



СТРАТЕГИЯ НА  
РОССИЙСКОМ РЫНКЕ  
АКЦИЙ

III Q 2019



# СОДЕРЖАНИЕ

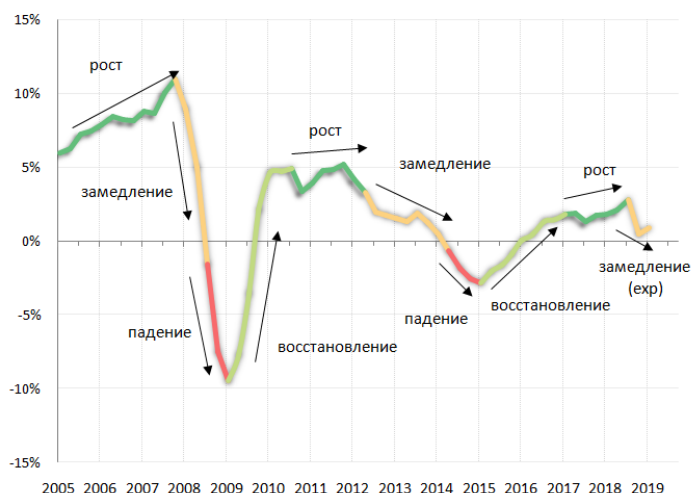
Экономика .....	3
Внутренний спрос .....	4
Кредитование .....	6
Производственная активность.....	8
Внешний спрос .....	9
Рубль .....	11
Выбор стратегии .....	13
Обзор отраслей .....	14
Нефтегазовый сектор .....	14
Металлургия и добыча .....	19
Энергетика .....	26
Химия .....	32
Телекомы .....	36
Финансы .....	40
Потребительский сектор .....	44
Прочие сектора .....	49
Портфельные стратегии .....	52



# ЭКОНОМИКА

**ВВП России и стадии цикла**

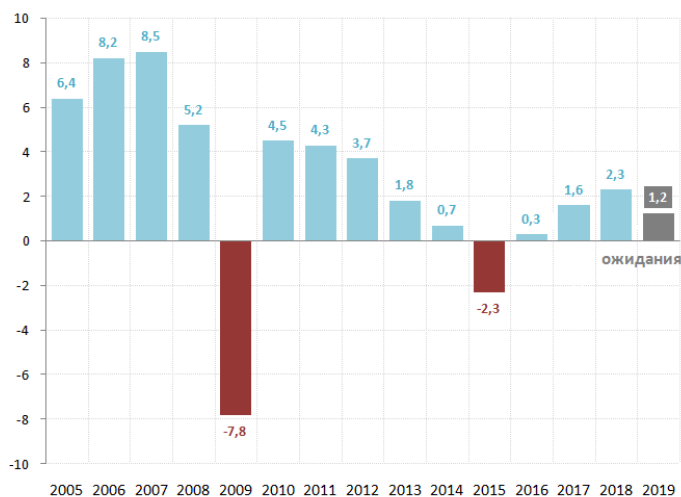
г/г, в %



данные ДоходЪ

**Динамика ВВП России**

г/г, в %



Состояние российской экономики остается **негативным фактором для российского рынка акций**. По итогам прошлого года ВВП России вырос на 2,3%, однако ускорение роста обеспечивалось разовыми факторами, прежде всего, учетом объемов строительства завода Ямал СПГ.

Уже по итогам 1 квартала рост ВВП замедлился до 0,5% в годовом выражении. Во 2 квартале показатель составил 0,9%, что все еще значительно ниже целевых темпов роста. Мы полагаем, что по итогам 2019 рост экономики России составит 1,2%. Большинство факторов указывает на негативные условия для роста стоимости акций.



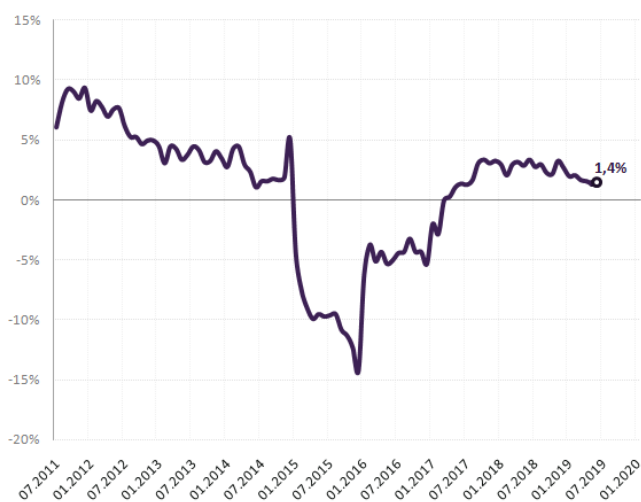
## ВНУТРЕННИЙ СПРОС

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



данные Refinitiv, Доходъ

Оборот розничной торговли в России  
г/г, %



**Оборот розничной торговли** в июне увеличился на 1,4% (г/г), что ниже средних темпов роста на 2-3%, показанных в 2018 году. Наихудшую динамику показывает автомобильный сектор, где продажи новых легковых автомобилей во втором квартале упали на 4,2% в годовом выражении.

Лучше остальных секторов выглядят авиа и железнодорожные перевозки. Пассажирские авиаперевозки на зарубежных направлениях во 2 квартале увеличились до 19,5% (г/г) по сравнению с ростом на 15,5% кварталом ранее. Рост перевозок пассажиров на сети «РЖД» ускорился до 3,1 % (г/г) с 3% кварталом ранее.

Рост расходов на продовольственные товары в июне составил 1,4% (г/г), замедлившись по сравнению с прошлым годом.

Внутренний спрос остается **негативным фактором** влияния на доходы потребительского сектора.



данные Доходь, Refinitiv, Росстат

Низкие темпы роста потребительского спроса объясняются снижением курса рубля в 2018 году, которое привело к ухудшению потребительских настроений и замедлению роста реальных зарплат населения с 6,9% в 2017 году до 2,9% в 2018 году. Несмотря на укрепление российской валюты во втором квартале 2019 года, реальная зарплата показывает дальнейшее замедление роста до 2,3% в годовом выражении.

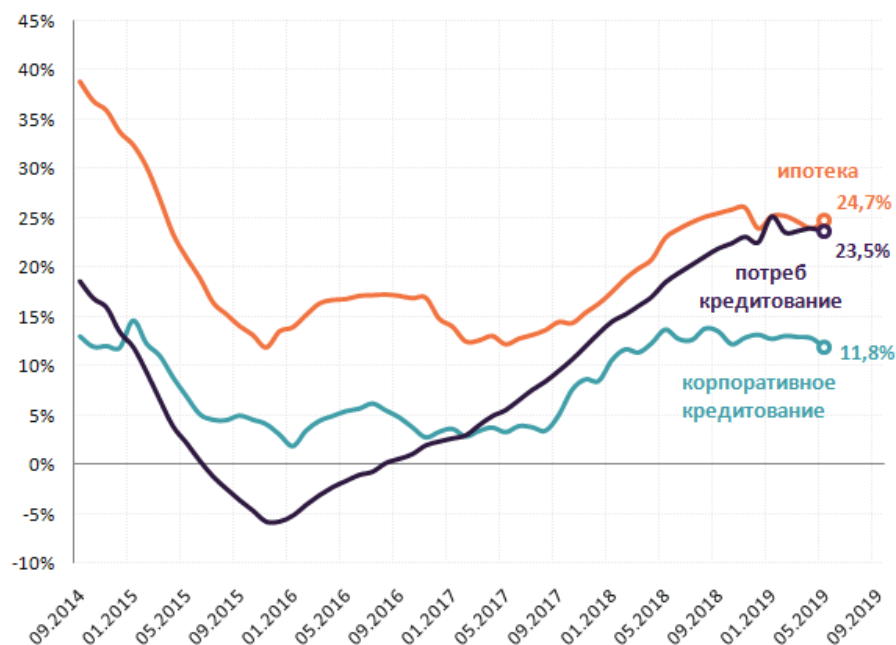
Мы полагаем, что рост розничного оборота в России останется слабым в ближайшие годы. По итогам 2019 года показатель вырастет на 1,6%, по итогам 2020 года – на 2% в реальном выражении. С учетом инфляции розничный оборот будет прибавлять около 6-7% в год.

Темп роста выручки компаний потребительского сектора будет ниже исторических средних. Ухудшающуюся динамику роста будут показывать компании сегмента автомобилестроения. Показать результат лучше рынка могут сектора, ориентированные на предоставление услуг, в частности пассажироперевозок.

## КРЕДИТОВАНИЕ

### Изменение кредитного портфеля российских банков

г/г, %

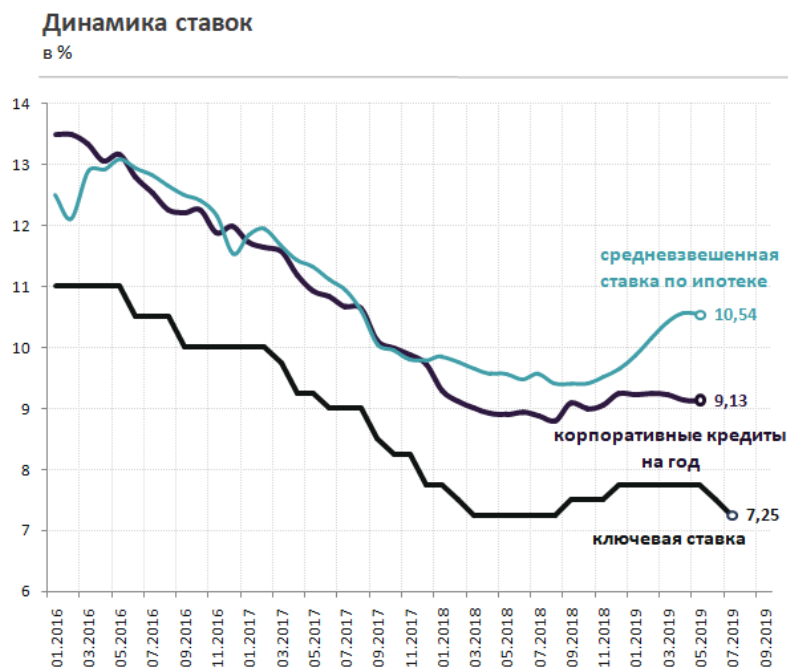


данные Доходь, Refinitiv

С начала 2017 года на российском рынке начался бум потребительского кредитования, который позитивно сказался на финансовых результатах банковского сектора. Несмотря на повышение надбавок к коэффициентам риска по потребительским кредитам в 2018 году, годовые темпы роста портфеля банков в сегменте остаются выше 23%, что является исторически высоким уровнем.

Портфель жилищных кредитов, показывает замедление темпов роста до 24,7% в годовом выражении по сравнению с 26,1% в октябре прошлого года, что связано с увеличением процентных ставок по ипотеке.

Рост портфеля кредитов корпоративного сектора отстает от темпов роста потребительского кредитования. Второй год подряд показатель увеличивается на 12% в годовом выражении.



данные Доходь, Refinitiv, ЦБ РФ

В течение 2019 года ЦБ дважды снизил ключевую ставку с 7,75% до 7,25%, до конца года мы ожидаем еще 1 понижения. Снижение процентных ставок может оказать позитивное влияние на финансовые результаты банковского сектора. Во-первых, это поддержит темпы роста кредитного портфеля, во-вторых, удешевит фондирование банков, способствуя увеличению чистой процентной маржи. В ближайший год мы ожидаем темп роста прибыли банковского сектора быстрее, чем у российских компаний в целом.

Наибольший положительный эффект должны получить крупнейшие представители банковского сектора. С 1 октября 2019 года вступят новые надбавки к коэффициентам риска для наиболее рискованных групп заемщиков, что может снизить темпы роста кредитных портфелей банков второго эшелона, ориентирующихся на необеспеченное потребительское кредитование. Переход застройщиков на счета эскроу поможет крупным банкам увеличить объемы проектного финансирования и корпоративные кредитные портфели.

Мы полагаем, что кредитно-финансовые условия будут **умеренно-позитивными** для российского банковского сектора. Рост кредитных портфелей российских банков составит около 15% в ближайший год, что исторически является высоким темпом.

## ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ АКТИВНОСТЬ

Индикаторы указывают на ухудшение настроений в российском корпоративном секторе. Индекс Markit Russia PMI в производстве с мая находится на отметке ниже 50 пунктов, что означает падение деловой активности и потенциальное снижение промышленного производства.

Динамика индекса PMI Markit Russia



данные Доходь, Refinitiv, Markit

Промышленное производство во втором квартале ускорило рост с 2,1% до 3% в годовом выражении, однако вклад в улучшение показателя в основном внесли лишь отрасли металлургии и машиностроения. Основные несырьевые отрасли показали замедление роста. По оценке Минэкономразвития, инвестиции в основной капитал во втором квартале демонстрировали околонулевую динамику.

Текущие индикаторы указывают на слабую инвестиционную активность и низкий потенциал роста производства. Рост объема инвестиций в дальнейшем может быть поддержан со стороны государства реализацией нацпроектов, которая должна начаться в начале 2020 года.

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 2,5% в год.

