate Dividend

Несмотря на значительный рост стоимости последних лет, компания все еще оценена дешевле среднерыночных уровней по мультипликаторам. Долговая нагрузка на низком уровне. Высокие показатели рентабельности позволяют включить компанию в стратегию, рассчитанную на поиск эффективных и недооцененных компаний Smart Estimate.

Изначально Татнефть планировала увеличить инвестиционную программу до 121,5 млрд руб. в 2020 г. (после 110 млрд руб. в 2019 г.). Однако в апреле глава компании Наиль Маганов сообщал, что на время действия нового соглашения ОПЕК+ Татнефть переориентирует инвестиции с добычи нефти в ее переработку и в нефтехимию, и сократить их на 20%.

При этом в планах компании остается направить на дивиденды весь свободный денежный поток (FCF), если он составит более 50% чистой прибыли. Дивидендная доходность привилегированных акций в ближайшее 12 месяцев составляет 9%, что является высоким показателем в секторе и позволяет проходить **в дивидендный портфель**.

Несмотря на высокую текущую дивидендную доходность, мы полагаем, что Татнефти не удастся долгосрочно поддерживать дивиденды на уровне выше свободного денежного потока. DCF-модель дает потенциал роста, близкий к среднерыночному уровню – рейтинг 13 из 20. Обыкновенные акции компании получают рекомендацию **«Hold» - держать долю акций в портфеле на уровне бенчмарка**.



Газпром Dividend DCF

В первом квартале компания получила рекордный убыток из-за валютной переоценки, которая была вызвана резким ослаблением курса рубля в марте на фоне пандемии коронавируса, а также нестабильностью на мировом нефтяном рынке. При текущих ценах на газ и ожиданиях падения прибыли акции Газпрома дорого оценены рынком, однако высокая стабильность дивидендов в совокупности с нашим прогнозом доходности позволяют включить компанию в дивидендный портфель.

Заглядывая в будущее, стоит ожидать восстановление цен на газ и DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 20 из 20, что соответствует рекомендации «**Strong Buy**».

Лукойл Dividend DCF

Снижение мировой экономической активности в связи с пандемией и падение спроса и цен на углеводороды оказало негативное влияние на операционные и финансовые показатели компании в первом квартале.

В октябре прошлого года менеджмент объявил о приоритете дивидендов над выкупом, что благоприятно скажется на оценке компании. Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев достигнет 11,2%. Это значительно выше среднего значения для российского рынка акций плюс высокая стабильность выплат позволяет Лукойлу с легкостью попасть в дивидендный портфель. Даже при относительно невысоких ожиданиях темпа роста выручки и прибыли, DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании. Рейтинг 16 из 20, соответствует рекомендации «**Buy**» - **держат** **долю** **акций** **в** **портфеле** **выше,** **чем** **предполагает** **бенчмарк**.

Роснефть DCF

Роснефть переживает те же трудности, что и все компании в отрасли. Главной причиной убытка в первом квартале является падение нефтяных котировок. Кроме того, негативную роль сыграл временной лаг при расчете экспортной пошлины.

После прохождения «трудного» первого полугодия 2020 года мы предполагаем, увидим существенное улучшение финансовых результатов в последующих периодах. DCF-модель дает отличный потенциал роста акций компании. Рейтинг 19 из 20, соответствует рекомендации «**Strong Buy**» - **держат** **долю** **акций** **в** **портфеле** **выше,** **чем** **предполагает** **бенчмарк**.

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫЧА

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

Среднегодовой темп роста индекса акций металлургического сектора с 2014 года составил 23%, что стало наилучшим результатом среди отраслевых индексов. Положительный результат отраслевого индекса металлургического сектора в 2020 году, достигнут благодаря **основным бенефициарам коронакризиса – золотодобытчикам.**

В первой половине 2020 года сектор металлургии переживал сложный период из-за пандемии. Падение спроса и производства коснулось металлургических компаний во всем мире, из-за чего цены на сталь начали падать. Согласно данным Мировой ассоциации стали (World Steel Association), мировой выпуск стали за первые 4 месяца упал на 4,1% г/г, в том числе в апреле падение составляло 13% г/г. Производство стали в России апреле и мае снизилось на 5% и 7% соответственно. Для сравнения, апрельское падение выпуска в странах Евросоюза составило 22,9% г/г, в США – на 32,5% г/г. Мы ожидаем восстановления отрасли к 3 кварталу параллельно со снятиями ограничений и ростом деловой активности.

Будущие перспективы

Рубль. Мы ожидаем, что курс рубля к доллару вернется выше отметки в 70 руб. и будет находиться в диапазоне 68-75 руб. до конца года. Ослабление курса рубля традиционно поддерживает рост финансовых показателей сектора.

Цены на металлы. Замедление экономического роста оказало негативное влияние на рынок металлургии. Мы ожидаем, что мировой ВВП по итогам 2020 году может сократиться более чем на 4,5%. Замедление ВВП **негативно скажется** на ценах циклических металлов (алюминий и медь).



Золото (Полюс, Полиметалл, Петропавловск)

Во времена нестабильности на фондовых рынках и политики нулевых и отрицательных процентных ставок цены на золото сохранятся на высоком уровне, так как золото имеет отрицательную корреляцию с динамикой мирового экономического роста. Однако в связи с ожиданием постепенного восстановления мировой экономики во втором полугодии, мы ожидаем **в дальнейшем падение цен на золото.**

Палладий, никель, медь (НорНикель)

Порядка 80% добываемого палладия используется в автомобильной индустрии. В связи с проведением мер по борьбе с пандемией и сокращением производства во многих странах, на рынке сохранится дефицит палладия. Мы ожидаем, что цены на палладий вырастут на 6%.

В ближайшие годы ожидается рост спроса на никель со стороны производителей электромобилей, так как он является одним из главных компонентов для создания литий-ионных батарей. Учитывая текущее сокращение производства, мы ожидаем роста цен на металл на 6%.

Медь более чувствительна к экономическим потрясениям и замедлению экономического роста. Мы ожидаем сокращения цен на металл на уровне 8%.

Алмазы (Алроса)

Крупные алмазодобытчики переживают сокращение добычи и производства алмазов с начала года в связи с сокращением спроса из-за введения ограничительных мер из-за пандемии. В ближайшее время мы ожидаем дефицита на рынке алмазов, что вероятно поддержит цены. Мы прогнозируем рост цен на алмазы на уровне 2% до конца года.

Сталь (Северсталь, НЛМК, ММК, Мечел, Ашинский МЗ)

Цены на сталь очень чувствительны к замедлению мировой экономики. Мы ожидаем слабое восстановление цен на сталь.

Алюминий (Русал)

Более половины мирового потребления алюминия используется в транспортной и строительной отрасли. При этом цены очень чувствительны к экономическим циклам. Учитывая текущие тенденции мирового производства, мы ожидаем, что цены на алюминий сохранятся на текущих уровнях.

Уголь (Распадская, КТК)

С начала года добыча угля в России постепенно сокращается. За первые 2 квартала падение составило 7%. На мировом спрос на уголь оказался под давлением низких цен на газ и относительно теплой погодой, из-за чего показатель упал на 8%.



Показатели сектора металлургии и добычи

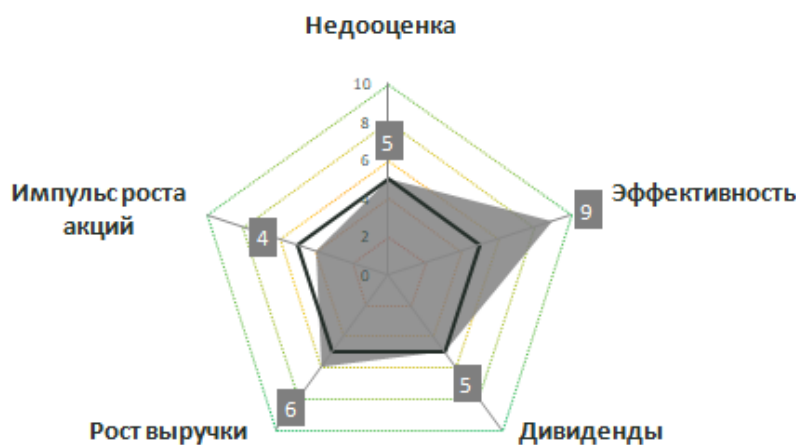
трлн. руб



данные Доходь

Мы ожидаем после «проблемного» 2020 года восстановление совокупной выручки компаний отрасли в ближайшие годы. Сектор имеет высокую конкурентоспособность и широкую диверсификацию рынков сбыта, что позволит компаниям пережить кризис с меньшими потерями. Отдельные компании-представители сектора имеют шанс на достижение финансовых результатов лучше сектора.

