

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

Рост продолжится

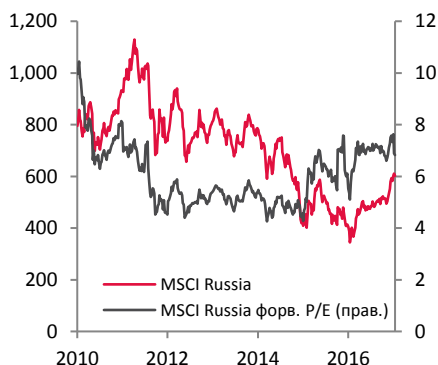
Рис. 1: Топ-10 фаворитов Атона на 2017 год

Компания	Тикер	Целевая цена, руб.	Потенциал роста
X5	FIVE LI	\$40	30%
Сбербанк	SBER RX	210	27%
АЛРОСА	ALRS RX	125	23%
РусГидро	HYDR RX	\$1,2	23%
Газп. нефть	GAZ LI	\$23.0	22%
ММК	MAGN RX	41,5	22%
НЛМК	NLMK RX	138	22%
Аэрофлот	AFLT RX	190	21%
ЛУКОЙЛ	LKOD LI	\$66	20%
Тинькофф	TCS LI	12,3	16%

Рис. 2: Топ-10 лучших дивидендных доходностей 2017 по версии Атона

Компания	Тикер	Див. доходность
Аэрофлот	AFLT RX	13.7%
Нор. никель	GMKN RX	10.7%
Ростелеком	RTKMP RX	10.2%
Мегафон	MFON LI	10.1%
Группа ГМС*	HMSG LI	9.6%
Северсталь	CHMF RX	9.6%
МТС	MTSS RX	9.5%
НЛМК	NLMK RX	9.4%
ФСК ЕЭС*	FEES RX	8.9%
Акрон	ACRN RX	8.9%

Рис. 3: MSCI Russia и форвард P/E



Источник: *Bloomberg, оценки Атона

Все цены указаны на момент закрытия торгов 13 января 2017, если не указано иное.

Россия по-прежнему дешева, мы ожидаем индекс РТС на уровне 1 330-1 400
Несмотря на блестящую динамику в 2016 (+54% по индексу РТС), Россия остается одним из самых дешевых рынков среди развивающихся стран, торгуясь с дисконтом 15% по среднеотраслевому коэффициенту P/E к индексу MSCI EM. Это соответствует нашему базовому сценарию целевого значения РТС на конец 2017 – 1 330 пунктов (+15% к текущему значению). Согласно оптимистичному сценарию, который предполагает более высокие дивиденды от госкомпаний и улучшение отношений между Россией и США, наше целевое значение индекса РТС составляет 1 400 пунктов (+21%).

Макроэкономический фон продолжает улучшаться

Мы ожидаем, что российский ВВП продемонстрирует рост на 1,5% в 2017. Хотя и скромно, но это самый высокий рост за 5 лет, что свидетельствует о восстановлении российской экономики. Катализатором этого роста, на наш взгляд, станут высокие цены на нефть (мы ожидаем среднюю цену Brent 54 долл./барр. в 2017 и курс доллара 62 руб.) и укрепление потребительской уверенности. Сомнительно, что целевой показатель ЦБ по инфляции в 4% будет достигнут в 2017 году, но инфляция будет близка (4,5%), и окажется самой низкой в новейшей российской истории. Мы не ожидаем, что ЦБ сильно смягчит денежно-кредитную политику в предвыборный год; скорее регулятор ограничит снижение ставки на 1-1,5% с текущих 10%.

Ключевые инвестиционные темы: политика, размещения акций, нефть

Россия приближается к следующим выборам, а это означает внимание к тарифам в электроэнергетике и транспортном секторе, как это было в 2011, а возможный рост социальных расходов будет стимулировать потребление, и значит, поддержит розничный сегмент. На российском рынке акций ожидаются восемь крупных сделок, что сделает 2017 г. одним из самых оживленных после бума 2007-08 гг. Тем не менее, остается открытым вопрос, что будет с ценами на нефть в 2017 после истечения срока соглашения по сокращению добычи. Выборы в странах ЕС могут спровоцировать существенные политические изменения.