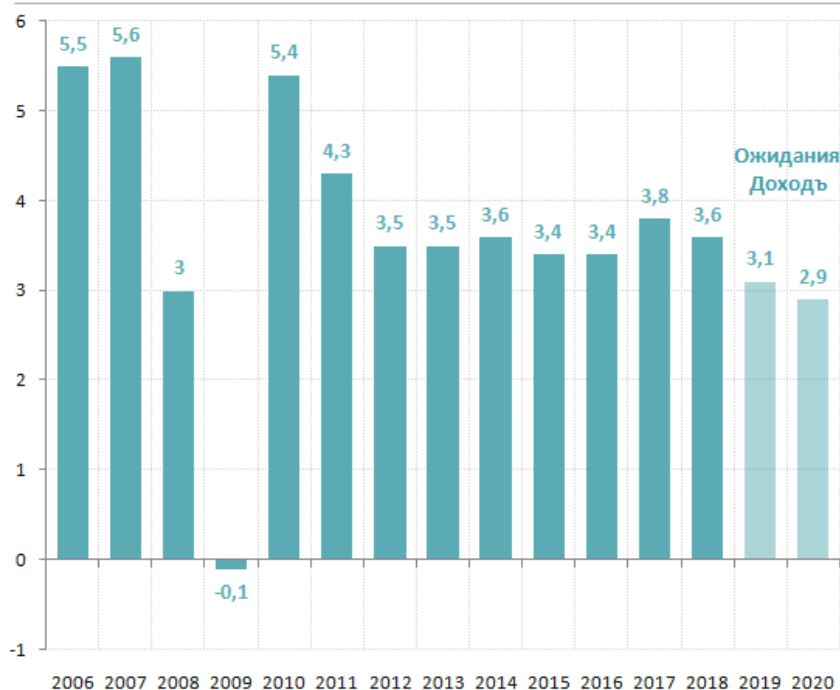


# ВНЕШНИЙ СПРОС

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

## Динамика мирового ВВП

г/г, %



данные Доходь, МВФ

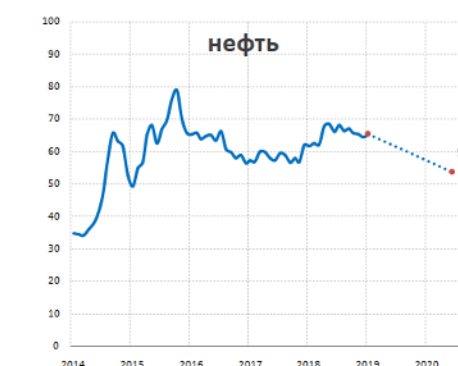
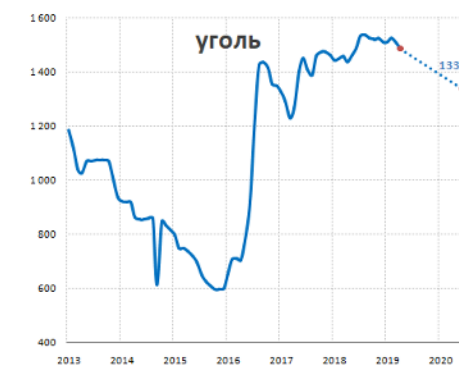
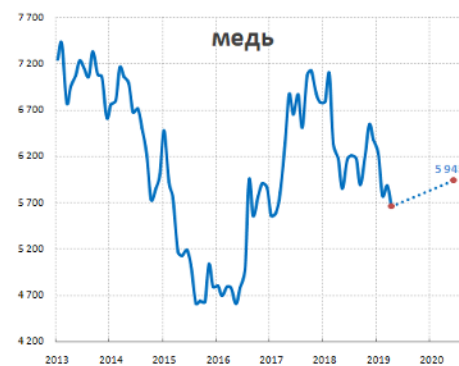
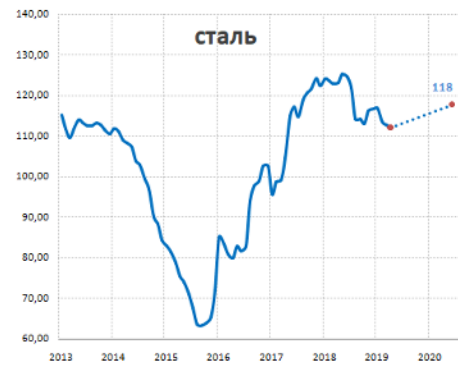
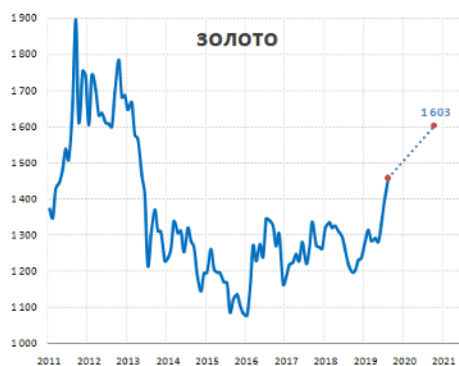
Эффект снижения объемов бюджетного стимулирования в США может привести к замедлению роста крупнейшей мировой экономики. В совокупности с замедлением китайской экономики на фоне торгового конфликта в США, это приведет к снижению деловой активности в остальных регионах мира. Мировой ВВП по итогам 2019 года должен увеличиться на 3,1%, что является наименьшим темпом роста с кризисного 2009 года. Замедление, скорее всего, продолжится в дальнейшем, в 2020 году мы ожидаем замедления мирового роста до 2,9%.

Слабый внешний спрос будет негативно влиять на цены товаров сырьевого рынка. Мы полагаем, что наихудшие перспективы изменения цен у топливных товаров и черной металлургии.



Падение долларовых процентных ставок и ожидания замедления мировой экономики могут позитивно повлиять на рост стоимости драгоценных металлов. Ряд цветных металлов 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



## РУБЛЬ

В стратегии валютного рынка мы понизили прогноз курса доллара по итогам 2019 года до уровня в 62,5 руб из-за смены вектора денежной политики ФРС и сделки ОПЕК+, которая должна была поддержать котировки топливного рынка.

Из-за рисков замедления мировой экономики на фоне торговых конфликтов и коррекции цен на нефть в 2020 году мы ждали роста курса доллара до 69 рублей.

Сценарий с возобновлением торгового конфликта между Китаем и США реализовался уже в августе 2019 года, поэтому из-за потенциального ускорения оттока капитала с развивающихся рынков мы поднимаем прогноз курса доллара до 65 рублей уже по итогам 2019 года. По итогам 2020 мы ждем роста курса доллара до 69 рублей.

Ожидаемое ослабление курса российской валюты до конца 2020 года благоприятно повлияет на российских экспортеров, частично компенсируя ожидаемое падение цен на мировых сырьевых рынках. Для компаний, ориентированных на внутренний рынок, изменение курса рубля в пределах 10% значительного влияния на деловую активность не окажет. Мы полагаем, что прогноз курса рубля является умеренно-позитивным для компаний российского фондового рынка.



Фактор	Влияние на компании фондового рынка	Влияние на отрасли российского рынка
<b>ВНУТРЕННИЙ СПРОС</b>	<b>негативное</b>	Замедление роста зарплат продолжается, что негативно влияет на потребительский спрос. Оборот розничной торговли в ближайшие годы будет расти среднегодовым темпом на 2% в реальном выражении. Выручка <b>потребительского сектора</b> будет расти быстрее рынка, но темп ее роста будет ниже исторических средних.
<b>КРЕДИТОВАНИЕ</b>	<b>умеренно-положительное</b>	Темпы роста кредитования остаются высокими. У крупных представителей <b>финансового сектора</b> есть потенциал роста лучше, чем у рынка в целом. Переход застройщиков на проектное финансирование в текущем году увеличит процентные доходы банков. За счет роста кредитного портфеля мы ожидаем темпы роста выручки сектора в 2019 году выше среднерыночных.
<b>ИНВЕСТИЦИИ</b>	<b>негативное</b>	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 <b>металлургического и строительного секторов</b> . Производство в остальных секторах продолжит стагнировать.
<b>ВНЕШНИЙ МИР</b>	<b>умеренно-негативное</b>	Снижение прогнозов по росту ВВП Европы и США и рост экономики Китая ниже уровня 2018 года приведет к стагнации цен на сырьевые товары, что является сдерживающим фактором для роста выручки <b>металлургического, нефтегазового и химического секторов</b> .
<b>РУБЛЬ</b>	<b>умеренно-положительное</b>	Снижение курса рубля до конца 2020 года позволит компенсировать часть потерь экспортеров из-за потенциального снижения мировых цен на сырьевых рынках. Для <b>металлургического, нефтегазового и химического секторов</b> 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. 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

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Металлы 1%	Телекомы -15%

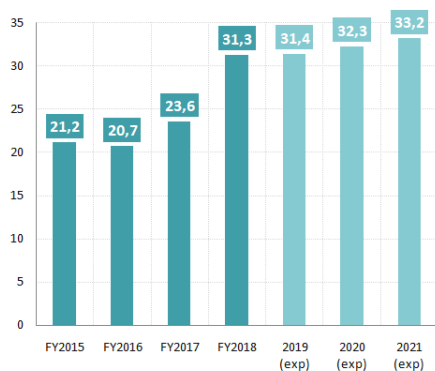
данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

В 2018 году нефтегазовый сектор оказался лидером роста выручки и прибыли за счет восстановления цен на нефть и одновременного ослабления курса рубля. В ближайшие несколько лет мы ожидаем стагнацию финансовых показателей отрасли: в 2019 году выручка вырастет всего на 0,5% по сравнению с ростом на треть в предыдущем году, в дальнейшем темпы не превысят 1% из-за ожидаемого нами снижения цен на нефтяном рынке.

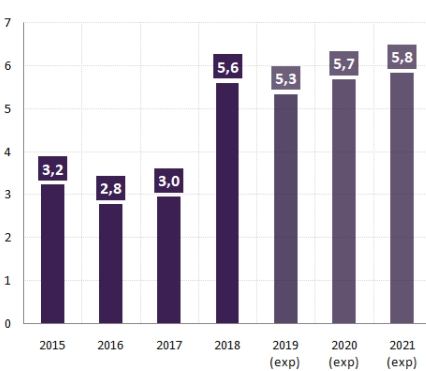
## Показатели нефтегазового сектора

трлн. руб

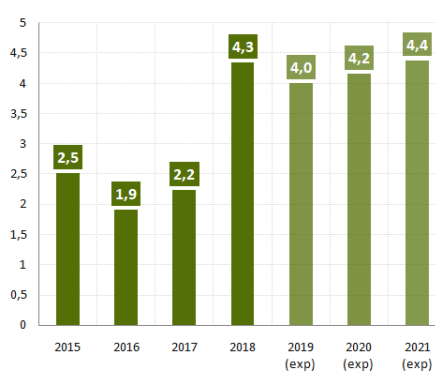
### Выручка



### Операционная прибыль



### Чистая прибыль

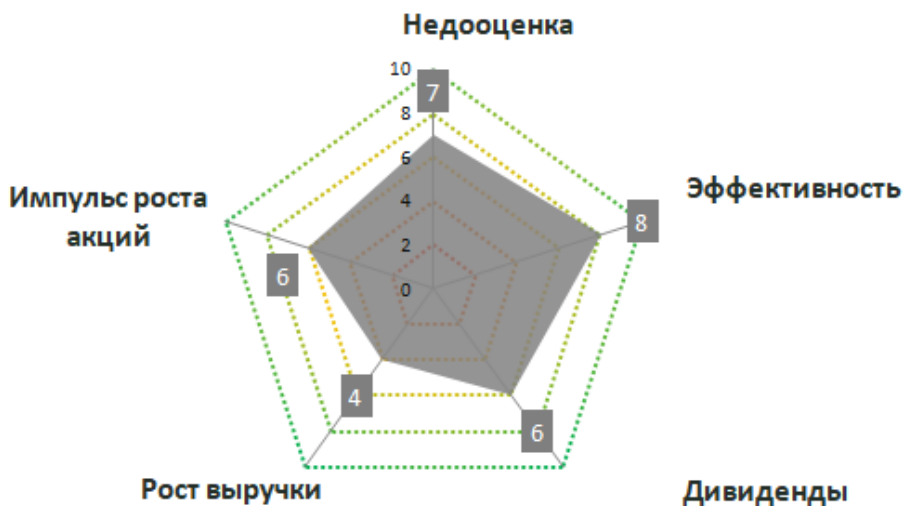


данные Доходь

Стагнация выручки будет сопровождаться ростом расходов компаний, что приведет к сокращению показателей рентабельности и падению чистой прибыли компаний сектора. Мы ожидаем, что рекорд по прибыльности 2018 года будет превышен не ранее, чем через 2 года.



## Медианные оценки компаний нефтегазового сектора по шкале от 1 до 10

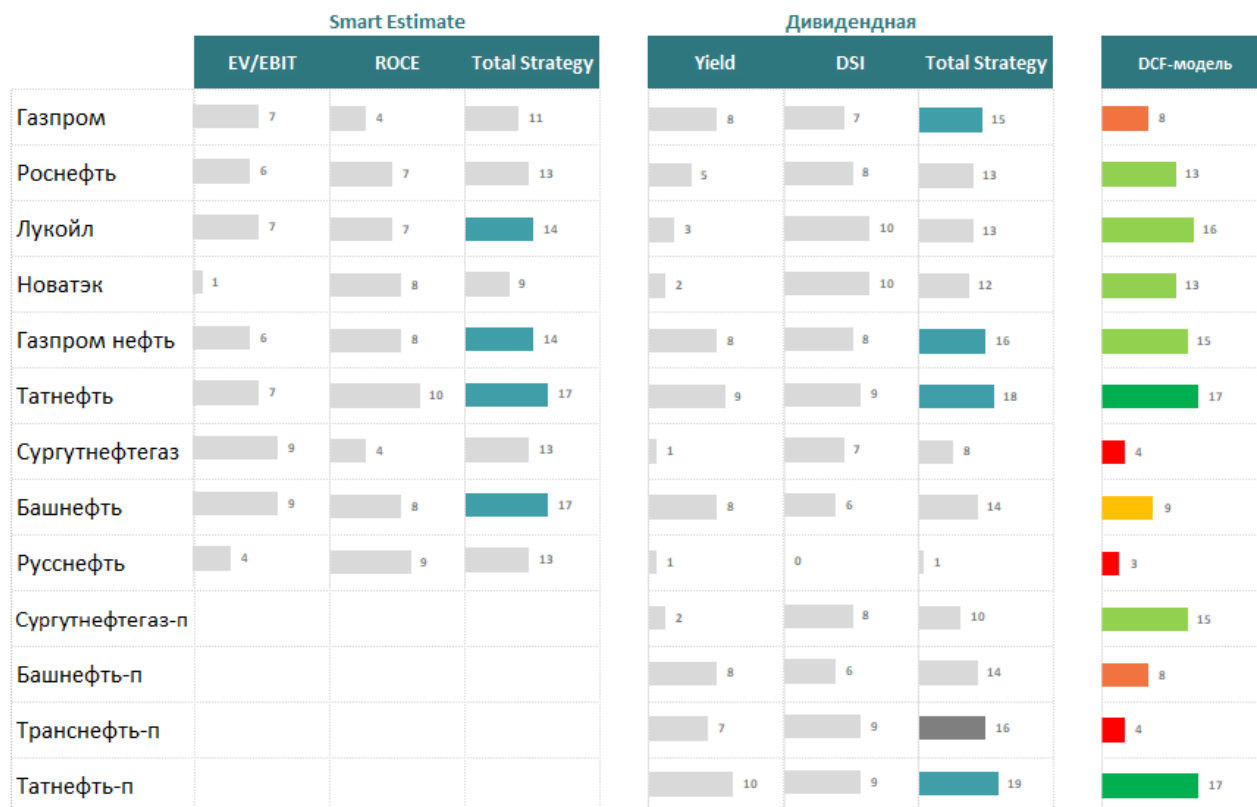


Факторы		
Недооценка	7	Strong
Эффективность	8	Strong
Дивиденды	6	Medium
Рост выручки	4	Weak
Импульс роста акций	6	Medium

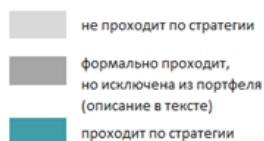
### данные Доходь

Нефтегазовый сектор оценен дешевле среднерыночного уровня по мультипликаторам. За счет высоких показателей рентабельности капитала сектор имеет хорошие оценки эффективности. Дивидендная доходность находится близко к среднерыночным уровням, однако высокая стабильность выплат позволяет ряду компаний отрасли проходить в портфель по дивидендной стратегии.