Медианные оценки компаний металлургического сектора по шкале от 1 до 10



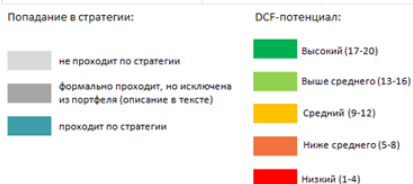
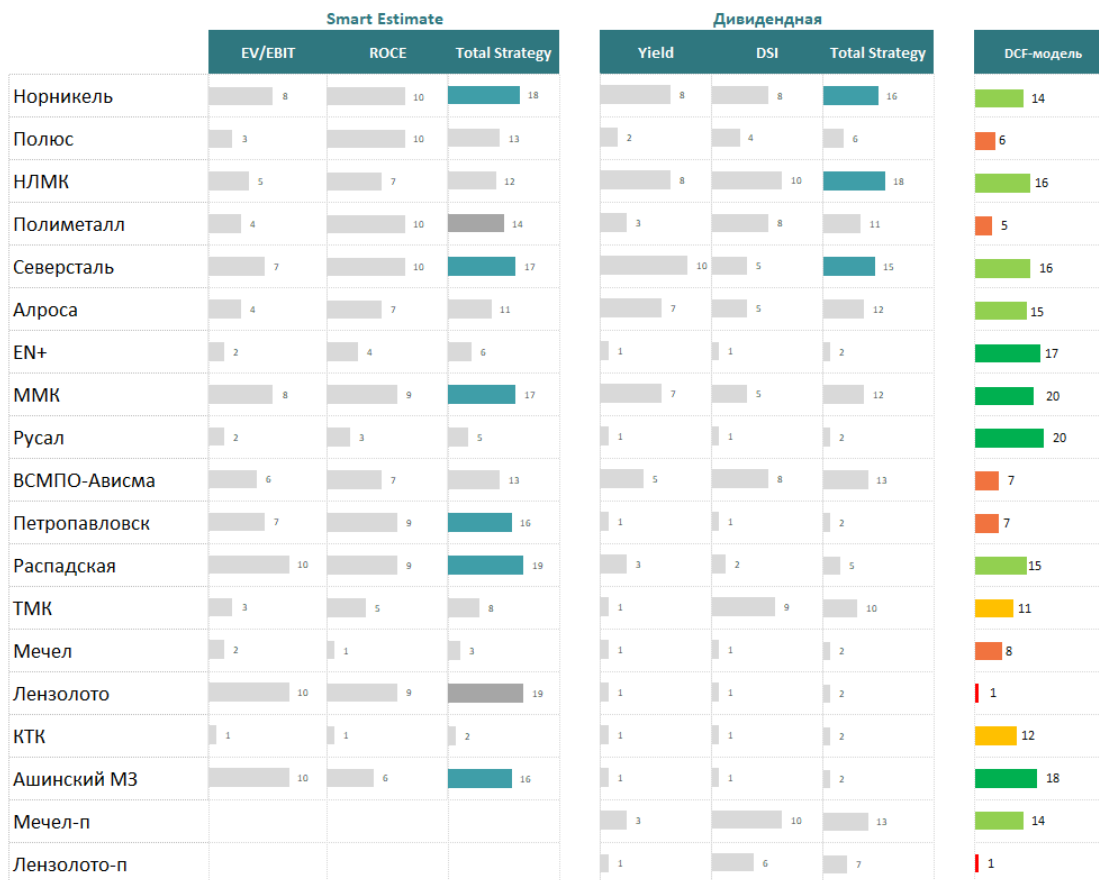
Факторы	индикатор	оценка	оценка
Недооценка	EV/ЕБИТ	8.2	5
Эффективность	ROCE	19.1%	9
Дивиденды	Див доходность	5.3%	5
Рост выручки	ср в след 5 лет	3.5%	6
Импульс роста акций			4

данные Доходь



Представители отрасли имеют относительно высокие показатели рентабельности инвестированного капитала, что позволяет широкому кругу компаниям проходить в стратегию Smart Estimate даже при ожидании ухудшения результатов. В текущем портфеле по стратегии шесть представителей отрасли: Ашинский металлургический завод, ММК, Северсталь, НорНикель, Распадская и Петропавловск. В дивидендной стратегии сектор представляют три компании, которые имеют хорошую историю роста и стабильности выплат: НЛМК, Северсталь, НорНикель.

Оценки компаний по стратегиям



данные Доходь



МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

Норникель

Smart Estimate
Dividend
DCF

Главным событием первого полугодия стала авария с разливом топлива на дочернем предприятии компании. Штрафные санкции против Норникеля, предъявляемые Росприроднадзором, на данный момент составляют 148 млрд руб., что может негативно сказаться на прибыли и дивидендах по итогам года. Компания торгуется с мультипликатором EV/EBIT (2020) на уровне 6,1, что на уровне среднего по рынку, однако высокая рентабельность позволяет добавлять компанию в стратегию **Smart Estimate**.

По стоимостным мультипликаторам компания оценена на среднерыночном уровне, имеет одну из самых высоких рентабельностей на рынке (ROCE=46%). Долговая нагрузка ниже 1,0х.

Свободный денежный поток остается значительным, позволяя компании поддерживать высокий уровень дивидендов. Учитывая высокий коэффициент стабильности выплат, Норникель сохраняет место в портфеле по дивидендной стратегии.

Рост цен на металлы позволит компании увеличить показатели прибыльности. DCF-модель дает оценку 14 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.

Распадская

Smart Estimate
DCF

Падение цен на уголь с начала года являются негативным фактором для компании. Однако ослабление рубля может позволить Распадской сгенерировать прибыль, которая пока не оценена рынком. Показатель EV/EBIT (2020) для компании находится на уровне 2,5, рентабельность инвестированного капитала на уровне 26%. Мы сохраняем высокую оценку акции и добавляем её в стратегические портфели акций.

На дивиденды акционерам компания направляет лишь около 15% свободного денежного потока, что формирует дивдоходность менее 5%. Распадская не входит в дивидендный портфель, но имеет потенциал роста. DCF-модель дает оценку 15 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.

НЛМК

Dividend
DCF

Компания оценена по стоимостным мультипликаторам чуть дороже средних рыночных значений, при этом рентабельность с начала года постепенно сокращается, что не позволяет добавить компанию в стратегию недооценки. НЛМК одна из немногих в секторе, кто имеет максимальный балл по стабильности выплат и роста дивидендов. Мы ожидаем дивидендную доходность в следующие 12 месяцев на уровне 9%, что в совокупности с высоким DSI позволяет включить акцию в **дивидендный портфель**.

Наш долгосрочный прогноз предполагает восстановление выручки и прибыли НЛМК в ближайшие несколько лет. Оценка по DCF-модели 16 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.

Ашинский МЗ

Smart Estimate

Акции АМЗ последние несколько лет экстремально недооценены по фундаментальным индикаторам (P/E 2020=1,3х, EV/EBIT=3,8х). Акции компании входят в стратегию **Smart Estimate**. Оценка по DCF-модели 18 из 20. Рекомендация **«Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка**.



МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

Северсталь **Smart Estimate** **Dividend**

По мультипликаторам недооценки Северсталь оценена чуть дешевле рынка ($P/E\ 2020=9,8x$, $EV/EBIT=7,5x$). Высокие показатели рентабельности позволяют акциям компании **проходить в портфель Smart Estimate**. Несмотря на временное снижение размера квартального дивиденда, ожидаемой дивидендной доходности и высокого индекса стабильности DSI достаточно для попадания в портфель дивидендной стратегии.

ММК **Smart Estimate** **DCF**

ММК оценена дешевле рынка ($EV/EBIT=5,6x$) и имеет высокие показатели рентабельности, что также позволяет акциям компании **проходить в портфель Smart Estimate**. Оценка по DCF-модели 17 из 20. Рекомендация «**Buy**» - **держат** долю акций выше уровня бенчмарка.

Русал **DCF**

По DCF-модели акции РУСАЛа имеют наивысший потенциал роста. Основная причина – возможная переоценка стоимости пакета акций Норникеля на балансе компании. Переоценка может привести к росту собственного капитала РУСАЛа и сокращению дисконта по показателю P/BV.

Дополнительным потенциальным триггером раскрытия реальной стоимости компании может послужить завершение акционерного соглашения Норникеля в начале 2023 года и вероятная продажа пакета акций.

Компания имеет оценку по DCF-модели 20 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат** долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

Петропавловск **Smart Estimate**

Компания в данный момент переживает не простой период в части разрешения корпоративного спора между акционерами, но с учетом ожидаемого роста показателей «Петропавловск» справедливо оценен по мультипликаторам. Компания имеет высокую долговую нагрузку и пока не платит дивиденды. Высокие показатели рентабельности позволяют акциям компании **проходить в портфель Smart Estimate**.

Лензолото и Полиметалл

Формально акции Лензолото и Полиметалла проходят в стратегию недооценки, однако учитывая низкий потенциал по DCF-модели по причине сильного роста котировок ранее, акции были исключены из выборки.



ЭНЕРГЕТИКА

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

С начала 2014 года индекс акций электроэнергетики рос среднегодовым темпом в 13,8%. Ключевым для сектора стал 2016 год, когда отрасль оказалась в лидерах роста, прибавив 110% за счет сокращения инвестпрограмм и увеличения дивидендов крупнейшими представителями отрасли. С начала 2020 года электроэнергетика растет на 9%. С вводом карантинных мер в первом полугодии 2020 года потребление электроэнергии сократилось, что стало одной из причин роста цен на мощности во всех ценовых зонах.