Мы предпочитаем компании, ориентированные на внутренний рынок

Мы считаем, что потребительский сектор, финансовый сектор и электроэнергетика имеют наибольший потенциал роста, поскольку они выиграют от укрепления рубля, восстановления российской экономики и снижения процентных ставок. Учитывая, что РТС находится на двухлетних максимумах, инвесторам необходимо быть избирательными. Мы рекомендуем обратить внимание на компании с высокими дивидендами, большим ростом доходов или низкими мультипликаторами. **Наши фавориты – ЛУКОЙЛ, АЛРОСА, Сбербанк, Аэрофлот, X5 и РусГидро.**

Россия предлагает самые большие дивиденды среди EM, доходность выше 10%

Дивидендная доходность индекса MSCI Russia (4,5%) вдвое превышает этот показатель других развивающихся рынков. Более того, Россия имеет потенциал роста дивидендов благодаря планам правительства обязать госкомпания выплачивать 50% чистой прибыли (окончательное решение должно быть принято в феврале-марте). Это позволит Газпрому и Аэрофлоту выплатить самые высокие дивиденды на российском фондовом рынке - с доходностью 16% и 13,7%, соответственно. Даже без директивы правительства несколько компаний предлагают доходность выше 10% в 2017, по оценкам Атона, включая Норникель (ДЕРЖАТЬ), Северсталь (ДЕРЖАТЬ), Мегафон (ДЕРЖАТЬ) и Группу ГМС (ПЕРЕСМОТР).

Только для профессиональных инвесторов. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. Обратите, пожалуйста, внимание на раздел «Раскрытие информации» в конце данного отчета.

Содержание

Возрождение России: это только начало	3
Ключевые темы 2017 г.	5
Ключевые идеи и дивидендные истории	7
Изменения рекомендаций	10
Динамика российских акций	12

Возрождение России: это только начало

Мир и инвестиционная парадигма на глобальных финансовых рынках очень изменились после президентских выборов в США. Признаки начинающегося экономического роста накапливались еще до выборов, и неожиданная победа Дональда Трампа просто подстегнула так называемую «рефляционную торговлю», стимулируя приток капитала в растущие активы: из облигаций в акции. Также она, скорее всего, положила конец 30-летнему «бычьему» тренду на рынке облигаций.

В контексте мировых фондовых рынков внимание инвесторов переключилось на так называемые недооцененные акции и соответствующие рынки (с низкими коэффициентами «цена/балансовая стоимость» и «цена/прибыль»), и ушло от перегруженных акций роста (которые демонстрируют ежегодный рост прибыли намного выше средних показателей на рынке). Последние пользовались большим спросом в условиях стагнирующей мировой экономики, включая компании сектора высоких технологий, такие как Facebook, Amazon.com и другие.

Триумф Трампа также существенно изменил восприятие развивающихся рынков, а говоря более конкретно, подчеркнул различия между соответствующими странами – некоторым из них сейчас предстоит столкнуться с изменением торговой политики США и ростом протекционизма. На настоящий момент Трамп не представил каких-то конкретных мер, и пока не понятно, будет ли США на самом деле менять свой подход к мировой торговле. Это очень важный вопрос для Мексики, Латинской Америки в целом и Китая, однако Россия выделяется как очевидный бенефициар победы Трампа и более широкого распространения текущих экономических трендов.