## Оценки компаний по стратегиям



Попадание в стратегии:



DCF-потенциал:



данные Доходь

Сектор имеет трех представителей в портфеле по дивидендной стратегии. По сравнению с предыдущим обзором из него были убраны привилегированные акции Сургутнефтегаза, прибыль которого по итогам 2019 года сократится вместе с укреплением российской валюты, и Башнефти. После объявления о намерении пересмотреть дивидендную политику и обновления коэффициентов стабильности дивидендов, в портфель попали акции Газпрома. Транснефть не проходит в портфель из-за низкого рейтинга по DCF-модели.

В портфеле, рассчитанном на отбор эффективных недооцененных компаний (Smart Estimate) остается 4 представителя сектора: Лукойл, Газпром нефть, Татнефть и Башнефть.





# НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

## Лукойл Smart Estimate DCF

По мультипликаторам Лукойл стоит чуть дешевле среднерыночных уровней ( $P/E\ 2019 = 6,4x$ ,  $EV/EBIT\ 2019 = 5x$ ). Рентабельность инвестированного капитала чуть выше рынка. Компания проходит в стратегию Smart Estimate, находясь на грани попадания в портфель.

С апреля акции Лукойла отстают от доходности сектора после завершения программы выкупа акций. Мы полагаем, что даже отказ от нового раунда выкупа акций не должен оказывать негативного влияния на стоимость компании, так как высвободившийся денежный поток может быть направлен на выплату дивидендов или перспективные инвестиционные проекты, способные повысить внутреннюю стоимость компании.

## Газпром нефть Smart Estimate Dividend

Компания стоит чуть дороже Лукойла по мультипликаторам, однако более высокая рентабельность позволяет компании оставаться в портфеле Smart Estimate. Катализатором роста акций может стать увеличение коэффициента выплаты дивидендов с 35% до 50%.

## Башнефть Smart Estimate

Башнефть входит в список самых дешевых компаний сектора по мультипликаторам ( $P/E=3,6x$ ,  $EV/EBIT=3,4x$ ). Высокая рентабельность инвестированного капитала позволяет акциям проходить в портфель по стратегии Smart Estimate.

По итогам 2018 года компания рекомендовала дивиденды в размере лишь 28% от прибыли по МСФО, вместо ожидавшихся 50%. Это снизило ожидаемую доходность до уровня ниже 10%, что с учетом невысокой стабильности выплат, привело к уходу акций компании из портфеля по дивидендной стратегии.



## Татнефть-п **Smart Estimate** **Dividend**

По мультипликатору  $EV/EBIT=5,4x$  Татнефть оценена чуть дешевле среднего для российского рынка уровня. Высокая рентабельность инвестированного капитала позволяет Татнефти проходить в портфель по стратегии Smart Estimate.

Компания имеет отрицательный чистый долг, что позволяет весь свободный денежный поток выплачивать в качестве дивидендов. По итогам 2019 года компания планирует нарастить капитальные затраты и направить средства на развитие заводов «ТАНЕКО». Менеджмент компании обозначил готовность привлечь кредиты на период увеличения инвестиционной программы, чтобы поддержать уровень дивидендов не ниже прошлого года. Это является основанием сохранять акции компании в дивидендной стратегии.

## Газпром **Dividend**

По мультипликаторам Газпром оценен ниже средних значений по сектору ( $P/E\ 2019 = 4,3x$ ;  $EV/EBIT\ 2019 = 5,1x$ ), однако низкая рентабельность не позволяет включить компанию в стратегию Smart Estimate.

По итогам 2018 года компания Газпром увеличила дивиденды почти в 2 раза по сравнению с предыдущим годом, обозначив намерение принять новую дивидендную политику. Менеджмент планирует постепенное увеличение коэффициента выплат до 50% от прибыли по МСФО. Мы полагаем, что компания выплатит 43% от прибыли по МСФО, что сформирует дивидендную доходность на уровне 8,3% к текущей цене. С учетом обновленного коэффициента стабильности выплат этого достаточно для попадания в дивидендный портфель.



# МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫЧА

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	<b>Металлы</b> 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	<b>Металлы</b> 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	<b>Металлы</b> 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	<b>Металлы</b> 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	<b>Металлы</b> 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
<b>Металлы</b> -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	<b>Металлы</b> 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	<b>Металлы</b> 1%	Телекомы -15%

данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

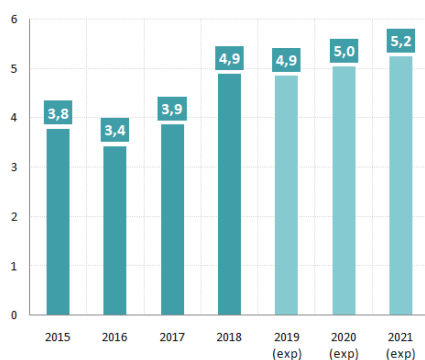
В 2018 году сектор металлургии уступил по темпам роста выручки нефтегазовому сектору, что стало следствием коррекции мировых цен на некоторые металлы. В ближайшие несколько лет мы ожидаем стагнации финансовых показателей отрасли: в 2019 году совокупная выручка металлургов из-за снижения цен на черные металлы вырастет лишь на 1,6% по сравнению с 27%-ным ростом в предыдущем году, в дальнейшем темпы не превысят 4%.

Стагнация выручки будет сопровождаться ростом расходов компаний, что приведет к снижению чистой прибыли сектора в 2019 году. С 2021 года после завершения масштабных инвестиционных программ мы ожидаем роста рентабельности в секторе.

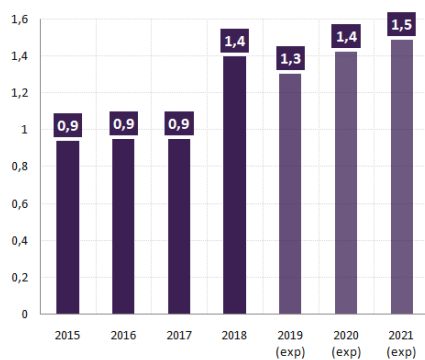
Показатели металлургического сектора

трлн. руб

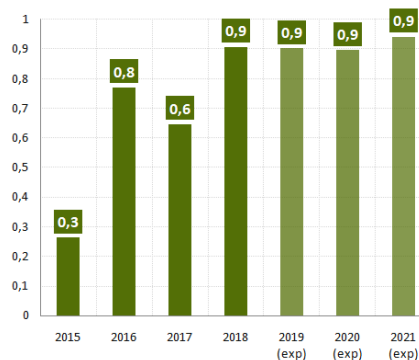
Выручка



Операционная прибыль



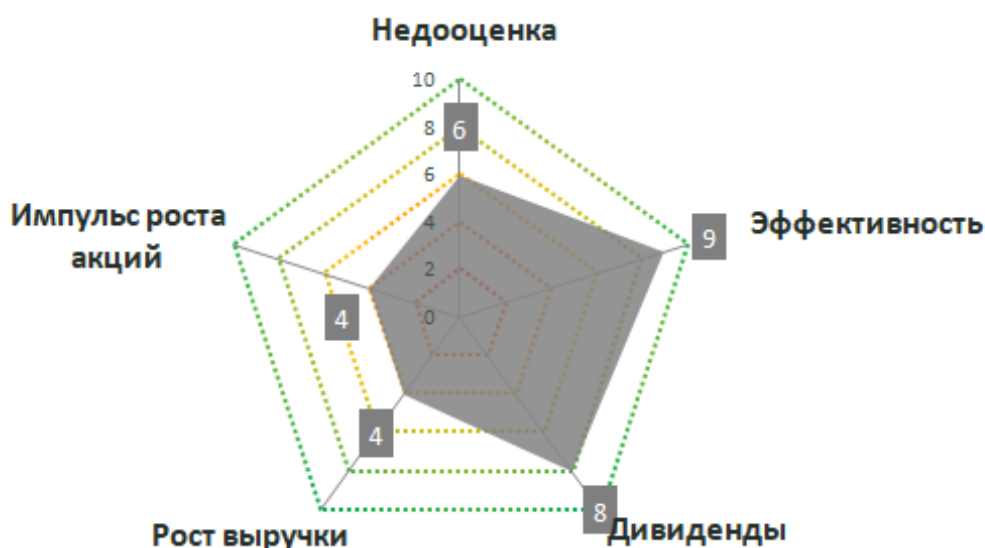
Чистая прибыль



данные Доходь



## Медианные оценки компаний металлургического сектора по шкале от 1 до 10



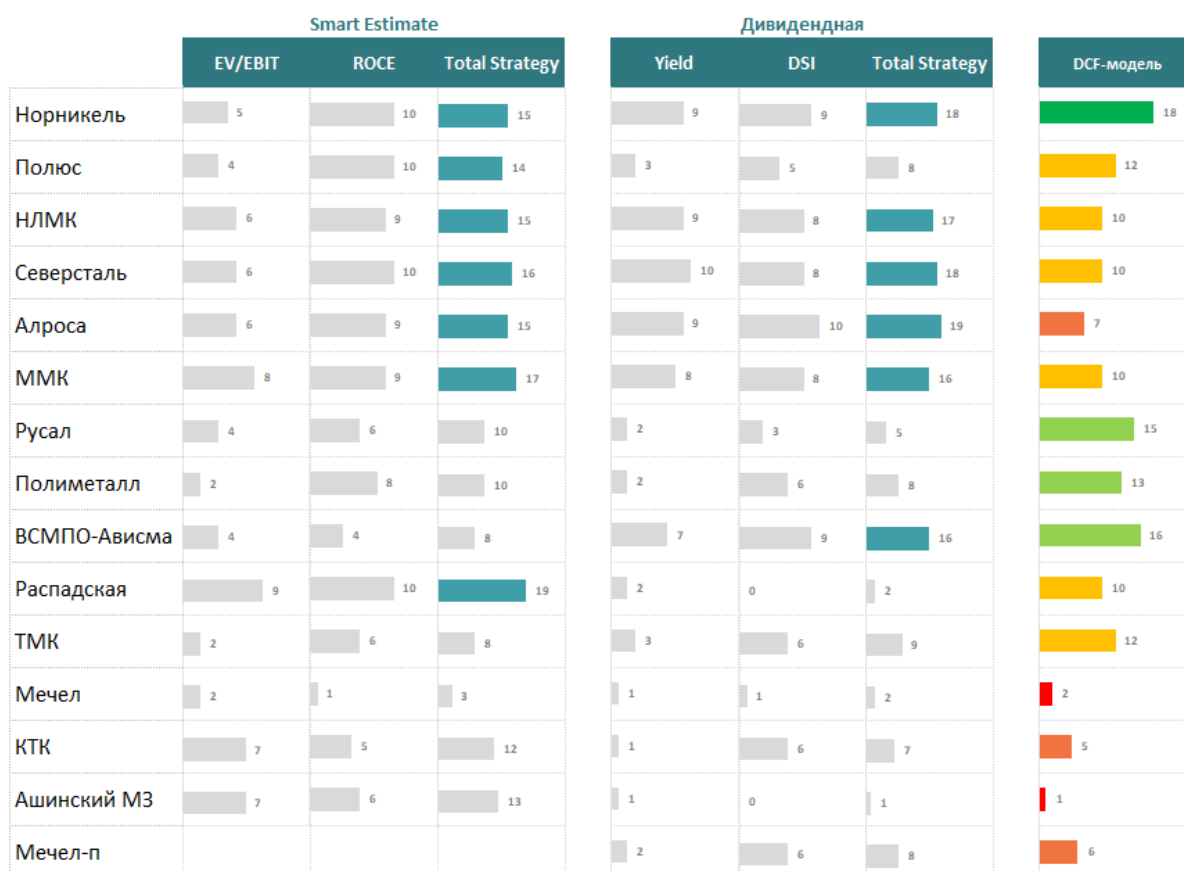
Факторы		
Недооценка	6	Medium
Эффективность	9	Very Strong
Дивиденды	8	Strong
Рост выручки	4	Weak
Импульс роста акций	4	Weak

### данные Доходь

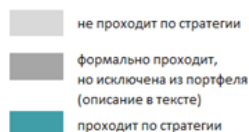
По мультипликаторам компании металлургического сектора оценены чуть дешевле среднерыночного уровня. Перспективы роста выручки и роста стоимости акций чуть хуже, чем у рынка в среднем. Плановый рост капитальных затрат и снижение показателей прибыльности уменьшили ожидаемую дивидендную доходность акций сектора, но она остается выше среднерыночной.



## Оценки компаний по стратегиям



Попадание в стратегии:



DCF-потенциал:



данные Доходь

Сектор широко представлен как в портфеле, рассчитанном на отбор эффективных и недооцененных компаний Smart Estimate, так и в дивидендной стратегии. При этом большинство компаний имеют низкий потенциал по DCF-модели, что отражает наш негативный взгляд на перспективы роста цен в черной металлургии.

По сравнению с предыдущей стратегией из портфеля Smart Estimate были исключены акции КТК из-за прогноза падения цен на энергетический уголь. Были добавлены акции Полюс Золото. В составе портфеля по дивидендной стратегии изменений не произошло.

## МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

### Норникель **DCF** **Smart Estimate** **Dividend**

Норникель все еще дорого оценивается рынком ( $P/E$  2019 = 8,7x,  $EV/EBIT$  2019 = 7,5x), однако рентабельности достаточно, чтобы пройти отбор в портфель по стратегии Smart Estimate.