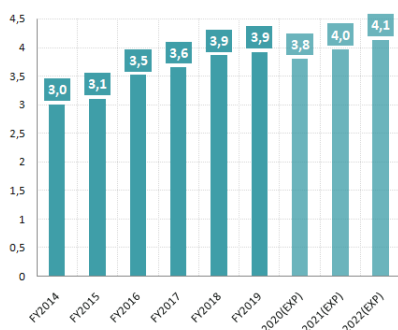
Будущие перспективы

Лучше рынка должны выглядеть те представители сектора, которые дольше других будут получать повышенные платежи за мощность в рамках текущей программы ДПМ. В 2020-2021 годах компании по программе ДПМ проходят пик платежей, но по мере выхода из программы в 2022-2025 годах платежи существенно снизятся.

Показатели энергетического сектора

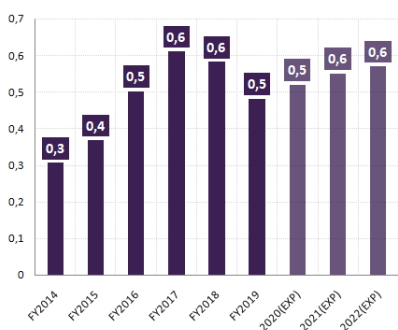
трлн. руб

Выручка

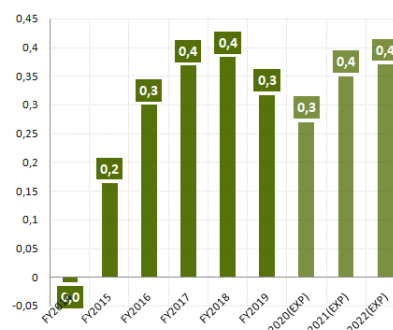


данные Доходь

Операционная прибыль

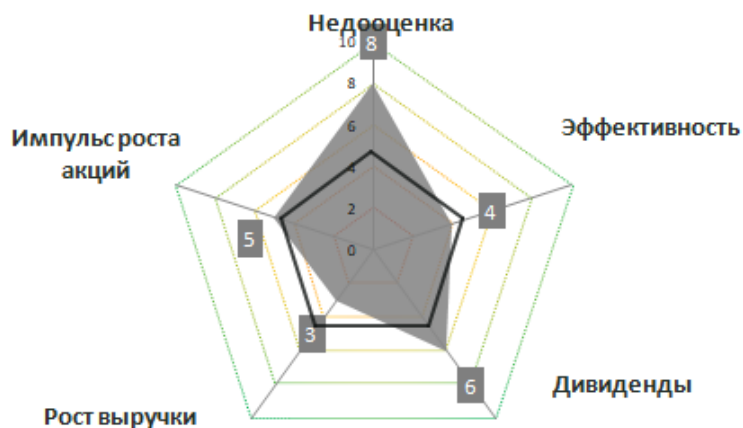


Чистая прибыль





Медианные оценки компаний энергетического сектора по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка	категория
Недооценка	EV/ЕБИТ	5.1	8	Strong
Эффективность	ROCE	8.0%	4	Weak
Дивиденды	Див доходность	6.0%	6	Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	2.0%	3	Weak
Импульс роста акций			5	Medium

данные Доходь

Сектор энергетики оценен немного дешевле средних значений по рынку, что позволяет даже при средних показателях эффективности семи представителям отрасли попасть в портфель Smart Estimate: Интер РАО, ОГК-2, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги, Энел, Россети, Ленэнерго.

Четыре представителя сектора проходят в портфель по дивидендной стратегии: МРСК Центра и Приволжья, МРСК Центра, ТГК-1, Юнипро.



Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/ЕБИТ	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Интер РАО	9	8	17	2	5	7	5
Русгидро	4	3	7	3	6	9	6
Россети	9	6	15	5	5	10	14
ФСК ЕЭС	8	4	12	9	5	14	12
Юнипро	6	7	13	9	6	15	7
Мосэнерго	6	2	8	4	9	13	4
ОГК-2	8	6	14	7	6	13	13
Ленэнерго	9	6	15	1	3	4	8
МОЭСК	7	4	11	5	8	13	7
ТГК-1	7	6	13	8	10	18	4
Энел	8	7	15	9	3	12	12
МРСК Центра и Приволжья	9	8	17	9	9	18	20
МРСК Северного Кавказа	10	1	11	1	1	2	1
МРСК Сибири	2	4	6	1	3	4	2
МРСК Волги	9	5	14	7	5	12	18
МРСК Урала	5	3	8	7	5	12	3
МРСК Центра	5	5	10	10	5	15	15
МРСК Юга	1	2	3	1	3	4	4
МРСК СЗ	4	3	7	1	2	3	18
Россети-п				8	4	12	7
Ленэнерго-п				9	3	12	16

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

Интер РАО **Smart Estimate**

Интер РАО имеет недооценку по основным мультипликаторам одну из лучших в отрасли рентабельность и отсутствие долговой нагрузки. Акции уверенно проходят в стратегию недооценки **Smart Estimate**.

В 2019 году компания вступила в новый инвестиционный цикл в рамках программы ДПМ-2. Инвестиции до 2031 года оцениваются на уровне 120-200 млрд рублей. Программа поможет компании поддержать уровень доходов в рамках предыдущей ДПМ, которые начнут сокращаться с 2021 года. Текущего объема «кэша» и депозитов в 224 млрд рублей достаточно для предстоящих инвестиций.

Самым ожидаемым событием для акционеров Интер РАО является публикация новой стратегии в августе 2020 года. Хотя менеджмент сообщал, что компания не планирует менять дивидендную политику, рост давления со стороны государства, требующего увеличения выплат, может поспособствовать более позитивному решению. При росте коэффициента выплат до 50% от прибыли дивидендность акций компании вырастет до 7,5% к текущей цене, что может привести к значительному росту капитализации. DCF-модель дает оценку 5 из 20. Рекомендация - **держать долю акций ниже уровня бенчмарка**.

Юнипро **Dividend**

Менеджмент принял новую дивидендную политику, согласно которой в период с 2020-2022 годы компания будет направлять на выплаты 20 млрд руб., против 14 млрд руб. дивидендов, выплаченных за 2019 год. Получение повышенных платежей после ввода Березовской ГРЭС позволило компании увеличить коэффициент дивидендных выплат. Ожидаемой дивидендной доходности на уровне около 10% достаточно для сохранения места в **дивидендной стратегии**. DCF-модель дает оценку 7 из 20. **Рекомендация - держать долю акций ниже уровня бенчмарка**.

Энел **Smart Estimate**

После окончания платежей по ДПМ в 2020-2021 году финансовые результаты компании окажутся негативными в связи с ростом инвестиций в строительство ВИЭ. Из-за выбытия актива (продажа Рефтинской ГРЭС) и снижения платежей по ДПМ в 2021 году операционная прибыль в последующие годы может сократиться, что окажет давление на показатель недооценки EV/EBIT. Компания недооценена по мультипликаторам. Рентабельность капитала выше средних рыночных показателей, что позволяет акциям проходить в стратегию недооценки. DCF-модель дает оценку 12 из 20. Рекомендация **«Hold» - держать долю акций на уровне бенчмарка**.

ОГК-2 **Smart Estimate**

ОГК-2 одна из последних компаний электроэнергетики, кто всё еще в полную силу пользуется повышенной выручкой от программ ДПМ-1. Пик платежей приходится на 2020-2021 гг. В последующие годы они будут сокращаться с практически полным обнулением после 2025 года. По мультипликаторам ОГК-2 имеет недооценку, рентабельность на среднем для рынка уровне. Компания проходит в стратегию недооценки **Smart Estimate**. DCF-модель дает оценку 13 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.



ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

ТГК-1 **Dividend**

В последние 3 года дивидендная доходность акций ТГК-1 достигает высоких значений, которые в последний год являются одними из лучших в секторе. В совокупности с высокой оценкой по индексу DSI, акции проходят в **дивидендную стратегию**. Однако заметим, что сокращение выручки от платежей по ДПМ-1 может привести к сокращению размера дивиденда в ближайшие годы.

МРСК Центра и Приволжья **Smart Estimate** **Dividend** **DCF**

МРСК Центра и Приволжья недооценена по мультипликаторам, имеет высокую дивидендную доходности и среднюю оценку по индексу DSI. Бумаги попадают, как в **дивидендный портфель**, так и в портфель **Smart Estimate**.

Отметим, что в текущем году произойдет определенное давление на объем полезного отпуска со стороны карантинных мер против коронавируса, однако более стремительный рост тарифов на передачу электроэнергии и сокращение расходов сможет нивелировать данное явление. DCF-модель дает оценку 20 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат** долю акций значительно выше уровня бенчмарка.

МРСК Центра **Dividend** **DCF**

МРСК Центра имеет высокую дивидендную доходность и высокий уровень стабильности выплат. Мы ожидаем, что дивидендная доходность компании в ближайшие годы останется на уровне выше 8%, что позволит ей сохранить место в **дивидендном портфеле**.

Аналогично МРСК ЦП в МРСК Центра по итогам первого квартала наблюдался стремительный рост тарифов на передачу электроэнергии и сокращение расходов, что сможет полностью или частично нивелировать удар пандемии. DCF-модель дает оценку 15 из 20. Рекомендация «**Buy**» - **держат** долю акций выше уровня бенчмарка.