Россия остается привлекательной в пространстве развивающихся рынков

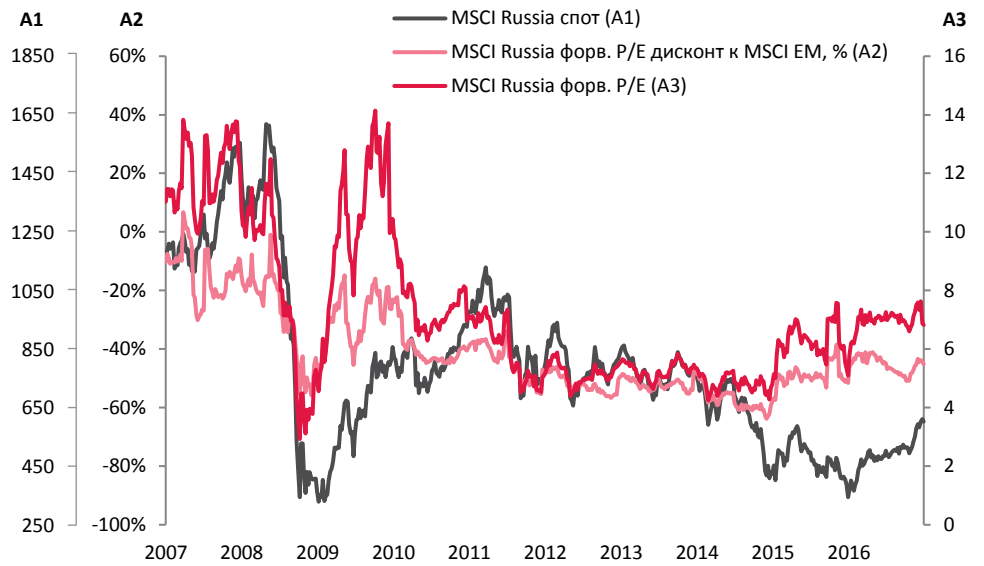
Российская экономика восстанавливается от рецессии 2015-16 гг. Она должна продемонстрировать первый положительный показатель роста ВВП в годовом выражении уже по итогам 4К16, и он продолжит расти в 2017, хотя и достаточно медленными темпами – до 1,5% в год. Этот рост поддерживается стабильным ростом цен на нефть после их обвала в середине января 2016. После этого цены на нефть выросли в два раза, и прогноз по ним на 2017 вызывает оптимизм, так как вступает в силу поддержанное Россией соглашением ОПЕК о снижении добычи.

Российские акции продолжают выглядеть дешево на развивающихся рынках (ЕМ), как по мультипликатору P/E, так и по дивидендным параметрам. По среднеотраслевому коэффициенту P/E, Россия торгуется с дисконтом приблизительно 15% к ЕМ, в то время как среднезвешенный дисконт составляет ошеломляющие 44%.

Дивидендная доходность российских акций намного превосходит доходность акций других стран ЕМ и представляет собой превосходную возможность инвестировать в растущий рынок нефти, учитывая размер и ликвидность российского фондового рынка и экономики.

И последнее, по порядку, но не по значимости: российский фондовый рынок имеет встроенный «политический колл-опцион» – ожидаемое улучшение отношений с новой администрацией США и, возможно, постепенное снятие экономических санкций.

Рис. 4: MSCI Russia форвардный P/E и дисконт к MSCI EM



Источник: Bloomberg

Хотя экономика уже приспособилась к новой реальности (низкие цены на нефть и санкции США/ЕС), потенциальное смягчение и снятие санкций в конечном итоге – хоть это и длительный процесс – обеспечивает несомненный потенциал роста. Это преимущественно проявится в улучшении делового климата, которое должно стимулировать приток капитала как в реальную экономику, так и на финансовые рынки. Кроме того, оно окажет дополнительную поддержку переоценке российских активов и сужению специфического для России рискованного дисконта.

Рис. 5: MSCI Russia и MSCI EM: 12M форвардная дивидендная доходность



Источник: Bloomberg

Ключевые темы 2017 г.