В стратегию, ориентированную на получение дивидендов, Норникель проходит с ожидаемой дивидендной доходностью выше 10% в ближайшие 12 месяцев. Компания направляет на дивиденды не менее 60% EBITDA, если соотношение чистого долга к EBITDA менее 1,8x. Рост цен на цветные металлы позволит компании увеличить показатели прибыльности. Долгосрочная оценка Норникеля показывает высокий потенциал роста стоимости.

### НЛМК **Smart Estimate** **Dividend**

По мультипликаторам недооценки НЛМК оценен на уровне рынка ( $P/E$  2019=8,2x,  $EV/EBIT$ =6,1x). Высокие показатели рентабельности капитала позволяют акциям остаться в портфеле Smart Estimate.

Благодаря низкой долговой нагрузке Чистый долг/EBITDA=0,3x НЛМК выплачивает своим акционерам практически весь свободный денежный поток. Из расчета свободного денежного потока для выплаты дивидендов будут исключены инвестиции выше уровня \$700 млн. Ожидаемой дивидендной доходности достаточно, чтобы попасть в портфель по дивидендной стратегии.

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

Северсталь остается в наших стратегиях, рассчитанных на недооценку и покупку компаний с высокими и стабильными дивидендами. По «стоимостным» мультипликаторам компания оценена на уровне рынка ( $P/E$  2019=8x,  $EV/EBIT$ =5,7x), входит в топ компаний по показателю рентабельности инвестированного капитала.

Несмотря на плановый рост капитальных затрат, Северсталь также исключает из свободного денежного потока, выступающего базой для расчета дивидендов, инвестиции, превышающие \$800 млн. Это позволяет компании поддерживать стабильную дивидендную доходность лучше рынка.



## МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

### Алроса **Smart Estimate** **Dividend**

Снижение объема продаж в каратах крупнейшей в мире алмазодобывающей компании и укрепление рубля негативно влияют на выручку металлурга и снижают показатели прибыльности, что, в свою очередь ведет к сокращению базы для расчета дивидендов. Тем не менее, ожидаемой дивидендной доходности на уровне 9% достаточно для попадания в дивидендный портфель.

Низкая долговая нагрузка и высокая рентабельность являются одними из положительных характеристик Алросы. С учетом долга компания оценивается дешевле рынка ( $EV/EBIT$  2019 = 4,8x). Рентабельность инвестированного капитала позволяет акциям Алросы остаться в портфеле Smart Estimate, но с рекомендацией держать долю акций значительно ниже средневзвешенной.

### ММК **Smart Estimate** **Dividend**

Магнитогорский металлургический комбинат показывает более слабые результаты в текущем году, в отличие от других крупных российских производителей стали – Северстали и НЛМК. Снижение мировых цен на сталь, укрепление рубля и стремительный рост цен на железную руду привели к снижению доходов от операционной деятельности компании. Чтобы не допустить слишком резкого снижения дивидендов, ММК рекомендовала выплаты акционерам в 200% от свободного денежного потока по итогам 2 квартала 2019 года. Тем не менее, размер дивиденда оказался на 56% ниже, чем год назад. Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев снизилась до 9,1%. С учетом высокой оценки по стабильности дивидендных выплат DSI акции ММК остаются в дивидендном портфеле.

По «стоимостным» мультипликаторам компания немного недооценена рынком ( $P/E$  2019=6,1x,  $EV/EBIT$ =4,7x) и имеет высокую рентабельность капитала. Этого достаточно для попадания в портфель по стратегии Smart Estimate.



## МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

### ВСМПО-Ависма **DCF** **Dividend**

По мультипликаторам недооценки ВСМПО-Ависма, крупнейший в мире производитель титановой продукции, оценивается рынком дорого ( $P/E\ 2019 = 12,9$ ;  $EV/EBIT\ 2019 = 8,7$ ). Акции компании не проходят в стратегию Smart Estimate, но попадают в дивидендный портфель благодаря высокому индексу стабильности дивидендов и дивидендной доходности выше среднерыночной.

Мы оцениваем потенциал роста корпорации как высокий, поскольку ВСМПО-Ависма является крупнейшим поставщиком на мировом рынке титановых полуфабрикатов и давним партнером крупных мировых компаний, таких как Boeing, Airbus, Embraer и Rolls-Royce, которыми поддерживается стабильный спрос на сырье и продукцию корпорации. Объем экспортных продаж компании составляет более 70% от ежегодного объема производимой продукции.

### Распадская **Smart Estimate**

По фундаментальным индикаторам компания является одной из самых недооцененных в секторе и имеет лучшую на рынке рентабельность капитала. Акции уверенно проходят в стратегию, рассчитанную на поиск недооцененных и эффективных компаний Smart Estimate.

Согласно новой дивидендной политике, принятой в марте 2019 года, дивиденды по итогам текущего года будут на уровне 3,2 млрд рублей, что при свободном денежном потоке в 20 млрд рублей является очень низким показателем и формирует ожидаемую дивидендную доходность в ближайшие 12 месяцев на уровне 3,6%. Хотя сама компания обозначает такие дивиденды как минимальные, мы полагаем, что значительного увеличения выплат в итоге не произойдет. Компания не входит в дивидендный портфель и имеет потенциал роста на уровне рынка.





## МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

### Полюс **Smart Estimate**

По основным мультипликаторам Полюс оценен дороже рынка (P/E 2019=9x; EV/EBIT 2019=8,1x), однако компания имеет одну из самых высоких рентабельностей на российском рынке, что позволяет включить компанию в стратегию Smart Estimate.

Торговая война между США и Китаем, а также снижение процентных ставок в США способствуют росту спроса на золото как защитный актив и увеличению цен на него. Мы полагаем, что драгоценный металл продолжит расти в стоимости, что обеспечит рост выручки Полюса быстрее рынка. Благодаря этому Полюс имеет относительно высокую оценку по DCF-модели, несмотря на высокие текущие мультипликаторы.



# ЭНЕРГЕТИКА

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Металлы 1%	Телекомы -15%

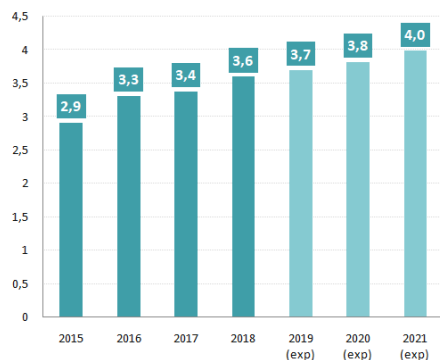
данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

В 2019 году сектор электроэнергетики оказался в лидерах по доходности на ожиданиях роста дивидендов от крупнейших представителей отрасли, прежде всего Россетей. Мы полагаем, что ралли индекса сектора является временным, так как большинство генерирующих компаний входят в новый инвестиционный цикл после окончания действия старых договоров по предоставлению мощности (ДПМ). Реализация программы ДПМ-2 приведет к росту капитальных затрат и снизит прибыльность компаний в краткосрочной перспективе. Отдача в виде роста финансовых результатов начнется не раньше 2022 года.

## Показатели энергетического сектора

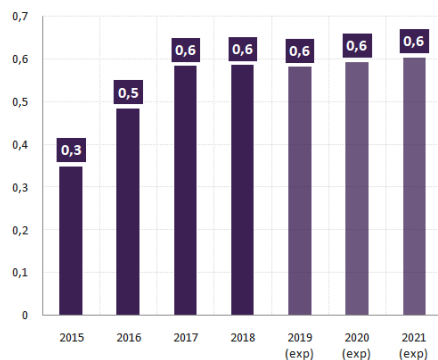
трлн. руб

### Выручка

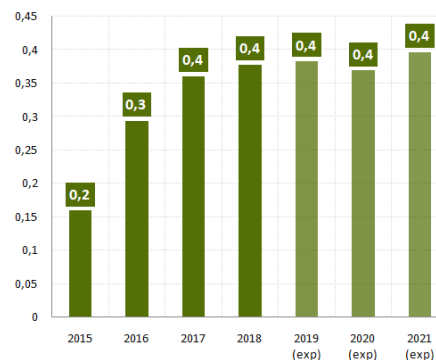


данные Доходь

### Операционная прибыль

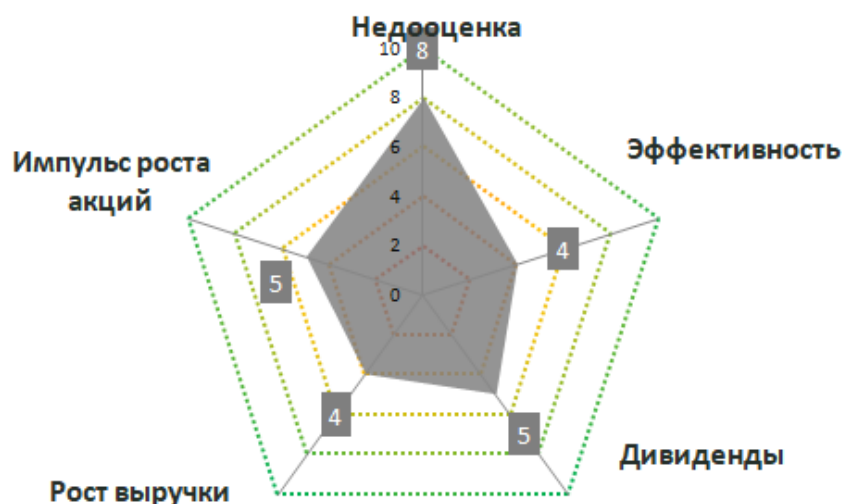


### Чистая прибыль





## Медианные оценки компаний энергетического сектора по шкале от 1 до 10



Факторы		
Недооценка	8	Strong
Эффективность	4	Weak
Дивиденды	5	Medium
Рост выручки	4	Weak
Импульс роста акций	5	Medium

### данные Доходь

По основным мультипликаторам компании сектора энергетики оценены дешевле среднерыночного уровня. Это объясняется слабыми перспективами роста выручки и низкой эффективностью инвестированного капитала. Дивидендная доходность немного выше среднерыночных значений.



## Оценки компаний по стратегиям



Сектор имеет четырех представителей в портфеле по дивидендной стратегии. После обновления индексов стабильности дивидендов мы добавили в портфель акции ТГК-1 и Ленэнерго. Кроме того, из-за ожидаемого роста выплат добавлены акции Юнипро.

В портфеле, рассчитанном на отбор эффективных недооцененных компаний (Smart Estimate) остается 4 представителя сектора: Интер РАО, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Волги и Юнипро. Изменений в составе портфеля не произошло.



## ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

### Интер РАО **Smart Estimate** **DCF**

В 2019 году компания начинает новый инвестиционный цикл и будет наращивать капитальные затраты для технического перевооружения и реконструкции действующего оборудования.

Капзатраты в рамках цикла могут составить около 300 млрд. руб., однако большую часть необходимой суммы компания уже аккумулировала на своих счетах: кэш и краткосрочные инвестиции по итогам 1 квартала превысили 240 млрд рублей. У компании фактически отсутствует долг, что при ожидаемом свободном денежном потоке в 2019 году на уровне около 70 млрд рублей могло бы позволить значительно увеличить дивиденды.

Компания стоит дешевле рынка по мультипликаторам ( $P/E = 5,4x$ ,  $EV/EBIT=2,8x$ ). У Интер РАО достаточно высокая рентабельность капитала на уровне 19%, что позволяет бумагам попасть в портфель по стратегии Smart Estimate.

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

По итогам 1 квартала 2019 года компания сократила выручку на 5% до 25,6 млрд рублей. На сокращение показателя повлияло прекращение деятельности в качестве гарантирующего поставщика во Владимирской области с 1 апреля 2018 года, которое год назад прибавило 3,3 млрд руб к квартальным показателям компании.

Показатели во 2-4 кварталах 2019 года должны быть не хуже, чем в прошлом году, что формирует недооценку по мультипликаторам. В совокупности с хорошими для сектора показателями рентабельности это обеспечивает МРСК ЦП попадание в портфель, основанный на стратегии по поиску эффективных недооцененных компаний Smart Estimate.

Мы ожидаем, что дивидендная доходность компании в ближайшие годы останется на уровне выше 10%, что позволит ей сохранить место в дивидендном портфеле.



## ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

### Ленэнерго-п **DCF** **Dividend**

За первое полугодие Ленэнерго нарастила финансовые показатели по РСБУ: выручка выросла на 11,8% до 39,8 млрд рублей, чистая прибыль выросла на 36% до 7,8 млрд. рублей благодаря росту валовой прибыли и выручки от передачи энергии. Компания имеет относительно высокую рентабельность капитала и низкую долговую нагрузку. По основным фундаментальным индикаторам Ленэнерго оценен на уровне средних значений по отрасли.

Компания распределяет на дивиденды 10% от прибыли по РСБУ по привилегированным акциям при условии, что показатель Чистый долг/ЕВITDA ниже 3х. Текущий показатель Чистый долг/ЕВITDA на уровне 0,8х. Ожидаемая дивидендная доходность привилегированных акций Ленэнерго по итогам 2019 года на уровне 12,6%, что позволяет акциям компании пройти в дивидендный портфель.

### Юнипро **DCF** **Smart Estimate** **Dividend**

Юнипро стабильно генерирует дивидендный поток и планирует увеличивать уровень выплат в ближайшие годы. В марте 2019 года менеджмент обозначил новую дивидендную политику, согласно которой на дивиденды в период с 2020-2022 годы будет выплачивать 20 млрд рублей, против 14 млрд рублей дивидендов, запланированных на 2019 год. Дивиденды уже в 2020 окажутся на уровне 0,317 рублей на акцию с доходностью 12%, что позволяет компании войти в дивидендный портфель.

При этом долговая нагрузка Юнипро находится на низком уровне. По основным индикаторам компания дорого оценена ( $P/E=9x$ ;  $EV/EBIT=5,9x$ ), однако после получения повышенных платежей по ДПМ операционная прибыль вырастет, что уменьшит показатель по индикатору недооценки  $EV/EBIT$ . Высокая эффективность позволяет Юнипро проходить в портфель по стратегии недооценки Smart Estimate.



## ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

### МРСК Волги **Smart Estimate**

Эффективность МРСК Волги на среднем для рынка уровне, однако, за счет недооценки по мультипликаторам ( $P/E\ 2019=3,7x$ ;  $EV/EBIT\ 2019=3,0x$ ), компания проходит в портфель по стратегии Smart Estimate.