МРСК Волги **Smart Estimate** **DCF**

Компания также сильно недооценена по мультипликаторам. Показатели рентабельности на среднем уровне, долговая нагрузка значительно ниже среднерыночной, ожидаемая дивидендная доходность относительно высокая на уровне 7,5%. Акции компании проходят в стратегию недооценки **Smart Estimate**.

В текущем году мы ожидаем снижение объемов полезного отпуска из-за карантинных мер против коронавируса. Однако дальнейшее восстановление экономики и рост тарифов дает основание на положительный взгляд по компании. DCF-модель дает оценку 18 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат** долю акций значительно выше уровня бенчмарка.



ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

Ленэнерго-п **Smart Estimate** **DCF**

По основным фундаментальным индикаторам Ленэнерго оценена на уровне ниже средних значений ($P/E = 5,3x$; $EV/EBIT=4.2x$). Привилегированные акции компании входят в портфель недооценки **Smart Estimate**.

Отметим, что привилегированные акции Ленэнерго имеют высокий уровень дивидендной доходности, но индекс стабильности дивидендов DSI не позволяет им войти в дивидендный портфель. DCF-модель дает оценку 16 из 20. Рекомендация «**Buy**» - **держат** долю акций выше уровня бенчмарка.

Россети **Smart Estimate** **DCF**

Одна из самых недооцененных компаний в секторе по мультипликатору цена/прибыль. Россети имеют высокий импульс роста акций за последние 3 месяца, долговая нагрузка на среднем для рынка уровне. Россети входят в портфель недооцененных и эффективных компаний **Smart Estimate**.

Менеджмент планирует полностью консолидировать акции своих дочерних компаний, в т.ч. и ФСК ЕЭС, что может привести к переходу на единую акцию и увеличению капитализации холдинга. Триггером роста также служит ожидающийся в скором времени переход на новую дивидендную политику и возможный рост коэффициента дивидендных выплат. DCF-модель дает оценку 14 из 20. Рекомендация «**Buy**» - **держат** долю акций выше уровня бенчмарка.



ХИМИЯ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

Среднегодовой темп роста акций сектора химии за последние 7 лет составил 17,2%, что стало вторым результатом среди отраслевых индексов на российском рынке. С начала года в связи с пандемией спрос на удобрения упал, определенную поддержку результатам компании отрасли **оказало ослабление рубля**. Цены на удобрения с начала года демонстрируют разнонаправленную динамику. Лучше всего выглядит сегмент фосфатных удобрений, на который положительно сказываются периодические проблемы с производством удобрений в Китае, в то же время цены на азотные удобрения находятся под давлением **из-за низких цен на газ**.

Индекс цен на удобрения

январь 2016=100%



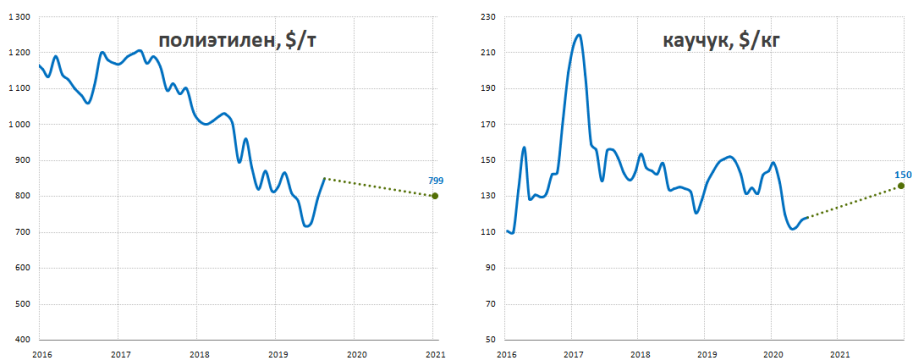
данные Доходь, Refinitiv, LME, Steel Home



Мы ожидаем, что курс рубля к доллару вернется выше отметки в 70 руб. и будет находиться в диапазоне 68-75 руб. до конца года. **Ослабление курса рубля** традиционно поддерживает рост финансовых показателей сектора.

Согласно нашему прогнозу до 2022 года мировое потребление будет расти в среднем на 1,3% в год. Почти 80% от этого увеличения придется на страны Латинской Америки, Южной Азии, Африки и Восточной Европы. Среднегодовые темпы прироста производственных мощностей в 2019–2022 гг. составят 1,6%, то есть будут превышать рост потребления. Профицит мощностей может привести к дальнейшей **стагнации мировых цен на удобрения**.

Динамика цен на полиэтилен и каучук



данные Доходь, Refinitiv, LME, Steel Home

После прохождения кризисных явлений, связанных с пандемией, выручка и чистая прибыль компаний химического сектора покажет рост в ближайшие годы, главным образом, за счет **увеличения объемов производства**.

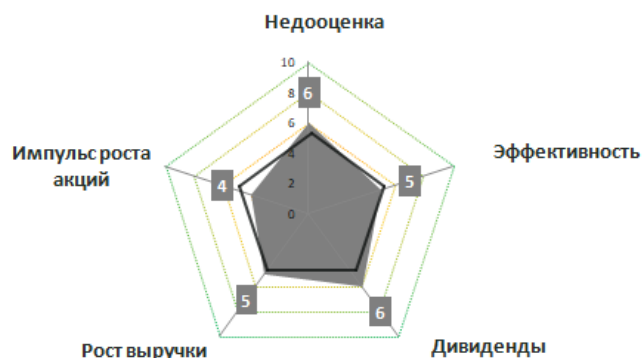
Показатели химического сектора
трлн. руб



данные Доходь



Медианные оценки компаний сектора химии
по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка	оценка
Недооценка	EV/ЕБИТ	7.8	6	Medium
Эффективность	ROCE	19.6%	5	Medium
Дивиденды	Див доходность	7.1%	6	Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	3.7%	5	Medium
Импульс роста акций			4	Weak

данные Доходь

При положительном взгляде на будущие результаты мы отмечаем, что медианные мультипликаторы недооценки химического сектора находятся на уровне рынка. Сектор имеет неплохие показатели эффективности, дивидендная доходность и недооценка на среднем уровне.

Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/ЕБИТ	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Фосагро	6	8	14	6	6	12	16
Акрон	3	7	10	5	8	13	18
НКНХ	8	8	16	9	2	11	17
Казаньоргсинтез	6	1	7	4	6	10	3
НКНХ-п				10	2	12	14
Казаньоргсинтез-п				1	10	11	1

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ХИМИЯ: НАШ ВЫБОР

Фосагро **Smart Estimate** **DCF**

На фоне непростой ситуации в мире, связанной с пандемией COVID-19, компании удалось увеличить производство удобрений в первом полугодии 2020 г. почти на 7% к аналогичному периоду прошлого года. Продажи готовой продукции выросли на 10%, достигнув 5,2 млн тонн.

Несмотря на снижение мировых цен на удобрения, можно ожидать достаточно быстрого восстановления рыночной конъюнктуры, и справедливая оценка по показателю EV/EBIT при условии высоких показателей рентабельности позволяет включить акции **в стратегию Smart Estimate**. По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка 16 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.

НКНХ-п **Smart Estimate** **DCF**

Компания имеет низкую долговую нагрузку, относительно высокие показатели эффективности и недооценку по основным фундаментальным показателям. Эффекты от будущего введения новых мощностей по каучуку и этилену положительно скажутся на будущих результатах. В совокупности эти факторы позволяют включить компанию в стратегию недооценки **Smart Estimate**. В итоговую выборку были включены привилегированные акции. По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка 14 из 20. Рекомендация **«Buy» - держать долю акций выше уровня бенчмарка**.

Акрон **DCF**

Несмотря на давление ценовой конъюнктуры компания активно производит выкуп собственных акций, вероятность восстановления финансовых показателей в будущем можно оценить как весьма высокие. Более высокие объемы реализации ряда продуктов также дают позитивный взгляд на компанию. По нашей DCF-модели компания имеет высокий потенциал роста, оценка 18 из 20. Рекомендация **«Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка**.



ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

За последние 7 лет среднегодовой темп роста индекса акций потребительского сектора с 2014 года составил лишь 2%. В текущем году доходность индекса акций потребительского сектора составила 19%, что стало лучшим результатом среди отраслей.

Сектор чувствует себя лучше остальных во время пандемии. Практически все ритейлеры нарастили сопоставимые продажи на фоне введения карантинных мер. Многие ритейлеры начали **активно развивать стратегии онлайн-торговли**. Рынок онлайн-торговли в марте 2020 года вырос на 36% г/г.

Будущие перспективы

Прогнозы по отрасли на второе полугодие остаются неопределенными. Со стороны рисков, стоит отметить, падение реальных располагаемых денежных доходов и рост безработицы. Дополнительным фактором, вызывающим нестабильность, служат **опасения начала второй волны пандемии во второй половине года**.