Размещения акций – очень насыщенный год

В таблице ниже представлены предстоящие размещения акций в 2017 г. Это включает планы по приватизации (Совкомфлот, продажа дополнительного пакета АЛРОСА) и возможную продажу пакета в Новороссийском Морском Торговом Порту (НМТП). Кроме того, ряд частных компаний могут стать публичными в этом году – Детский Мир (АФК Система) и Группа En+ (Олег Дерипаска). Полюс и ММК обсуждают возможность SPO в текущем году. Таким образом, 2017 может стать самым насыщенным годом размещений акций со времен бума в 2007-2008 гг.

Ожидается восемь сделок

Рис. 6: Российские размещения акций, ожидаемые в 2017 г.

Компания	Отрасль	Описание	Тип сделки	Продавец
Детский Мир	Ритейл	Ведущая сеть по продаже детских товаров	IPO	АФК Система
АЛРОСА	Алмазная отрасль	Государство может приватизировать 8% компании	Приватизация/SPO	Государство
Полюс	Металлургия	Компания планирует улучшить ликвидность акций и качество корпоративного управления	SPO	Основные акционеры/новые акции
ММК	Металлургия	ММК может разместить небольшой пакет акций на рынке для улучшения ликвидности, что увеличит шансы включения в индекс MSCI Russia	SPO	Основные акционеры/новые акции
Совкомфлот	Транспорт	Правительство планирует приватизацию Совкомфлота - крупнейшей судоходной компании России. Сейчас 100% акций принадлежит государству. Мы ожидаем IPO на Московской бирже.	Приватизация/IPO	Государство
Группа НМТП	Транспорт	Государство планирует приватизировать 20% акций НМТП. Доля может быть продана через SPO или аукцион.	Приватизация/SPO	Государство
En+	Диверсиф. холдинг	Холдинг, который владеет 48% Русала, а также активами в электроэнергетике, в первую очередь ГЭС в Сибири	IPO	Основной акционер
Московский Кредитный Банк	Финансы	Банк планирует привлечь до 3,2 млрд руб, увеличив свой капитал.	SPO	Новые акции

Источник: СМИ, оценки Атона

2П17 все еще вызывает вопросы в части цен на нефть

Цены на нефть: что ожидать во 2П17

ОПЕК и страны, не входящие в ОПЕК с Россией во главе – в декабре 2016 г. заключили беспрецедентную сделку по сокращению добычи на 1,8 млн барр/сут в 1П2017. Хотя сделка была позитивно воспринята рынком, и цены на нефть выросли существенно выше отметки 50 долл/барр (Брент), что будет с ценами во втором полугодии, когда соглашение перестанет действовать, остается под вопросом. С одной стороны, в случае если все участники соглашения будут честно следовать договоренностям в части сокращения добычи в 1П17, это приведет к сокращению товарных запасов, а также переизбытка предложения нефти, тем самым ограничив потенциал снижения цен. Дополнительную поддержку обеспечит замедление темпов роста добычи нефти в 2П17 на фоне существенного сокращения инвестиций в добычу в 2015-2017 гг. С другой стороны, как страны ОПЕК, так и страны, не входящие в картель, включая Россию, наверняка будут склоняться к желанию активно наращивать добычу во втором полугодии, отыгрывая сокращение в первом. Это в свою очередь может свести на нет те положительные результаты от сокращения, которые мы увидим в 1П17.

Россия: 2017 год предвыборный

Россия неумолимо приближается к президентским выборам в марте 2018 г. Предыдущий предвыборный год, 2011, оказался катастрофическим для российской электроэнергетики, когда государство вмешалось в рыночные механизмы ценообразования, серьезно озаботившись высокими темпами роста тарифов. Мы считаем, что государство продолжит внимательно следить за ценовыми трендами в т.н. социально-ориентированных отраслях, т.е. в электроэнергетике и транспорте. В отличие от 2011 г. мы не думаем, что риск ужесточения регулирования в энергетике высок в этом году, поскольку инвестиционный цикл в отрасли завершается, и, следовательно, нет

Государство будет фокусироваться на борьбе с инфляцией в 2017 г.