Дивидендная доходность МРСК Волги находится на высоком уровне, однако низкая стабильность выплат из-за фактического отказа от выплаты дивидендов в 2014 и 2015 годах не позволяет включить компанию в итоговый дивидендный портфель.

### ТГК-1 **Dividend**

По итогам первого полугодия компания нарастила финансовые показатели по МСФО благодаря росту цен реализации электроэнергии на РСВ, а также росту выручки от экспорта: выручка выросла на 9,7% до 52 млрд рублей, прибыль выросла на 17% и составила 9,3 млрд рублей.

ТГК-1 оценена по мультипликаторам на уровне средних значений по отрасли ( $P/E\ 2019=4,2x$ ;  $EV/EBIT\ 2019=4,8x$ ). Компания имеет низкую долговую нагрузку. Высокая дивидендная доходность на уровне 10% в совокупности с высокой стабильностью выплат позволяют включить компанию в дивидендный портфель.



# ХИМИЯ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	<b>Химия 76%</b>	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	<b>Химия 20%</b>	Финансы 52%	Металлы 46%	<b>Химия 1%</b>	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	<b>Химия 99%</b>
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	<b>Химия 4%</b>	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
<b>Химия -17%</b>	Финансы -22%	Энергетика 18%	<b>Химия 6%</b>	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	<b>Химия 2%</b>	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Металлы 1%	Телекомы -15%

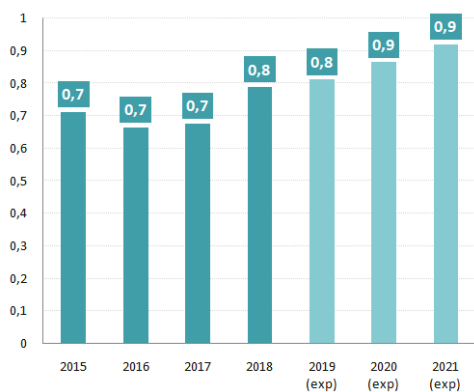
данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

В 2019 году индекс акций химии и нефтехимии оказался слабее рынка на фоне укрепления рубля и стагнации мировых цен на рынке удобрений. Мы полагаем, что компании сектора смогут увеличить выручку за счет вывода производственных мощностей на полную мощность.

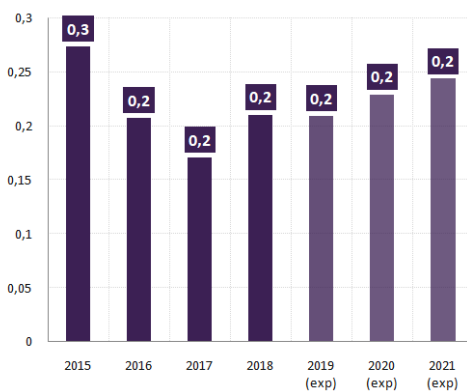
## Показатели химического сектора

трлн. руб

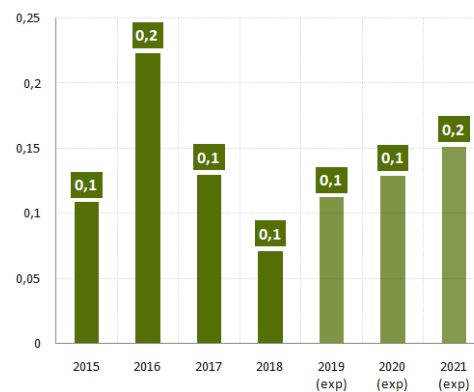
### Выручка



### Операционная прибыль



### Чистая прибыль

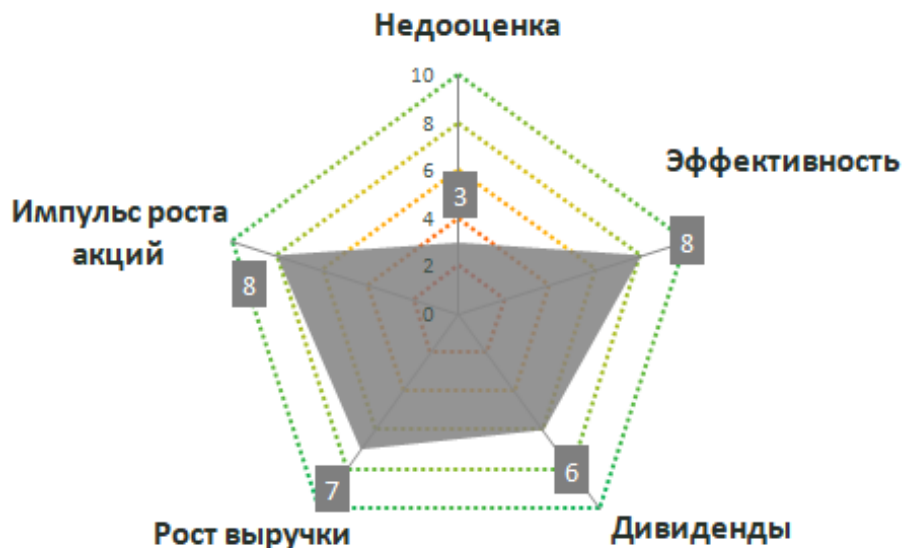


данные Доходь





## Медианные оценки компаний химического сектора по шкале от 1 до 10



Факторы		
Недооценка	3	Weak
Эффективность	8	Strong
Дивиденды	6	Medium
Рост выручки	7	Strong
Импульс роста акций	8	Strong

### данные Доходь

По основным мультипликаторам сектор стоит дороже рынка. Потенциальный рост выручки сектора - лучше рынка. Эффективность компаний также находится на высоком уровне. Сильной стороной отрасли является высокая эффективность инвестированного капитала.



### Оценки компаний по стратегиям

	Smart Estimate			Дивидендная			DCF-модель
	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Уралкалий	3	9	12	1	4	5	3
Фосагро	3	8	11	7	8	15	20
Акрон	3	8	11	5	7	12	14
Казаньоргсинтез	5	10	15	8	8	16	13
НКНХ	6	7	13	5	6	11	9
Казаньоргсинтез-п				1	5	6	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 Доходъ

В стратегию Smart Estimate по итогам оценки проходит Казаньоргсинтез. В дивидендную стратегию по итогам ребалансировки были добавлены Фосагро, Казаньоргсинтез.



## ХИМИЯ: НАШ ВЫБОР

### Фосагро **DCF** **Dividend**

В первом квартале 2019 года Фосагро увеличил выручку на 32% до рекордных в истории 72,3 млрд руб. Рост произошел благодаря увеличению продаж на 5%, долларовых цен реализации на 8% и ослаблению курса рубля на 16%. Чистая прибыль увеличилась в 3 раза до 21,2 млрд руб. По итогам всего 2019 года мы ждем более скромный рост выручки из-за уменьшения влияния ослабления рубля.

По основным мультипликаторам компания оценена немного дороже среднерыночного уровня, что не позволяет ей пройти в портфель по стратегии Smart Estimate. Дивидендная доходность на уровне около 9% в совокупности с высокой стабильностью выплат позволяют компании по итогам ребалансировки пройти в дивидендный портфель.

### Казаньоргсинтез **Smart Estimate** **Dividend**

В первой половине 2019 года Казаньоргсинтез нарастил выручку по РСБУ на 3% до 40 млрд рублей в годовом выражении. Стагнация на рынке полиэтилена в отчетном периоде оказала давление на чистую прибыль компании, которая в годовом выражении сократилась на 21% до 7,9 млрд рублей.

В прошлом году компания завершила ряд проектов по модернизации заводов, что может способствовать росту производства по итогам 2019 года. В планах компании запустить производство металлоценового полиэтилена, а также запустить масштабную программу модернизации мощностей.

Казаньоргсинтез не имеет долга. По мультипликаторам компания оценена на среднем для сектора уровне. Высокая рентабельность капитала позволяет включить компанию в стратегию Smart Estimate. Дивидендная доходность на уровне 8,5% и стабильность выплат позволяют включить компанию в дивидендный портфель.



# ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
<b>Телекомы 11%</b>	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	<b>Телекомы -2%</b>	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	<b>Телекомы 10%</b>	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	<b>Телекомы -3%</b>	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	<b>Телекомы 16%</b>	<b>Телекомы 4%</b>	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	<b>Телекомы -39%</b>	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Металлы 1%	<b>Телекомы -15%</b>

данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

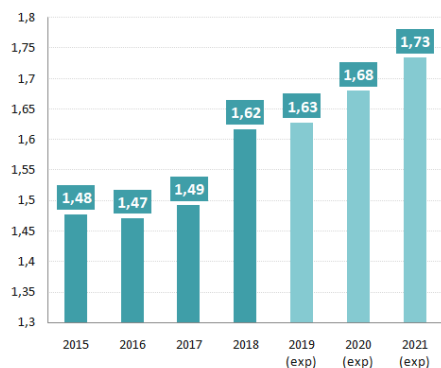
В 2019 году индекс телекоммуникаций показывает положительную динамику роста, прибавляя 10% с начала года, и лишь немного уступая в доходности индексу Мосбиржи. Долгосрочные результаты сектора остаются слабыми – с 2013 года отраслевой индекс оказался среди худших из-за стагнации выручки и падения рентабельности.

В ближайшие 3 года мы ожидаем роста выручки отрасли среднегодовым темпом на 3% (без учета эффекта от потенциальной консолидации Tele2 Ростелекомом). Из-за снижения рентабельности на фоне вынужденного увеличения капитальных затрат, прибыль компаний продолжит стагнировать.

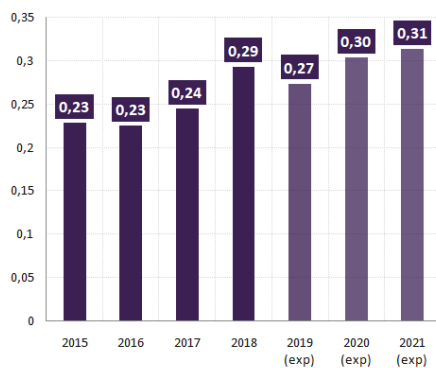
## Показатели сектора телекомов

трлн. руб

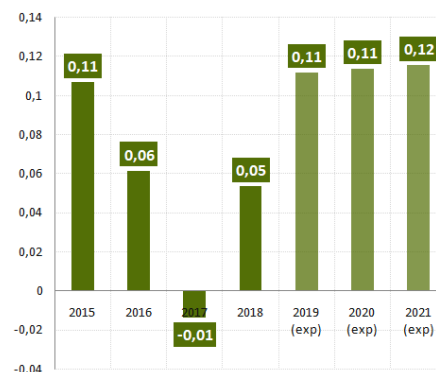
### Выручка



### Операционная прибыль



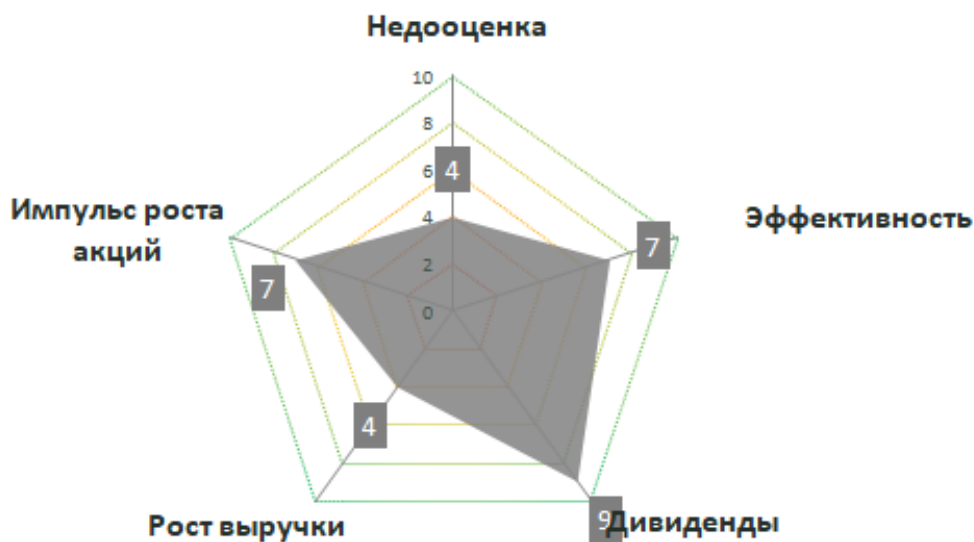
### Чистая прибыль



данные Доходь



## Медианные оценки компаний сектора телекомов по шкале от 1 до 10



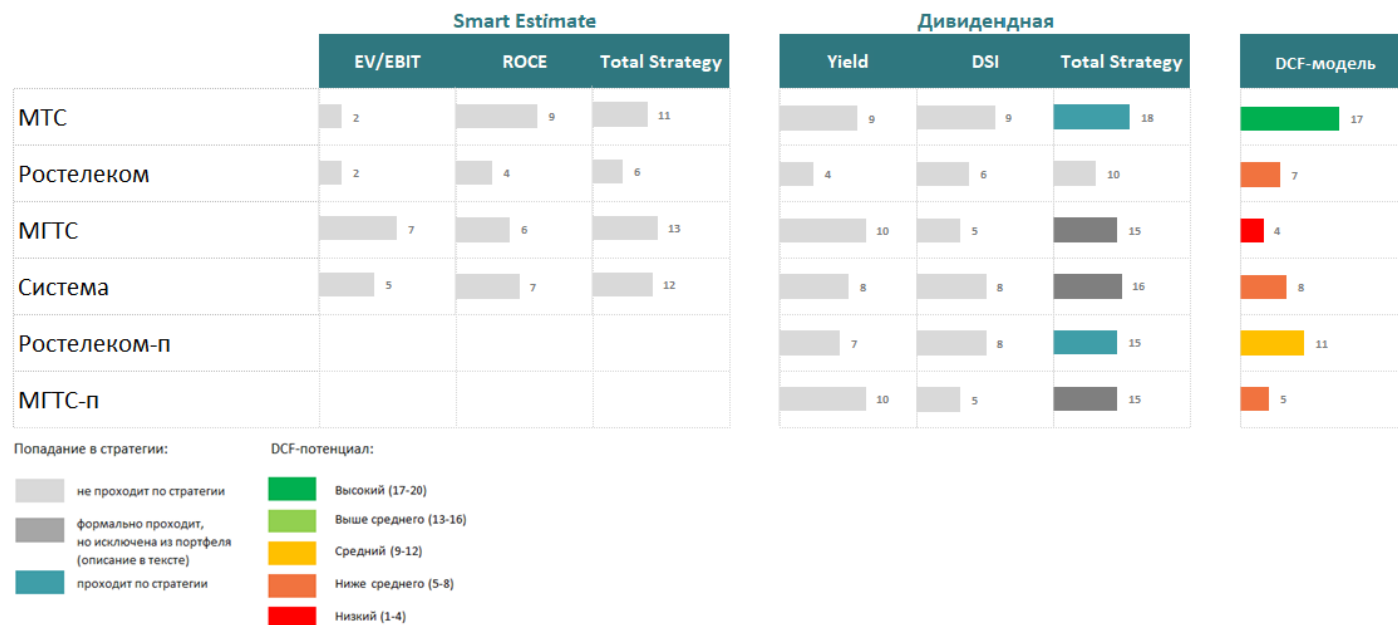
Факторы		
Недооценка	4	Weak
Эффективность	7	Strong
Дивиденды	9	Very Strong
Рост выручки	4	Weak
Импульс роста акций	7	Strong

данные Доходь

Из-за отсутствия перспектив роста сектор телекомов представляет собой интерес в основном с точки зрения дивидендных стратегий. Компании сектора стараются направлять большую часть свободного денежного потока на дивиденды, что формирует ожидаемую дивдоходность выше среднерыночной. По мультипликаторам сектор оценен дороже среднерыночных уровней.