Показатели потребительского сектора

трлн. руб

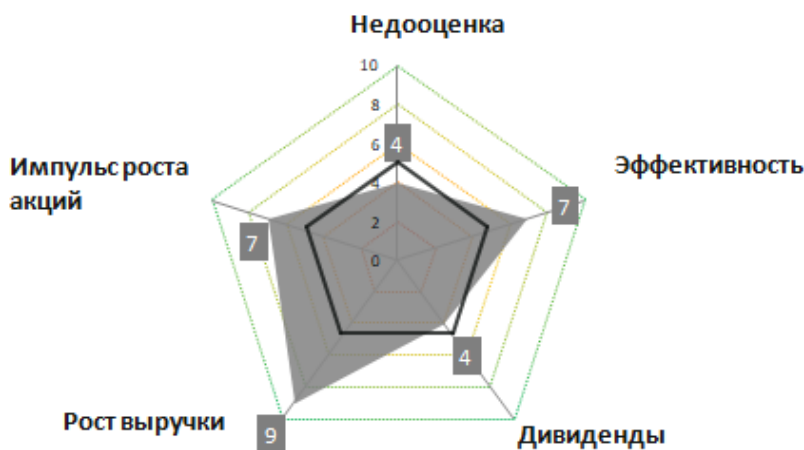


данные Доходь



Мы ожидаем, что при успешном восстановлении после пандемии средний темп роста выручки компаний сектора может составить около 7,5% в ближайшие несколько лет. Рост выручки повысит показатели маржи операционной и чистой прибыли, что улучшит результаты компаний.

Медианные оценки компаний потребительского сектора по шкале от 1 до 10



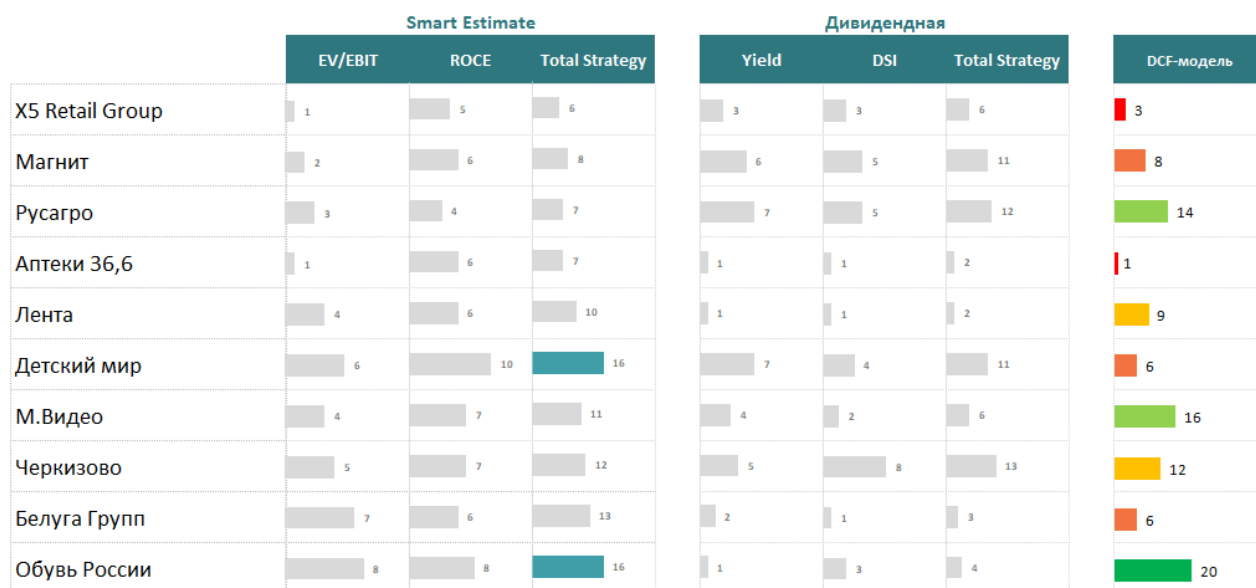
Факторы	индикатор		оценка	
Недооценка	EV/ЕБИТ	11.3	4	Weak
Эффективность	ROCE	12.1%	7	Strong
Дивиденды	Див доходность	5.1%	4	Weak
Рост выручки	ср в след 5 лет	7.5%	9	Very Strong
Импульс роста акций			7	Strong

данные Доходь

Российский потребительский сектор оценен дороже средних значений по рынку по основным мультипликаторам. Компании имеют относительно высокую эффективность, дивидендную доходность ниже среднерыночных значений. Сектор имеет высокий потенциал роста выручки.



Оценки компаний по стратегиям



Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

Детский мир **Smart Estimate**

Акции имеют наивысшие оценки по показателям эффективности и роста выручки. Импульс роста акций также на высоком уровне. Негативным фактором в совокупной оценке являются показатели недооценки: компания дорого оценена по основным мультипликаторам. Акции проходят в стратегию **Smart Estimate**.

Ритейлер имеет лучшую ожидаемую дивидендную доходность в секторе (7,5%), но слишком маленькую историю выплат и, как следствие, низкий индекс стабильности DSI. Совокупного рейтинга недостаточно для попадания в дивстратегию.

DCF-модель дает оценку 6 из 20 по причине высокой стоимости компании. **Рекомендация - держать долю акций ниже уровня бенчмарка.**

Обувь России **Smart Estimate** **DCF**

Компания является самой недооцененной в секторе по основным мультипликаторам. Рентабельность капитала компании на высоком уровне, потенциал роста выручки имеет среднюю оценку. Давление на совокупную оценку оказывают низкие показатели импульса роста акций и низкие показатели по дивидендам. Обувь России проходит в портфель эффективных недооцененных компаний **Smart Estimate**.

Оптимизация расходов на открытие магазинов, снижение арендных ставок позволяет компании сдерживать рост затрат. Кроме того, интеграция в инфраструктуру онлайн-торговли и развитие финансовых сервисов приводят к увеличению операционной прибыли. DCF-модель дает оценку 20 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат долю акций значительно выше уровня бенчмарка.**



ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2020
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

Среднегодовой темп падения индекса акций сектора телекомов с 2014 года составил -2,4%, что стало худшим и единственным отрицательным результатом среди отраслевых индексов на российском рынке. В 2020 году индекс показывает положительную динамику роста, прибавляя 4% с начала года.

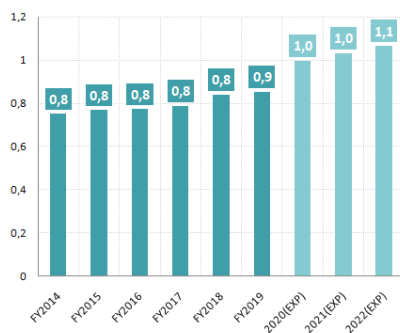
Будущие перспективы

В ближайший год мы ожидаем роста выручки отрасли среднегодовым темпом на 3,1%. Из-за снижения рентабельности на фоне увеличения капитальных затрат, **прибыль компаний продолжит стагнировать.**

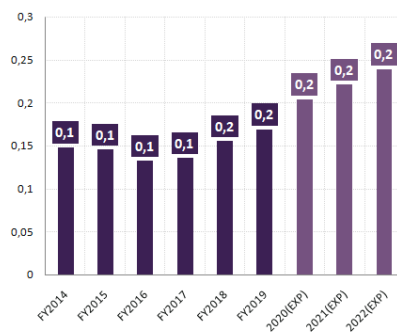
Показатели сектора телекомов

трлн. руб

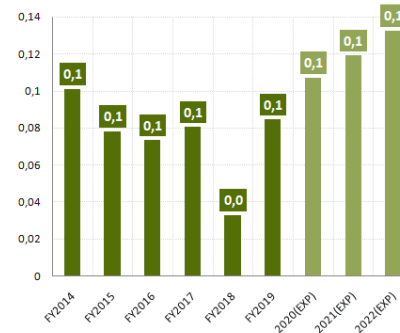
Выручка



Операционная прибыль



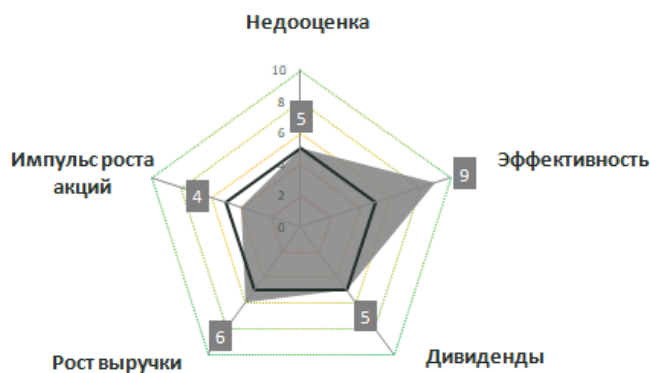
Чистая прибыль



данные Доходь



Медианные оценки компаний сектора телекомов по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка	оценка	оценка
Недооценка	EV/ЕБИТ	7.5	7	Strong
Эффективность	ROCE	27.8%	9	Very Strong
Дивиденды	Див доходность	5.5%	5	Medium
Рост выручки	ср в след 5 лет	3.1%	5	Medium
Импульс роста акций			5	Medium

данные Доходь

Компании сектора имеют высокую оценку рентабельности инвестированного капитала и стараются направлять большую часть свободного денежного потока на дивиденды, что формирует ожидаемую дивдоходность выше среднерыночной. По мультипликаторам сектор оценен на уровне среднерыночных значений.

Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/ЕБИТ	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
МТС	7	9	16	8	10	18	20
Ростелеком	4	7	11	4	5	9	11
МГТС	7	9	16	1	5	6	2
Ростелеком-п				5	5	10	11
МГТС-п				1	5	6	3

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

МТС **Smart Estimate** **Dividend** **DCF**

Ожидаемая дивидендная доходность акций компании в ближайшие 12 месяцев составит около 9%, что позволяет присвоить МТС высокую оценку по фактору. В совокупности с высоким индексом стабильности дивидендов DSI, это позволяет акциям пройти в дивидендный портфель.

Кроме того, высокие показатели эффективности несмотря на среднюю недооценку позволяют включить компанию в стратегию **Smart Estimate**.

Помимо выплаты отличных дивидендов компания регулярно осуществляет выкуп собственных акций (последняя программа предусматривает объем покупок 15 млрд руб.). Ожидается, что погашение казначеских акций (более 10% капитала) приведет к дальнейшему росту размера дивиденда на одну акцию.

DCF-модель дает оценку 20 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **держат** долю акций МТС в портфеле **немного выше уровня бенчмарка**.

МГТС-п **Smart Estimate**

Компания имеет низкую долговую нагрузку и высокую оценку по рентабельности инвестированного капитала. Давление на совокупную оценку оказывает отказ от выплат дивидендов по итогам 2019 года и низкие показатели роста выручки. Согласно представленным пояснениям, решение оставить прибыль внутри компании обусловлено ухудшением макроэкономических и отраслевых факторов в результате ограничительных мер, вызванных пандемией коронавируса, а также необходимостью продолжить реализацию инвестиционной программы, в связи с существенным ростом нагрузки на сеть передачи данных. Акции входят в портфель недооценки **Smart Estimate**.

DCF-модель дает оценку лишь 2 из 20. Рекомендация - **держат** долю акций МГТС-п в портфеле **ниже уровня бенчмарка**.



ФИНАНСЫ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2014-2019
Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Телекомы 29%	Потребсектор 19%	Металлы 260%
Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Индекс МосБ 29%	Металлы 16%	Химия 159%
Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Финансы 27%	Энергетика 10%	Энергетика 115%
Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Энергетика 26%	Химия 7%	Нефть и газ 98%
Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 26%	Телекомы 4%	Индекс МосБ 90%
Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Металлы 11%	Финансы 2%	Финансы 35%
Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Потребсектор 9%	Индекс МосБ -6%	Потребсектор 14%
Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Химия 3%	Нефть и газ -21%	Телекомы -7%

данные Доходь, Refinitiv на 24.07.2020

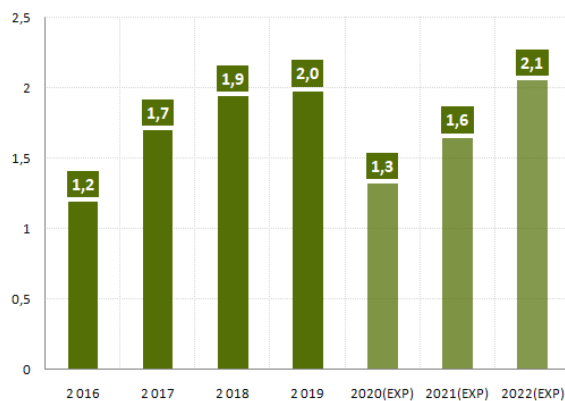
С 2014 года рост индекса финансового сектора составил 35%, что оказалось хуже результата индекса МосБиржи. Финансовый сектор оказался одним из худших с начала 2020 года, показав доходность 2% против индекса МосБиржи -6%. За первое полугодие российские банки сократили прибыль на 21%.

Будущие перспективы

Слабый экономический рост и низкая инфляция способствуют смягчению денежно-кредитной политики ЦБ. С начала года Центральный банк четыре раза снижал ключевую ставку достигнув отметки 4,25% в июле. Снижение ставки может оказать позитивное влияние на уровень процентной маржи банков в будущем. Мы ожидаем по итогам года падение прибыли банков сектора на 30%, главным образом, из-за высокой нормы резервирования по кредитным рискам. Однако в последующие годы этот фактор сыграет в обратную сторону – при роспуске резервов банки **смогут показать значительный рост чистой прибыли.**

Чистая прибыль компаний финансового сектора

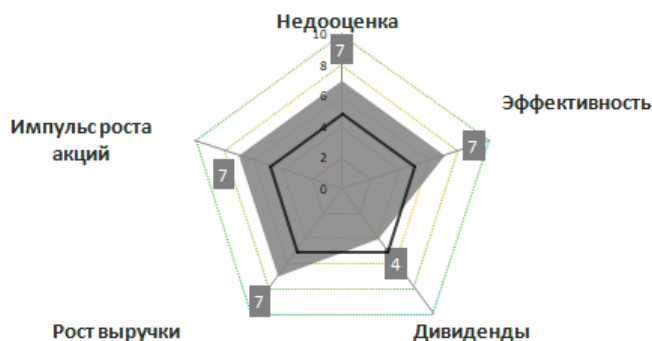
трлн. руб



данные Доходь



Медианные оценки компаний финансового сектора
по шкале от 1 до 10



Факторы	индикатор	оценка		
Недооценка	P/BV	1.0	7	Strong
Эффективность	ROE	14.0%	7	Strong
Дивиденды	Див доходность	4.5%	4	Weak
Рост выручки	ср в след 5 лет	10.0%	7	Strong
Импульс роста акций			7	Strong

данные Доходь

В целом средние оценки мультипликаторов сектора выше средних значений по рынку. Компании сектора в целом имеют хорошие показатели недооценки и импульса роста акций. Давление на общую оценку оказывает низкая дивидендная доходность.

Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate (Фин Сектор)			Дивидендная			DCF-модель
	ROE	P/BV	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Сбербанк	7	6	13	8	9	17	17
ВТБ	6	7	13	10	5	15	5
TCS Group (Тинькофф)	9	2	11	2	4	6	12
Мосбиржа	7	3	10	3	6	9	4
МКБ	4	7	11	1	2	3	5
QIWI	8	2	10	3	2	5	6
Сафмар Фин	5	7	12	2	3	5	8
Сбербанк-п				9	9	18	18

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ФИНАНСЫ: НАШ ВЫБОР

Сбербанк-п **DCF** **Dividend**

Акции Сбербанка недооценены по основным факторам. Банк имеет среднюю рентабельность капитала и высокую оценку по мультипликатору P/BV относительно других представителей, что не позволяет акциям проходить в портфель Smart Estimate.

Сбербанк в связи с кризисными явлениями, связанными с пандемией, перенес принятие решение по выплате дивидендов по итогам 2019 года. Исходя из нормы по дивидендам в 50% от прибыли по МСФО, ожидаемый дивиденд на акцию составляет 18,7 рублей. Ожидаемая дивидендная доходность привилегированных акций в ближайшие 12 месяцев равна 9,4%. Данное значение не учитывает дивиденд по итогам 2020 года. Этого достаточно для прохождения в **дивидендный портфель**.

По нашей DCF-модели компания имеет потенциал роста выше среднего, оценка 18 из 20. Рекомендация «**Strong Buy**» - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке**.

ВТБ **Dividend**

Акции ВТБ значительно недооценены по мультипликатору P/BV, имеют среднюю эффективность и высокую дивидендную доходность. Оценки по факторам позволяют акциям проходить в дивидендный портфель. Давление на совокупную оценку оказывает ожидаемый темп роста выручки в виде процентных и комиссионных доходов. Интригой в ВТБ, как и в Сбербанке является определение и принятие дивидендов за 2019 год.

В банке используется довольно сложный механизм опеределения размера дивиденда в зависимости от цены акций и размера чистой прибыли. В случае выплаты по озвученной ранее методики дивидендная доходность составит 10,9%, что достаточно для попадания в портфель по **дивидендной стратегии**.



ПРОЧИЕ СЕКТОРА

Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Яндекс	1	6	7	1	1	2	2
Mail.ru Group	1	5	6	1	1	2	2
ПИК	7	10	17	3	3	6	10
НМТП	10	10	20	10	6	16	4
Аэрофлот	2	3	5	1	3	4	1
ЛСР	7	5	12	10	10	20	18
Мостотрест	2	5	7	1	3	4	9
Камаз	1	2	3	1	1	2	3
Эталон	6	4	10	10	8	18	19
ОВК	5	6	11	1	1	2	5
Соллерс	1	1	2	1	1	2	10

Попадание в стратегии:

- не проходит по стратегии
- формально проходит, но исключена из портфеля (описание в тексте)
- проходит по стратегии

DCF-потенциал:

- Высокий (17-20)
- Выше среднего (13-16)
- Средний (9-12)
- Ниже среднего (5-8)
- Низкий (1-4)

данные Доходь



ПРОЧИЕ СЕКТОРА: НАШ ВЫБОР

НМТП **Smart Estimate** **Dividend**

Наивысшие оценки по показателям эффективности в совокупности с низкими мультипликаторами P/E=3,4x и EV/EBIT=4,1x дают акциям возможность уверенно проходить в портфель недооценки **Smart Estimate**.