**Дивиденды в размере 50% МСФО
все еще вероятны**

Эффект санкций уже в цене

Европа: Все на выборы!

необходимости в дополнительном росте тарифов. Другой возможный риск – ужесточение монетарной политики. В своем стремлении бороться с инфляцией ЦБ скорее всего будет заинтересован в низких темпах снижения процентных ставок. С оптимистичной точки зрения государство может быть заинтересовано в росте социальных расходов, тем самым стимулируя потребление, что, в свою очередь, положительно отразится на розничной торговле.

Дивиденды госкомпаний

Традиционно, каждую весну государство возвращается к идее ужесточения требования выплат дивидендов государственными компаниями. Каждый год удается заставить выполнить требования по дивидендам только ограниченное количество компаний, в то время как подавляющее большинство находит все возможности, чтобы этих требований избежать. В этом году государство, пожалуй, наиболее серьезно относится к этой идее, требуя, чтобы все госкомпании без исключения отдавали в виде дивидендов как минимум половину своей чистой прибыли (по РСБУ или МСФО, в зависимости от того, что выше). Минфин традиционно наиболее строгий апологет высоких дивидендов, в то время как Минэкономразвития не имеет возражений. И хотя дискуссия на тему шансов выплат половины прибыли российскими госкомпаниями в виде дивидендов заслуживает отдельного аналитического обзора, мы считаем акции Газпрома и Аэрофлота главными бенефициарами такого решения. Эти бумаги предлагают в этом случае дивидендную доходность 16% и 14% соответственно, по нашим оценкам, с учетом ожидаемой чистой прибыли по МСФО за 2016 г. АЛРОСА, Ростелеком и РусГидро уже соблюдают это правило, выплачивая половину прибыли или даже выше (Ростелеком). Россети, и ее крупнейшая «дочка», ФСК ЕЭС – две другие истории на российском рынке, которые могут выиграть в случае дивидендов на уровне 50% от прибыли по МСФО. В этом случае дивидендная доходность по итогам 2016 г. составит 16-20% и 13-16% соответственно.

Санкции сохраняются, но рынки и экономика уже привыкли

Наш базовый сценарий не предполагает ни полного снятия, ни частичного смягчения ни политических, ни экономических санкций против России. Хотя Трамп традиционно широко воспринимается как более дружественный американский президент в отношении России, чем его предшественник, то, как он сможет найти общий язык в российских вопросах с Конгрессом, еще предстоит увидеть. В то же время, мы полагаем, что рынок уже привык к антироссийским санкциям, что отчасти отражается в дисконте, с которым Россия торгуется относительно прочих развивающихся рынков. Другими словами, эффект текущих санкций уже полностью в цене, и поэтому мы считаем потенциал снижения ограниченным.

Глобальная политическая арена: выборы в Европе

2017 год очень насыщен с точки зрения предстоящих выборов в Евросоюзе, начиная с Нидерландов в марте, далее Франции в апреле-мае, и заканчивая Германией осенью. Возможный рост радикальных настроений в повестке дня новых правительств на фоне критических проблем с ростом миграции и терроризмом в странах ЕС может вызвать тектонические изменения на политическом ландшафте Европы. Это может сильно увеличить политические риски, вдобавок к и без того высоким экономическим рискам, связанным с еврозоной.

Ключевые идеи и дивидендные истории

Мы ожидаем рост индекса РТС на 15% до конца 2017г

Наш базовый сценарий предполагает рост индекса РТС с 1 175 до 1 327 пунктов (+15%) до конца 2017 года. Наша оценка роста индекса составляется из средневзвешенных значений прогнозных цен покрываемых компаний. Ожидания роста индекса совпадают с дисконтом России к развивающимся рынкам по мультипликатору P/E (15%). Индекс РТС находится на двухлетних максимумах и мы считаем, что инвесторы должны использовать выборочный подход к акциям, предпочитая истории с имеющимися катализаторами роста (дивидендами, ростом прибыли или структурными переменными в индустрии).