### Оценки компаний по стратегиям



Компании отрасли не представлены в стратегии, рассчитанной на поиск недооцененных компаний с высокой эффективностью Smart Estimate.

Акции МГТС формально проходят в портфель по дивидендной стратегии, однако из-за низкого потенциала роста акций по DCF-модели, мы не включаем их в портфель. Акции Системы также формально могут быть включены в дивидендную стратегию, однако, принимая во внимание большой долг компании ( $Net\ Debt/EBITDA=2,9$ ) и ненулевую вероятность дальнейшего отступления от дивидендной политики, мы исключаем их из окончательного списка.



# ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

## МТС **DCF** **Dividend**

В 2019 году МТС продолжает демонстрировать сильные операционные результаты на основных рынках на фоне растущего пользования услугами передачи данных и финансовых услуг. Консолидация МТС Банка позволяет компании увеличивать выручку в годовом выражении. В 2019 году менеджмент прогнозирует рост показателя более чем на 3%.

Высокий рейтинг по рентабельности инвестированного капитала нивелируется дорогой оценкой акций компании на рынке, что не позволяет МТС пройти в стратегию Smart Estimate.

В марте текущего года компания приняла новую дивидендную политику, повысив размер дивиденда на акцию с предыдущих 25-26 рублей до 28 рублей на период 2019-2021 гг. Несмотря на выплаты по штрафу по «узбекскому делу», у компании достаточно ресурсов для поддержания заявленного уровня дивидендов. Дивидендной доходности и стабильности выплат МТС достаточно для сохранения акций в портфеле по дивидендной стратегии.

## Ростелеком-п **Dividend**

Ростелеком дорого оценен по мультипликаторам и имеет низкую рентабельность капитала. Акции компании не проходят в портфель по стратегии Smart Estimate.

Во 2 квартале компания показывает отрицательный свободный денежный поток, что вынуждает увеличивать долг и ограничивает потенциал роста дивидендов. Увеличение доли в Теле2 до 100% предполагает значительный рост долга компании, однако менеджмент утверждает, что на дивидендных выплатах это не отразится. В марте 2018 года Ростелеком обновил дивидендную политику: минимальный порог дивидендных выплат на одну обыкновенную акцию составляет 5 руб., что формирует ожидаемую дивидендную доходность по привилегированным акциям на уровне 7,9%. Этого достаточно для включения привилегированных акций компании в дивидендный портфель.



# ФИНАНСЫ

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

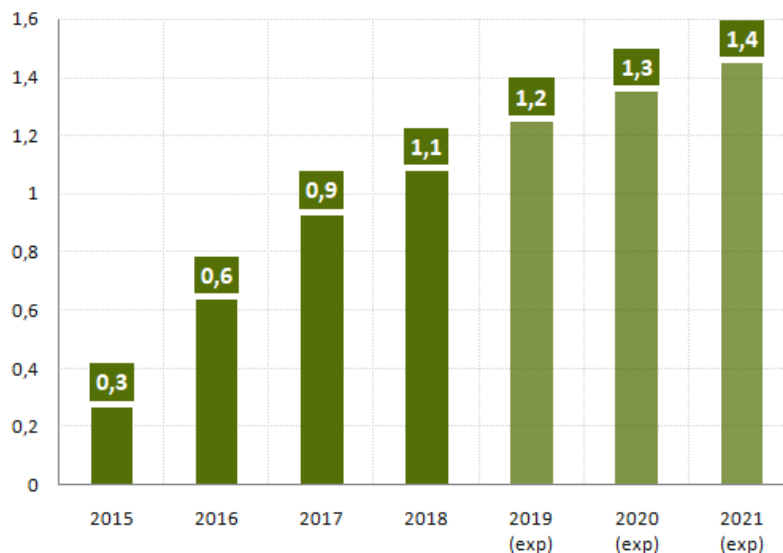
2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	<b>Финансы</b> 14%	Нефть и газ 130%
<b>Финансы</b> 17%	Химия 20%	<b>Финансы</b> 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	<b>Финансы</b> 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	<b>Финансы</b> 40%
Химия -17%	<b>Финансы</b> -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	<b>Финансы</b> -16%	<b>Финансы</b> -20%	Металлы 1%	Телекомы -15%

данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

В 2018 году индекс финансового сектора был среди худших на Московской бирже, показав снижение на 20%. В 2019 году снижение процентных ставок, укрепление курса рубля и ослабление санкционных рисков позволяют отраслевому индексу оказаться в лидерах.

## Чистая прибыль компаний финансового сектора

трлн. руб

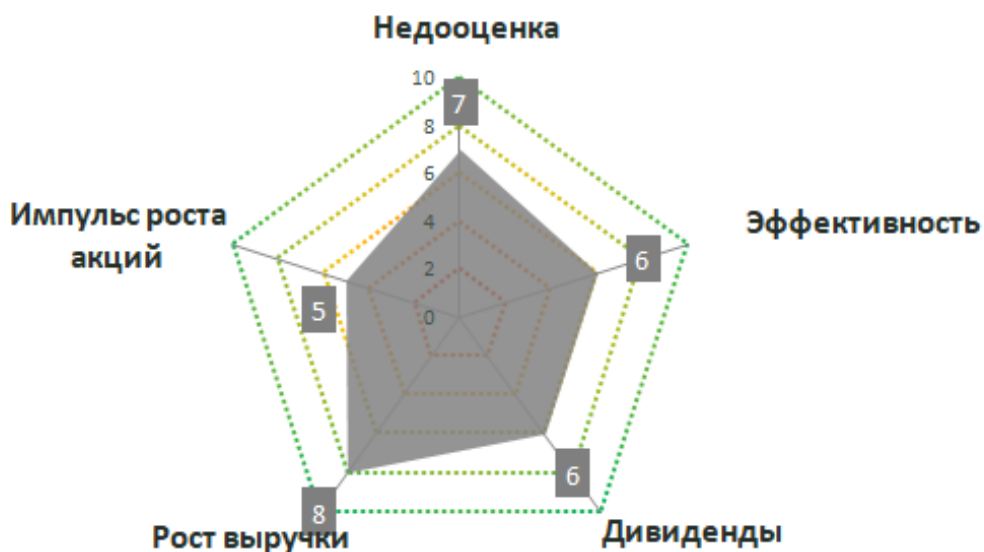


данные Доходь





## Медианные оценки компаний финансового сектора по шкале от 1 до 10



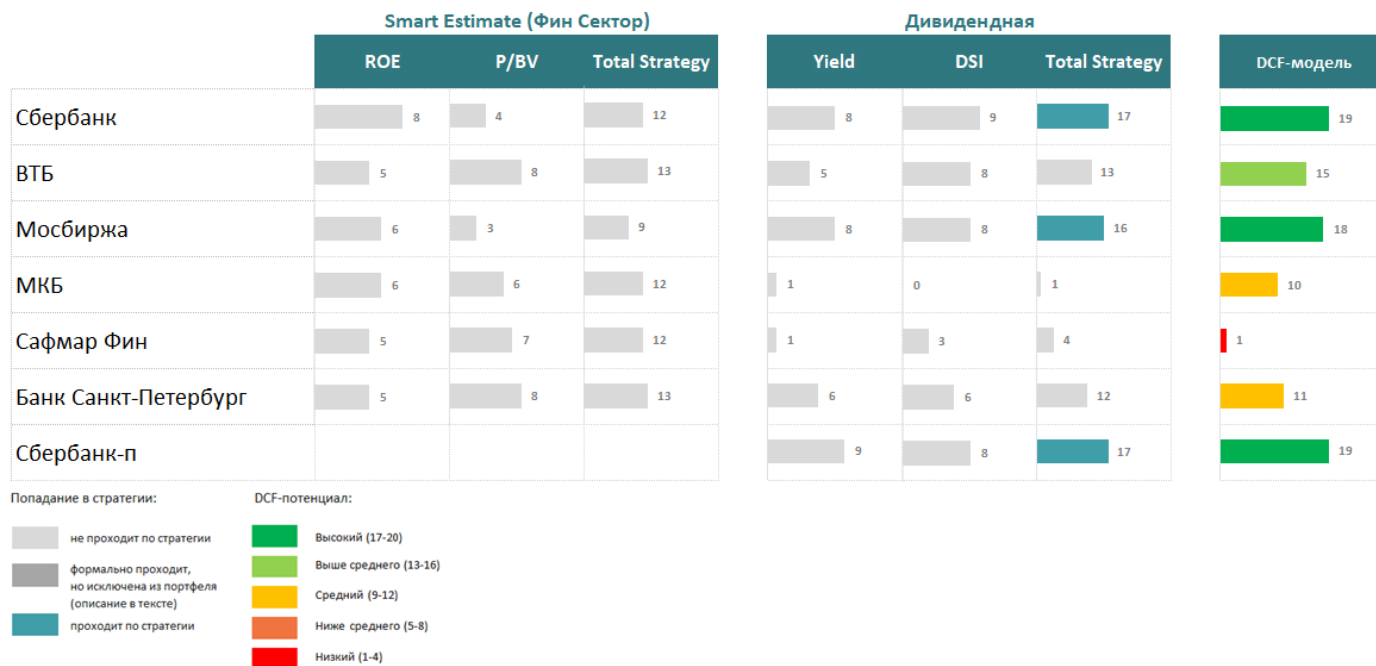
Факторы		
Недооценка	7	Strong
Эффективность	6	Medium
Дивиденды	6	Medium
Рост выручки	8	Strong
Импульс роста акций	5	Medium

### данные Доходь

Мы ожидаем, что совокупная прибыль компаний отрасли в 2019 году вырастет на 16%, далее темп роста составит около 10% в год, что лучше среднерыночных значений. Ведущие компании в секторе имеют среднюю рентабельность капитала и дивидендную доходность выше среднего уровня.



## Оценки компаний по стратегиям



данные Доходь

ВТБ и Банк Санкт-Петербург находятся близко к попаданию в стратегию Smart Estimate, благодаря низким значениям коэффициента P/BV, однако рентабельности капитала недостаточно для включения в итоговый список.

Дивидендная стратегия позволяет включить акции Сбербанка и Московской биржи в итоговый список.

Ожидания роста прибыли компаний сектора позволяет большинству из них иметь высокие рейтинги по DCF-модели.



## ФИНАНСЫ: НАШ ВЫБОР

### Сбербанк **DCF** **Dividend**

Крупнейший банк России Сбербанк показал умеренно-позитивные финансовые результаты по итогам 2 квартала 2019 года. Прибыль банка увеличилась на 16,3% в годовом выражении до 250,3 млрд рублей, что стало рекордным показателем в истории.

Компания планирует к 2020 году перейти к выплате 50% от прибыли по МСФО, при условии достаточности капитала выше уровня 12,5%. При достижении цели по прибыли в 1 трлн рублей, это сформирует дивиденд на уровне около 22 рублей на акцию. Текущая доходность обыкновенных акций в таком случае составит 9,4%, привилегированных – 11%. С учетом высокого индекса стабильности дивидендов, этого достаточно для попадания в портфель по дивидендной стратегии.

Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе Сбербанк будет показывать рост прибыли лучше рынка, сохраняя норму дивидендов в 50% от прибыли, что формирует потенциал роста акций лучше рынка.

### Мосбиржа **DCF** **Dividend**

Пересмотр тарифов и введение новых продуктов позволили компании увеличить операционный доход в 1 квартале на 4,2%, комиссионные доходы выросли на 11,1% в годовом выражении.

До конца сентября Наблюдательный совет Мосбиржи планирует представить новую стратегию развития компании. Основная задача новой стратегии — расширить направления бизнеса, в том числе новые рынки и инструменты. Развитие Маркетплейса депозитов обеспечит рост прибыли на 17% в 2020 году. Кроме того, планируется открытие доступа китайским инвесторам, привлечение иностранных брокеров, в т.ч. американских. Реализация стратегии позволит Мосбирже увеличить обороты, нарастить операционные доходы и показатели прибыли, что отразится на росте дивидендов компании.

В текущем году мы ожидаем возвращения Мосбиржи к промежуточным дивидендам. Дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев составляет 8,4%. Высокого индекса стабильности дивидендных выплат DSI достаточно для включения акций в портфель по дивидендной стратегии.



# ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Изменение цены отраслевых индексов на Московской бирже

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019
Потребсектор 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 35%	Финансы 14%	Нефть и газ 130%
Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	Индекс МосБ 12%	Энергетика 13%	Металлы 120%
Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 8%	Индекс МосБ 13%	Химия 99%
Нефть и газ 6%	Индекс МосБ -7%	Индекс МосБ 26%	Индекс МосБ 27%	Индекс МосБ -6%	Химия 4%	Телекомы 10%	Индекс МосБ 82%
Индекс МосБ 2%	Потребсектор -13%	Потребсектор 25%	Нефть и газ 23%	Потребсектор -7%	Телекомы -3%	Нефть и газ 8%	Финансы 40%
Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%	Потребсектор 7%	Потребсектор 18%
Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Потребсектор -13%	Химия 2%	Энергетика 7%
Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Потребсектор 0%	Финансы -16%	Финансы -20%	Металлы 1%	Телекомы -15%

данные Доходь, Refinitiv на 13.08.2019

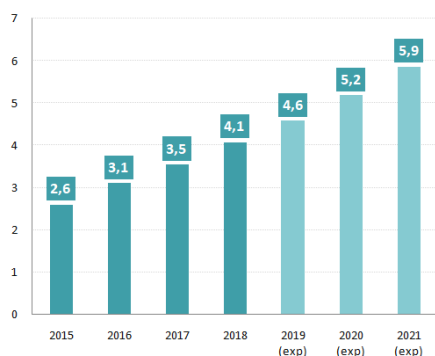
Из-за стагнации потребительского спроса на фоне ослабления курса рубля и снижения реальных доходов, потребительский сектор несколько лет показывает доходность хуже среднерыночных значений. Мы ожидаем, что среднегодовой рост выручки сектора в ближайшие 3 года составит около 10%, что выше, чем в среднем у компаний российского рынка акций, но меньше собственных исторических средних значений.

Мы полагаем, что крупным представителям сектора за счет активных сделок слияний и поглощений, а также вытеснения более мелких участников рынка, удастся вернуть маржинальность к средним историческим уровням, что позволит улучшить показатели прибыльности.

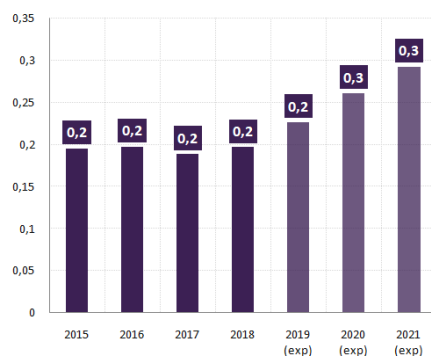
## Показатели потребительского сектора

трлн. руб

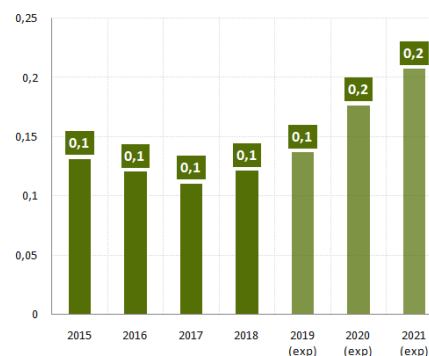
### Выручка



### Операционная прибыль

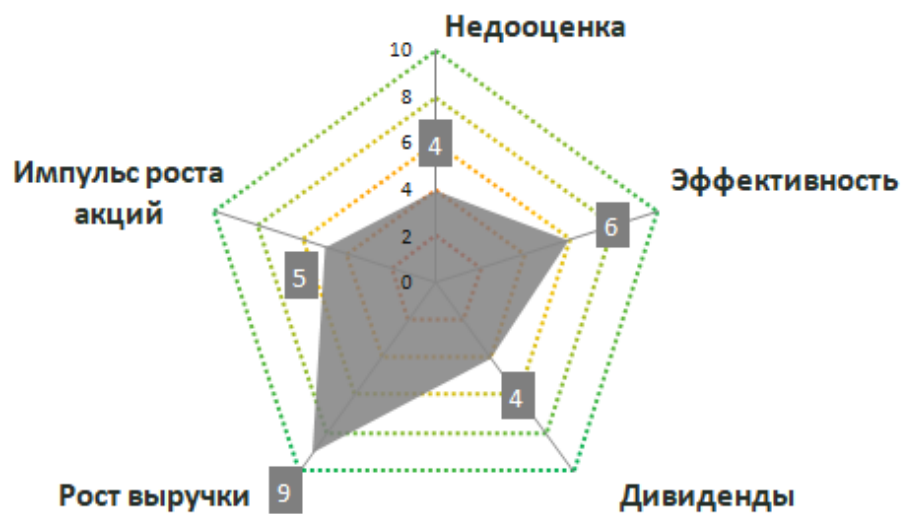


### Чистая прибыль





## Медианные оценки компаний потребительского сектора по шкале от 1 до 10



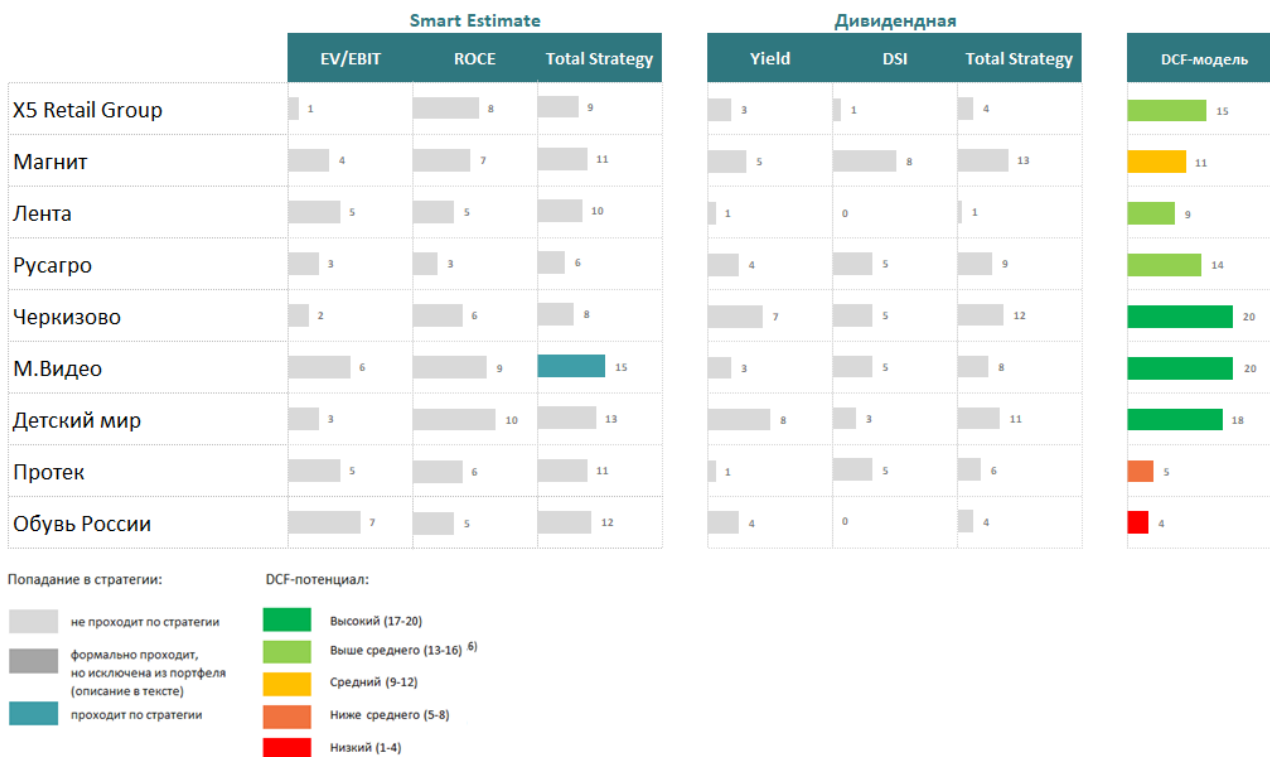
Факторы		
Недооценка	4	Weak
Эффективность	6	Medium
Дивиденды	4	Weak
Рост выручки	9	Very Strong
Импульс роста акций	5	Medium

### данные Доходь

Компании потребительского сектора России дорого оценены по мультипликаторам и имеют низкую дивидендную доходность. У сектора высокий потенциал роста выручки, даже при неблагоприятной экономической конъюнктуре.



Оценки компаний по стратегиям



данные Доходъ

Компании сектора дорого оценены по мультипликаторам и имеют относительно невысокую рентабельность, поэтому потребсектор имеет минимум представителей в стратегиях, рассчитанных на текущую недооценку. Ожидания будущего роста компаний сказываются на их высоком рейтинге в DCF-модели.



## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

### М.Видео **Smart Estimate** **DCF**

М.Видео после объединения с Эльдорадо показал значительный рост финансовых результатов по итогам 2018 года. Улучшению показателей также способствовал рост сопоставимых продаж на 13,5% и онлайн-продаж на 34%. Выручка выросла на 62%, операционная прибыль на 80%, чистая прибыль на 23,1%.

С учетом роста выручки и синергии от сокращения издержек от присоединения Эльдорадо, мы ждем операционную прибыль компании на уровне 18 млрд рублей по итогам 2019 года. Мы полагаем, что у М.Видео есть хороший потенциал роста, который во многом обеспечен слиянием с Эльдорадо. По мультипликаторам М.Видео оценивается дешевле остальных компаний в секторе, что позволяет акциям пройти в портфель Smart Estimate.

### Черкизово **DCF**

Черкизово в первом квартале 2019 года нарастил выручку на 24,6% до 26,7 млрд рублей и чистую прибыль на 8,4% до 3,2 млрд рублей. Компания продемонстрировала высокие объемы производства в отчетном периоде. Положительно на финансовых результатах сказались интеграция и запуск новых приобретенных объектов.

Черкизово не проходит в наши стратегии, рассчитанные на недооценку и получение дивидендов, но имеет высокий потенциал роста по DCF-модели. Черкизово проявляет заметную активность на рынке M&A. В 2019 году компания планирует выкупить одного из крупнейших конкурентов на рынке производства индейки Евродон. Мы считаем, что в результате слияний компания значительно нарастит ключевые финансовые показатели.



## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

### Детский мир **DCF**

Компания достаточно дорого оценена по мультипликаторам  $P/E=13,3$ ,  $EV/EBIT=9,5$ . При этом показателей рентабельности на данный момент недостаточно, чтобы пройти в портфель по стратегии Smart Estimate.

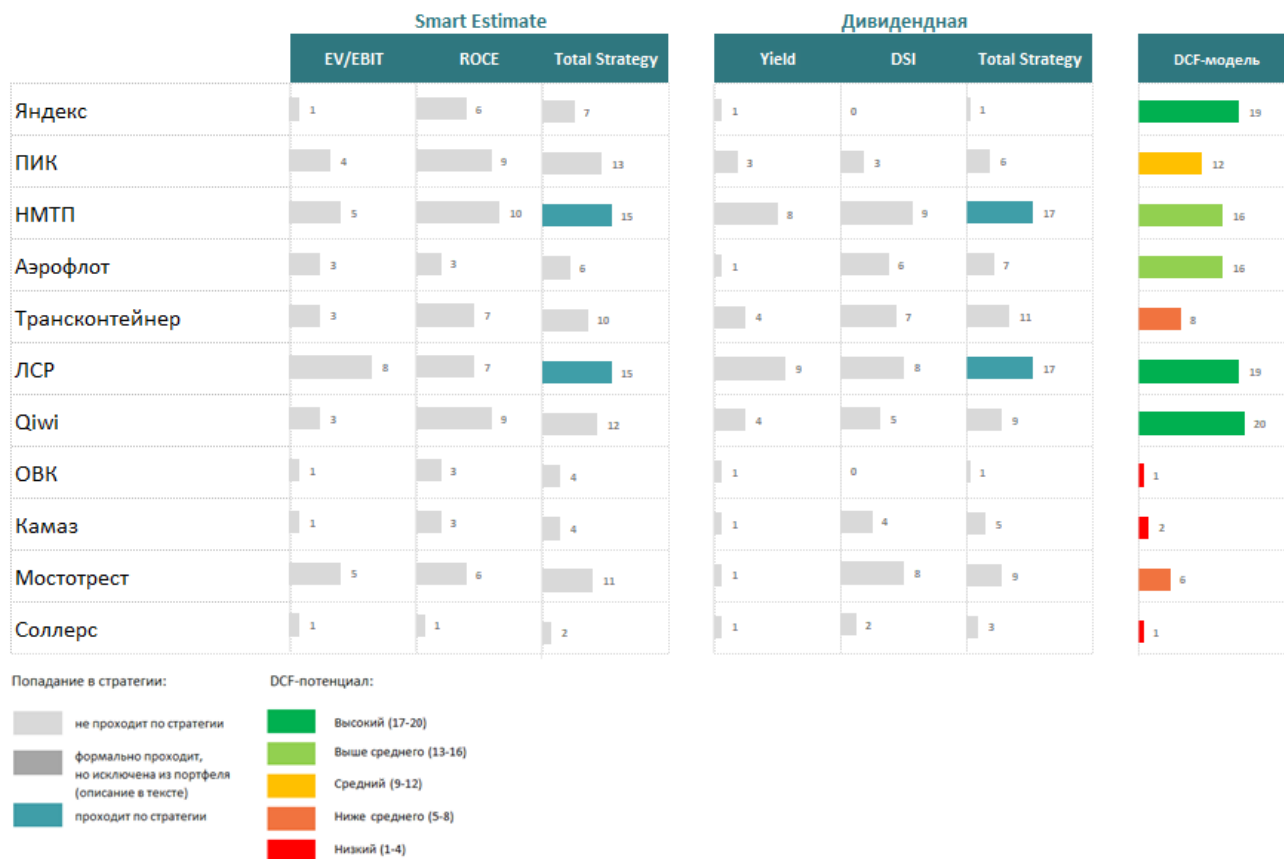
На дивиденды компания распределяет всю прибыль по РСБУ. Чтобы поддерживать такой уровень выплат, платить аренду и осуществлять инвестиции, компании недостаточно операционного денежного потока, поэтому Детский мир вынужден увеличивать размер долга. Причем половина долга приходится на краткосрочные займы, что создает риски способности компании поддерживать высокие дивиденды. По итогам 4 квартала 2018 года компания выплатила дивиденды в размере 3,3 млрд рублей с доходностью около 10%. С учетом индекса стабильности выплат, Детский мир не проходит в дивидендный портфель. Высокая оценка по DCF-модели обусловлена тем, что компания сохраняет потенциал роста благодаря широкой экспансии и развитию сетей.





# ПРОЧИЕ СЕКТОРА

## Оценки компаний по стратегиям



данные Доходь

В результате ближайшей ребалансировки портфель, рассчитанный на поиск недооцененных и эффективных компаний Smart Estimate, покинет Аэрофлот из-за более дорогой оценки по мультипликатору EV/EBIT.

Дивидендный портфель покинут акции Мостотреста (компания отказалась от выплат по итогам 2018 года) и добавятся акции НМТП.

Потенциал роста, рассчитанный по DCF-модели на основе будущих дивидендных потоков, высокий у Яндекса, Qiwi и ЛСР.