Ожидаемая дивидендная доходность имеет высокую оценку, что в совокупности с хорошей стабильностью выплат и роста позволяют включить компанию в дивидендный портфель. Однако отмечу, что крупные выплаты за 2019 год носят разовый характер и связаны с продажей зернового терминала.

DCF-модель дает оценку 4 из 20, что соответствует рекомендации - **снижать долю акций НМТП в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке**.

ЛСР **Dividend** **DCF**

Компания имеет наивысшую оценку по индексу стабильности DSI и высокую дивидендную доходность на уровне 11%, что позволяет добавить бумаги в дивидендный портфель. Поддержку совокупному рейтингу озывают хорошие показатели недооценки и высокий импульс роста акций. DCF-модель дает оценку 18 из 20. Рекомендация **«Strong Buy»** - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке**.

ПИК **Smart Estimate**

Группа Компаний ПИК прогнозирует общую выручку порядка 400 млрд руб. в 2020 году. Компания имеет одну из самых высоких рентабельностей, высокий потенциал роста выручки и недооценку по основным мультипликаторам. Акции входят в портфель недооценки **Smart Estimate**.

DCF-модель дает оценку 10 из 20, что соответствует рекомендации **«Hold»** - **держат долю акций в портфеле на уровне бенчмарка**.

Эталон **Dividend** **DCF**

Группа «Эталон» - компания фокусируется на жилой недвижимости комфорт, бизнес и премиум-класса в Москве, Московской области и Санкт-Петербурге.

Эталон имеет высокие оценки по дивидендному фактору. Согласно дивидендной политики на выплату дивидендов приходится от 40% до 70% доли чистой прибыли МСФО, но не менее 12 руб. на акцию. Акции проходят **в дивидендный портфель**.

Помимо этого, в апреле 2020 г. на внеочередном собрании акционеров было одобрено проведение buyback в объеме до 10% GDR. Срок проведения составит двенадцать месяцев. Продолжительность периода, в течение которого выкупленные ГДР могут находиться во владении компанией, не может превышать двух лет.

DCF-модель дает оценку 19 из 20. Рекомендация **«Strong Buy»** - **значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке**.

ПОРТФЕЛЬНЫЕ СТРАТЕГИИ

ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ "ШИРОКИЙ РЫНОК" (НА ОСНОВЕ DCF-МОДЕЛИ)

Суть стратегии

Стратегия нацелена на рост капитала через инвестирование в ликвидные акции крупных российских компаний, входящих в индекс акций широкого рынка Московской Биржи. Соответствующий индекс является бенчмарком для портфеля. Базовым распределением служат веса компаний в индексе. С помощью оптимизации Блэка-Литтермана веса корректируются в зависимости от нашего мнения.

Мнения раздаются исходя из рейтинга акции компании на основе DCF-модели. **Высокий рейтинг, как правило, означает увеличение веса акции в портфеле по сравнению с бенчмарком и наоборот.** В итоговом портфеле вес акции отличается в пределах 2-3% от веса в индексе. Посмотреть текущие рейтинги компаний можно в сервисе ["Анализ акций"](#) на нашем сайте.





DCF-модель

DCF-модель основывается на будущих денежных потоках, которые может получить инвестор от акций компании. В методологии определения потенциалов произошли изменения. Если ранее в качестве денежных потоков мы использовали только прогноз дивидендных выплат на акцию, через прогноз роста прибыли и коэффициента выплат (payout ratio), то сейчас помимо дивидендов мы учитываем потенциальный рост котировок акций исходя из прогноза размера чистой прибыли компании в будущем.

Общий потенциал акции – это ожидаемая совокупная доходность от владения акцией. Определяется с помощью расчета будущей цены акции и дивидендов, предполагаемых к получению за определенный отрезок времени. Будущая цена акции вычисляется исходя из прогнозного размера прибыли в будущем и процентной ставки.

Процентная ставка – это необходимая доходность от владения акцией, тот справедливый уровень, который предполагает получить инвестор. Она зависит от средней доходности на долгом рынке и особенностей отдельной компании (страновые риски, ликвидность акций, отрасль, уровень корпоративного управления).

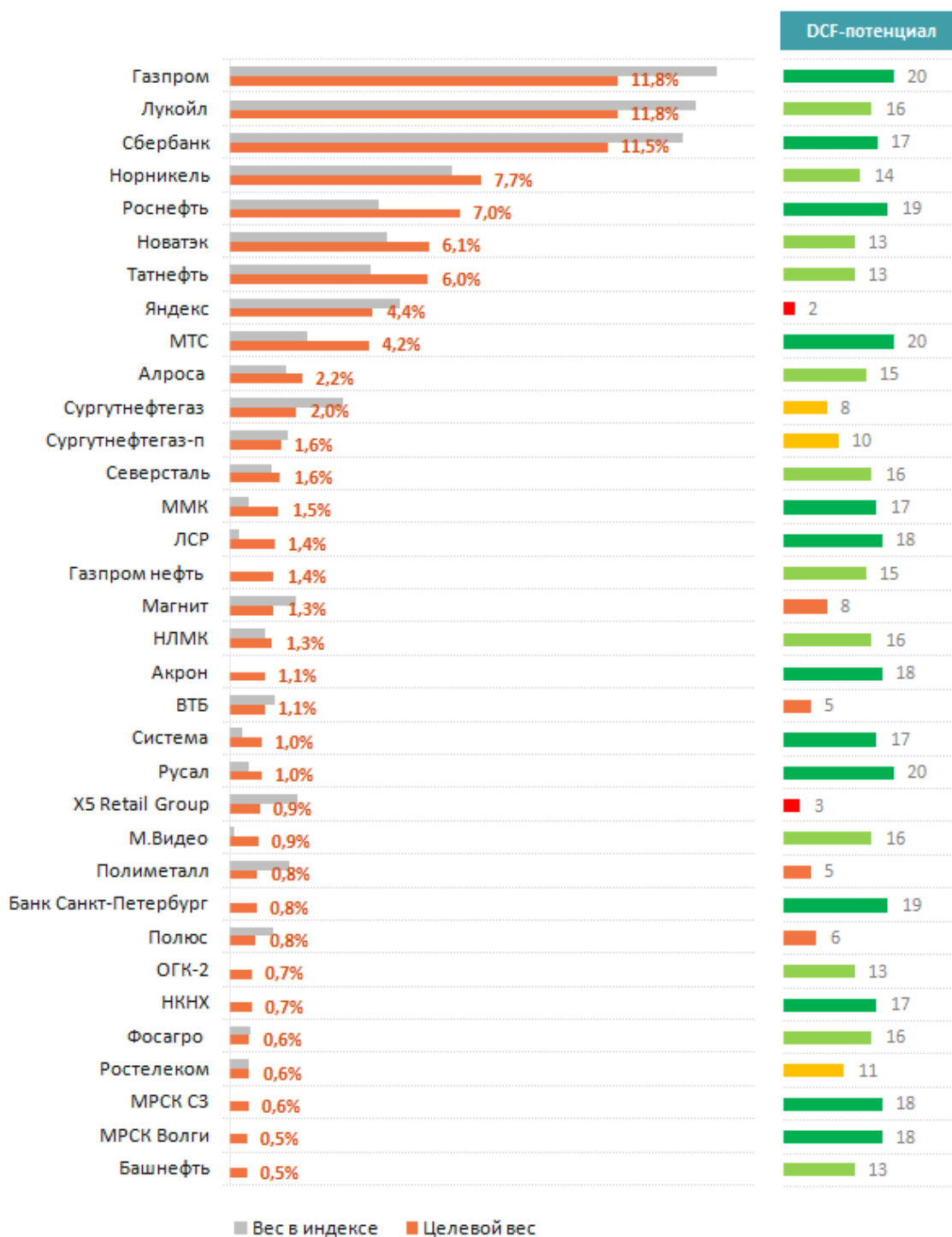
На основе получившихся потенциалов роста мы даем рейтинг от 1 до 20, где значение 20 получают топ-5% самых перспективных компаний в выборке.

Для кого

Стратегия подходит для инвесторов, ориентирующихся на долгосрочный инвестиционный горизонт.



Состав портфеля

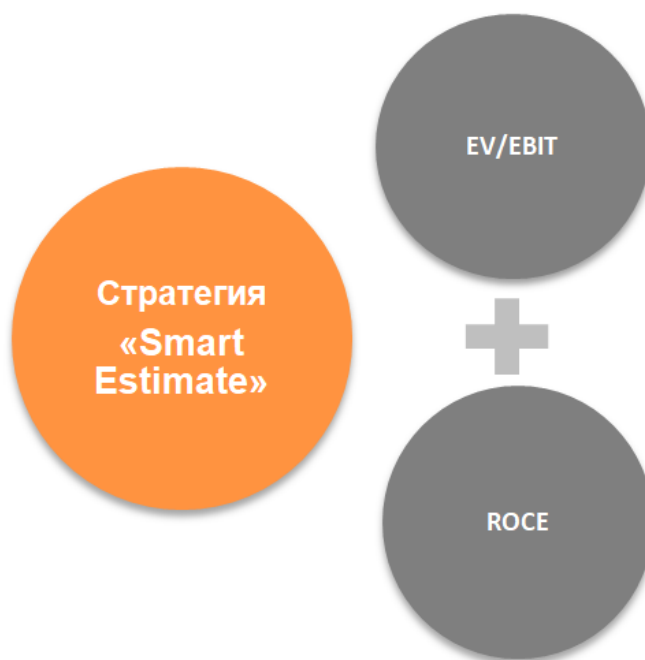


ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ "SMART ESTIMATE"

Суть стратегии

Стратегия нацелена на получение дохода путем инвестирования в недооцененные рынком акции российских компаний с высокими показателями эффективности.