## ПРОЧИЕ СЕКТОРА: НАШ ВЫБОР

### ЛСР **DCF** **Smart Estimate** **Dividend**

По итогам 2018 года Группа ЛСР впервые за 4 года показала положительный свободный денежный поток, который составил 19 млрд рублей. В результате объем денежных средств на балансе компании за год увеличился с 29,7 до 55,8 млрд рублей.

Дивидендная политика ЛСР подразумевает выплаты акционерам на уровне не менее 20% от прибыли по МСФО, однако фактически последние 4 года платили дивиденды на акцию в размере 78 рублей, что составляло около 50-90% от годовой прибыли. Учитывая объем денег на балансе и относительно комфортный показатель долговой нагрузки Чистый долг/скорр.EBITDA на уровне 0,8х, сохранение прежнего объема выплат не должно стать проблемой для девелопера. Ожидаемая дивидендная доходность итоговых выплат составляет 12,4%. Компания проходит в портфель по дивидендной стратегии.

По мультипликаторам ЛСР оценивается дешевле рынка с P/E на уровне 4,1х и EV/EBIT на уровне 3,0х. Рентабельность капитала выше среднерыночных значений позволяет акциям компании попасть в портфель по стратегии Smart Estimate.

### НМТП **Smart Estimate** **Dividend**

Компания по мультипликаторам оценена на уровне рынка и имеет высокую рентабельность, что позволяет остаться в портфеле по стратегии Smart Estimate.

В прошлом году Транснефть получила контроль над НМТП. В начале года акционер подтвердил, что Группа НМТП продолжит выплачивать высокие годовые дивиденды. Они будут не ниже, чем за 2017 год (10 млрд руб.). Вероятно, НМТП выплатит до 50% чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов при условии достаточного свободного денежного потока. Ожидаемой дивидендной доходности на уровне 9,5% достаточно для попадания в дивидендный портфель.



## ПРОЧИЕ СЕКТОРА: НАШ ВЫБОР

### QIWI DCF

Российский платежный сервис Qiwi опубликовал сильные результаты по итогам 1 квартала 2019 года и объявил о возврате к практике выплаты дивидендов. Компания показала рекордные финансовые показатели: операционная прибыль увеличилась на 59% в годовом выражении до 1,9 млрд руб., чистая прибыль выросла на 41% до 1,3 млрд руб. По итогам всего 2019 года Qiwi ожидает роста выручки на 9-15% относительно результатов 2018 года. Рост чистой прибыли прогнозируется на 40-50% до порядка 6 млрд руб.

По итогам 1 квартала 2019 года Совет директоров компании утвердил дивиденды акционерам в размере 18,25 рублей на акцию. Совокупно на дивиденды за 2019 год направили практически 70% скорректированной чистой прибыли по МСФО. Тем не менее, ожидаемой дивидендной доходности в совокупности с рейтингом индекса DSI недостаточно, чтобы попасть в портфель по дивидендной стратегии, однако для «компании роста» такая доходность является очень высоким показателем.

Мы ожидаем, что выручка Qiwi в следующие 4 года будет держаться на уровне 12%. После сокращения инвестиций в развитие «Совести» маржа чистой прибыли начнет улучшаться, что позволит показателю расти более быстрыми темпами. При сохранении дивидендных выплат на уровне 60% от прибыли Qiwi имеет один из самых высоких потенциалов долгосрочного роста на российском рынке.

## 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

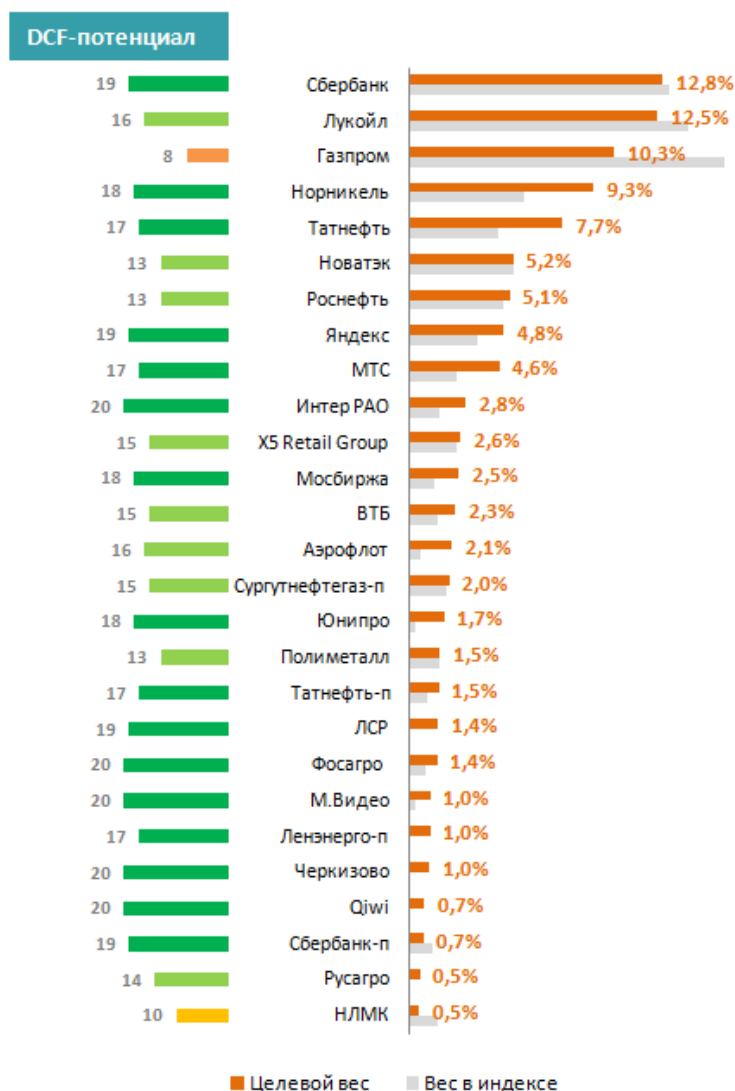
DCF-модель основывается на будущих денежных потоках, которые может получить инвестор от акций компании. Для универсальности в качестве денежных потоков мы используем прогноз дивидендных выплат на акцию, через прогноз роста прибыли и коэффициента выплат (payout ratio). Дисконтирование будущих дивидендов происходит через ставку, отражающую рыночный риск и риск, присущий отдельно взятой компании (Beta).

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

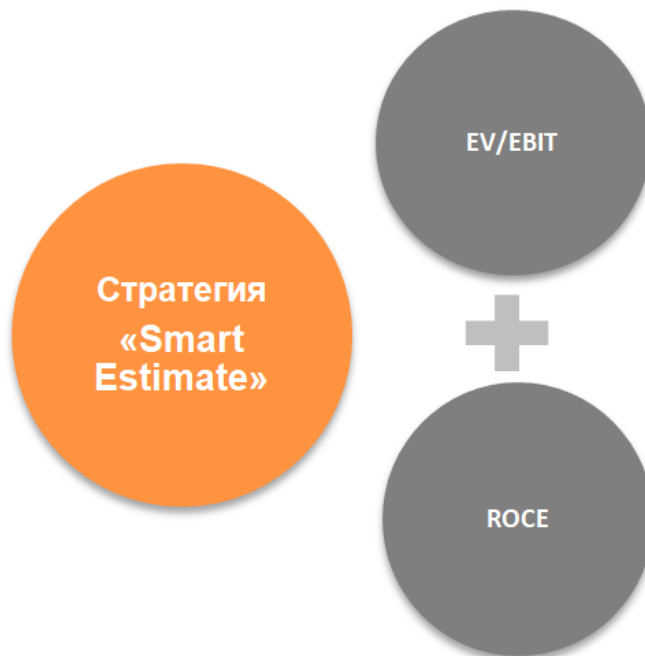


## ПОРТФЕЛЬ АКЦИЙ "SMART ESTIMATE"

### 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 по итогам 2 квартала 2019 года в состав портфеля был включен Полюс по причине роста рентабельности капитала ROCE, а также из портфеля были исключены КТК и Аэрофлот из-за более дорогой оценки рынком и снижения рентабельности.

## Состав портфеля

	Smart Estimate			
	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	DCF-модель
Интер РАО	9	7	16	20
М.Видео	6	9	15	20
ЛСР	8	7	15	19
Норникель	5	10	15	18
Юнипро	6	8	14	18
Татнефть	7	10	17	17
Лукойл	7	7	14	16
НМТП	5	10	15	16
Газпром нефть	6	8	14	15
Казаньоргсинтез	5	10	15	13
<b>New</b> Полюс	4	10	14	12
МРСК Центра и Приволжья	9	8	17	12
МРСК Волги	9	6	15	11
Распадская	9	10	19	10
Северсталь	6	10	16	10
ММК	8	9	17	10
НЛМК	6	9	15	10
Башнефть	9	8	17	9
Алроса	6	9	15	7
<b>Out</b> КТК	7	5	12	5
<b>Out</b> Аэрофлот	3	3	6	16



## Показатели компаний

	Smart Estimate	
	EV/EBIT	ROCE
Интер РАО	2,8	18,9%
М.Видео	6,1	24,6%
ЛСР	3,8	15,5%
Норникель	7,5	46,7%
Юнипро	5,9	24,4%
Татнефть	5,3	34,4%
Лукойл	5,0	17,3%
НМТП	6,4	34,6%
Газпром нефть	5,6	19,0%
Казаньоргсинтез	6,4	35,2%
Полюс	8,1	38,8%
МРСК Центра и Приволжья	3,5	19,2%
МРСК Волги	3,0	15,3%
Распадская	2,6	50,5%
Северсталь	5,5	60,6%
ММК	4,5	26,0%
НЛМК	5,9	29,3%
Башнефть	3,3	21,7%
Алроса	5,6	32,1%
<b>Среднее по портфелю:</b>	<b>5,1</b>	<b>29,7%</b>
<b>Среднее по рынку:</b>	<b>7,1</b>	<b>16,8%</b>



# 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 выбыли акции Сургутнефтегаз-п из-за падения дивидендной доходности из-за получения убытка по причине укрепления рубля и переоценки валютной «кубышки» на балансе, а также Башнефть-п и Мостотрест из-за более низкой доходности или снижения показателя стабильности выплат DSI.

## Состав портфеля

		Dividend			
		Yield	DSI	Total Strategy	DCF-модель
<b>New</b>	Фосагро	7	8	15	20
	Сбербанк-п	9	8	17	19
	ЛСР	9	8	17	19
	Норникель	9	9	18	18
	Мосбиржа	8	8	16	18
	Юнипро	8	7	15	18
	Татнефть-п	10	9	19	17
	МТС	9	9	18	17
<b>New</b>	Ленэнерго-п	10	5	15	17
	ВСМПО-Ависма	7	9	16	16
	НМТП	8	9	17	15
<b>New</b>	Газпром нефть	8	8	16	15
	Казаньоргсинтез	8	8	16	13
	МРСК Центра и Приволжья	10	10	20	12
	Ростелеком-п	7	8	15	11
	Северсталь	10	8	18	10
	НЛМК	9	8	17	10
	ММК	8	8	16	10
<b>New</b>	Газпром	8	7	15	8
	Алроса	9	10	19	7
<b>New</b>	ТГК-1	8	10	18	6
<b>Out</b>	Сургутнефтегаз-п	2	8	10	15
<b>Out</b>	Башнефть-п	8	6	14	8
<b>Out</b>	Мостотрест	1	8	9	6



## Показатели компаний

	Dividend	
	Yield	DSI
Фосагро	9,2%	0,71
Сбербанк-п	11,7%	0,79
ЛСР	10,6%	0,71
Норникель	10,6%	0,86
Мосбиржа	8,5%	0,71
Юнипро	10,2%	0,64
Татнефть-п	14,1%	0,86
НМТП	9,4%	0,86
МТС	10,9%	0,86
Ленэнерго-п	13,1%	0,50
ВСМПО-Ависма	8,0%	0,86
Газпром нефть	8,3%	0,79
Казаньоргсинтез	8,3%	0,79
МРСК Центра и Приволжья	13,0%	0,93
Ростелеком-п	8,1%	0,71
Северсталь	12,1%	0,79
НЛМК	11,1%	0,79
ММК	9,7%	0,71
Газпром	8,5%	0,64
Алроса	9,6%	0,93
ТГК-1	9,8%	1,00
<b>Среднее по портфелю:</b>	<b>10,2%</b>	<b>0,78</b>
<b>Среднее по рынку:</b>	<b>6,2%</b>	<b>0,54</b>

Настоящий бюллетень подготовлен специалистами аналитической службы компании «ДОХОДЪ» (далее также – Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначен для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке бюллетеня были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом бюллетень предназначен исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и является выражением частного мнения специалистов аналитической службы Компании. Не взирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к составлению бюллетеня, Компания не дает никаких гарантий в отношении достоверности и полноты содержащейся в бюллетене информации. Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать бюллетень или содержащуюся в нем информацию 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 ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием информации, содержащейся в бюллетене. Информация, содержащаяся в бюллетене, действительна на момент его публикации, при этом Компания вправе в любой момент внести в бюллетень любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование бюллетеня или какой-либо его части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, работники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в бюллетене, 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.



### Аналитическая служба

руководитель  
Владимир Киселев

Марина Иванова аналитик  
Любовь Тарасова аналитик

+7 812 635-68-60 (доб. 107)

Аналитический портал  
[research@dohod.ru](mailto:research@dohod.ru)

### Клиентский сервис

руководитель  
Ирина Ларионова

Татьяна Мишенина  
Янина Белова  
Анна Астахова

8 800 333-85-85  
[kl\\_otd@dohod.ru](mailto:kl_otd@dohod.ru)

### Инвестиционный департамент

Всеволод Лобов  
Иван Шарафутдинов

+7 812 635-68-60 (доб. 333)  
[info@dohod.ru](mailto:info@dohod.ru)

### Подбор продуктов

Антон Бородатов  
[borodatov@dohod.ru](mailto:borodatov@dohod.ru)

Сергей Коловай  
[kolovay@dohod.ru](mailto:kolovay@dohod.ru)

8 800 333-85-85

### Реклама и маркетинг

Римма Тумасян  
[rimma@dohod.ru](mailto:remma@dohod.ru)

+7 812 635-68-60 (доб. 103)

[www.dohod.ru](http://www.dohod.ru) [info@dohod.ru](mailto:info@dohod.ru)



Литейный, 26  
Санкт-Петербург 191028

8 800 333 85 85