Компаниям в анализе акций раздается рейтинг от 1 до 10 по мультипликатору EV/EBIT, где 10 – самые дешевые компании, 1 – самые дорогие. Затем компаниям раздают рейтинги на основе рентабельности инвестированного капитала (Return on Capital Employed, ROCE). Рейтинг также принимает значения от 1 до 10, где 10 – самые высокорентабельные компании, 1 – наименее рентабельные компании.



Итоговый рейтинг – сумма рейтингов по двум показателям. В портфель по стратегии проходят компании с итоговым рейтингом больше или равным 14. Вес компании в портфеле зависит от мнения на основе DCF-модели. Итоговый портфель состоит из 15-20 акций. Посмотреть текущие рейтинги компаний можно в сервисе [«Анализ акций»](#) на нашем сайте.



Для кого

Стратегия ориентирована на инвесторов, толерантных к высокому уровню риска и со среднесрочным инвестиционным горизонтом.

Ежеквартально производится ребалансировка портфеля. В результате последней ребалансировки произошли значительные перестановки в составе портфеля, главным образом, в связи с изменением значений рентабельности инвестированного капитала.

Состав портфеля

		Smart Estimate			
		EV/ЕБИТ	ROCE	Total Strategy	DCF-модель
New	МТС	7	9	16	20
	МРСК Центра и Приволжья	9	8	17	20
New	Обувь России	8	8	16	20
New	МРСК Волги	9	5	14	18
New	Ашинский МЗ	10	6	16	18
	ММК	8	9	17	17
New	Система	7	8	15	17
New	Фосагро	5	9	14	16
	Северсталь	7	10	17	16
New	Башнефть-п	10	10	20	15
	Распадская	10	9	19	15
New	НКНХ-п	8	8	16	14
New	Россети	9	6	15	14
	Норникель	8	10	18	14
	ОГК-2	8	6	14	13
	Татнефть	6	8	14	13
New	Энел	8	7	15	12
New	ПИК	7	10	17	10
New	Ленэнерго-п	9	6	15	9
New	Петропавловск	6	9	15	7
New	Детский мир	6	10	16	6
	Интер РАО	9	8	17	5
	НМТП	9	10	19	4
New	МГТС-п	7	9	16	3
Out	ЛСР	7	5	12	18
Out	Юнипро	6	7	13	7
Out	Газпром нефть	3	3	6	15
Out	Полюс	3	10	13	6
Out	Казаньоргсинтез	6	1	7	3
Out	Лукойл	3	3	6	16
Out	М.Видео	4	7	11	16
Out	НЛМК	5	7	12	16
Out	Башнефть	10	10	20	13
Out	Алроса	4	7	11	15



Показатели компаний

	Smart Estimate	
	EV/ЕБИТ	ROCE
МТС	7,2	27,8%
МРСК Центра и Приволжья	4,1	16,7%
Обувь России	5,2	15,8%
МРСК Волги	4,7	8,9%
Ашинский МЗ	3,8	12,0%
ММК	5,7	19,1%
Система	6,8	15,5%
Фосагро	8,7	22,1%
Северсталь	7,4	29,7%
Башнефть-п	1,8	33,8%
Распадская	2,5	26,3%
НКНХ-п	5,3	17,1%
Россети	4,5	9,7%
Норникель	6,3	69,6%
ОГК-2	5,4	11,8%
Татнефть	8,6	18,4%
Энел	4,7	14,7%
ПИК	6,6	30,6%
Ленэнерго-п	4,2	10,8%
Петропавловск	8,2	25,2%
Детский мир	8,6	39,6%
Интер РАО	4,1	15,1%
НМТП	4,1	35,5%
МГТС-п	7,5	28,6%
Среднее по портфелю:	5,7	22,3%
Среднее по рынку:	9,9	6,8%

ДИВИДЕНДНЫЙ ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ

Суть стратегии

Стратегия нацелена на получение дохода путем инвестирования в дивидендные акции крупных компаний российского рынка. Исследования показывают, что выбор акций, приносящих наиболее высокую дивидендную доходность, позволяет получать премию в совокупной доходности по сравнению с индексами акций.

Портфель формируется из 15-20 компаний с высокими и стабильными дивидендами. Рейтинг по стратегии представляет собой сумму баллов по двум индикаторам: ожидаемая дивидендная доходность и индекс стабильности дивидендных выплат «DSI». По каждому из индикаторов рейтинг составляет от 1 до 10. Чтобы попасть в портфель сумма баллов должна быть не меньше 15. Посмотреть текущие рейтинги компаний можно в сервисе «Анализ акций» на нашем сайте.





Для кого

Стратегия подходит для инвесторов, которые хотят получать текущий доход в виде дивидендов, чтобы использовать его для расходов вне фондового рынка.

Раз в квартал производится пересмотр портфеля. В результате квартальной ребалансировки из портфеля выбыло большое число акций из-за снижения дивидендной доходности, главным образом, связанной с падением дивидендов. Были добавлены акции Газпрома и МРСК Центра ввиду падения стоимости и роста ожидаемой дивдоходности, а также акции Эталона ввиду изменения дивполитики и увеличения дивдоходности.

Состав портфеля

	Dividend			DCF-модель
	Yield	DSI	Total Strategy	
МТС	8	10	18	20
МРСК Центра и Приволжья	9	9	18	20
New Газпром	7	10	17	20
Сбербанк-п	9	9	18	19
New Эталон	10	8	18	19
ЛСР	10	10	20	18
НЛМК	8	10	18	16
Лукойл	8	10	18	16
Северсталь	10	5	15	16
New МРСК Центра	10	5	15	15
Норникель	8	8	16	14
Татнефть-п	6	8	14	11
Юнипро	9	6	15	7
ВТБ	10	5	15	5
ТГК-1	8	10	18	4
НМТП	10	6	16	4
Out Фосагро	6	6	12	16
Out ВСМПО-Ависма	5	8	13	7
Out Газпром нефть	4	5	9	15
Out Казаньоргсинтез	4	6	10	3
Out Россети-п	8	4	12	9
Out Мостотрест	1	3	4	9
Out Алроса	7	5	12	15
Out ММК	7	5	12	17



Показатели компаний

	Dividend	
	Yield	DSI
МТС	9,0%	1,0
МРСК Центра и Приволжья	10,0%	0,8
Газпром	8,2%	0,9
Сбербанк-п	9,4%	0,8
Эталон	10,9%	0,6
ЛСР	10,7%	1,0
НЛМК	8,7%	1,0
Лукойл	9,0%	0,9
Северсталь	11,4%	0,5
МРСК Центра	12,0%	0,5
Норникель	8,5%	0,6
Татнефть-п	9,0%	0,6
Юнипро	9,5%	0,6
ВТБ	10,9%	0,5
ТГК-1	8,6%	1,0
НМТП	12,6%	0,6
Среднее по портфелю:	9,9%	0,7
Среднее по рынку:	4,8%	0,4

ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Информация, представленная в данном документе (далее также - Информация) подготовлена специалистами компании ООО "УК "ДОХОДЪ" (далее также - Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначена для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке этой Информации были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом такая Информация предназначена исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и, там, где это применимо, является выражением частного мнения специалистов Компании. Невзирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к сбору и составлению Информации, Компания не дает никаких гарантий в отношении ее достоверности и полноты.

Информация, представленная здесь, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить вам по инвестиционным целям, допустимому риску, инвестиционному горизонту и прочим параметрам индивидуального инвестиционного профиля.

Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать Информацию, содержащуюся на этой странице в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни их агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием этой Информации.

Информация, содержащаяся в на этой странице, действительна на момент ее публикации. При этом Компания вправе в любой момент внести в нее любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование Информации или какой-либо ее части без письменного согласия Компаний не допускается. Компания, ее агенты, сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в Информации, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг.

Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.

Позаботьтесь о природе! Не распечатывайте этот документ без необходимости.



Инвестиционный департамент

руководитель

Всеволод Лобов

Иван Шарафутдинов

+7 812 635-68-60 (доб. 333)

info@dohod.ru

Аналитическая служба

Александр Шадрин руководитель

Марина Иванова аналитик

Любовь Тарасова аналитик

+7 812 635-68-60 (доб. 107)

[Аналитический портал](#)

Клиентский сервис

руководитель

Ирина Ларионова

Татьяна Мишенина

Вера Костичева

Анна Астахова

8 800 333-85-85

kl_otd@dohod.ru

Подбор продуктов

Антон Бородатов

borodatov@dohod.ru

8 800 333-85-85

Реклама и маркетинг

Римма Тумасян

rimma@dohod.ru

+7 812 635-68-60 (доб. 103)

www.dohod.ru info@dohod.ru



Литейный, 26

Санкт-Петербург 191028

8 800 333 85 85