Наш позитивный сценарий предполагает рост РТС до 1 400 пунктов (+21%). Этот сценарий предполагает, что государственные компании, включая Газпром, начнут платить дивиденды в размере 50% от чистой прибыли, а так же улучшение отношений между Россией и США (но не снятие санкций).

Наиболее привлекательные сектора: потребительский, финансовый и электроэнергетический

Три этих сектора имеют наиболее высокий средневзвешенный потенциал для роста (см. следующую страницу). Все они в наибольшей степени выигрывают от укрепления курса рубля, восстановления российской экономики и низких процентных ставок, которые мы ожидаем в 2017 году.

Мы видим ограниченный потенциал для снижения рубля из-за наших позитивных ожиданий по ценам на нефть и потенциального улучшения отношений с США (не говоря уже об отмене санкций). Сильный рубль положительно сказывается на компаниях, которые ориентированы на внутренний рынок, таких, как продуктовые сети. Ожидаемая постепенная стабилизация и восстановление российской экономики должны улучшить потребительскую уверенность и спрос. Это, вкуче с низкими процентными ставками, должно положительно сказаться на банковских кредитах и улучшить качество банковских активов. При таком сценарии, потребительский и финансовый сектора, а так же сектор недвижимости (не под аналитическим покрытием) – являются основными бенефициарами.

Ключевые идеи

ЛУКОЙЛ: В прошлом году акции компании отстали от Роснефти, основного конкурента. Пик инвестиционной активности позади, что уже отражается в росте свободного денежного потока, выплачиваемого в виде дивидендов (Роснефть – одна из наиболее интересных историй в нефтегазовом секторе). В 2017 прибыль и свободный денежный поток должны вырасти благодаря вводу в эксплуатацию двух месторождений со значительными налоговыми льготами.

АЛРОСА: Торгуется с мультипликатором 4,6х 2017 EV/EBITDA против Petra 5,8х, что, с нашей точки зрения, необоснованно из-за сильного свободного денежного потока (17% доходность), низкого долга (0.5х EBITDA), отличной ликвидности (15 млн долл/день) и дивидендов (9%). Сезонный рост спроса, а так же обновление стратегии должны поддержать акции АЛРОСА в 1П17.

Сбербанк: На наш взгляд, даже на текущих уровнях Сбербанк остается дешевым (P/E 5.9х), относительно своих аналогов. Акции Сбербанка – это ставка на восстановление российской экономики, снижение процентных ставок и низкую инфляцию. Мы ожидаем еще один рекордный год в плане прибыли.

Аэрофлот: Мы ожидаем, что Аэрофлот, как государственная компания, выплатит 50% от чистой прибыли в виде дивидендов за 2016 год, что должно обеспечить

доходность в 15% (одна из самых высоких на рынке). Акции Аэрофлота – это ставка на восстановление российской экономики и потребительского спроса, который ожидается в 2017 году.

X5: В 2017 году X5 планирует агрессивные темпы открытия магазинов и активную экспансию в регионы, что должно поддержать темпы роста выручки (самые высокие в секторе). Динамика формата супермаркетов окажет поддержку результатам благодаря восстановлению потребительских расходов, программе обновлений магазинов и более агрессивным темпам открытий.

РусГидро: Отстала от сектора в 2016 году и является одной из немногих компаний, которые следуют указаниям Министерства финансов и выплачивают 50% от чистой прибыли в качестве дивидендов. Компания должна начать генерировать положительный свободный денежный поток в 2018, после окончания своей инвестиционной программы. Улучшение эффективности и оптимизация портфеля активов должны увеличить уже неплохую дивидендную доходность (7%).

ПОТРЕБ. СЕКТОР 23.3%*

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА 17.6%

ФИНАНСЫ 16.0%

НЕФТЬ И ГАЗ 11.1%

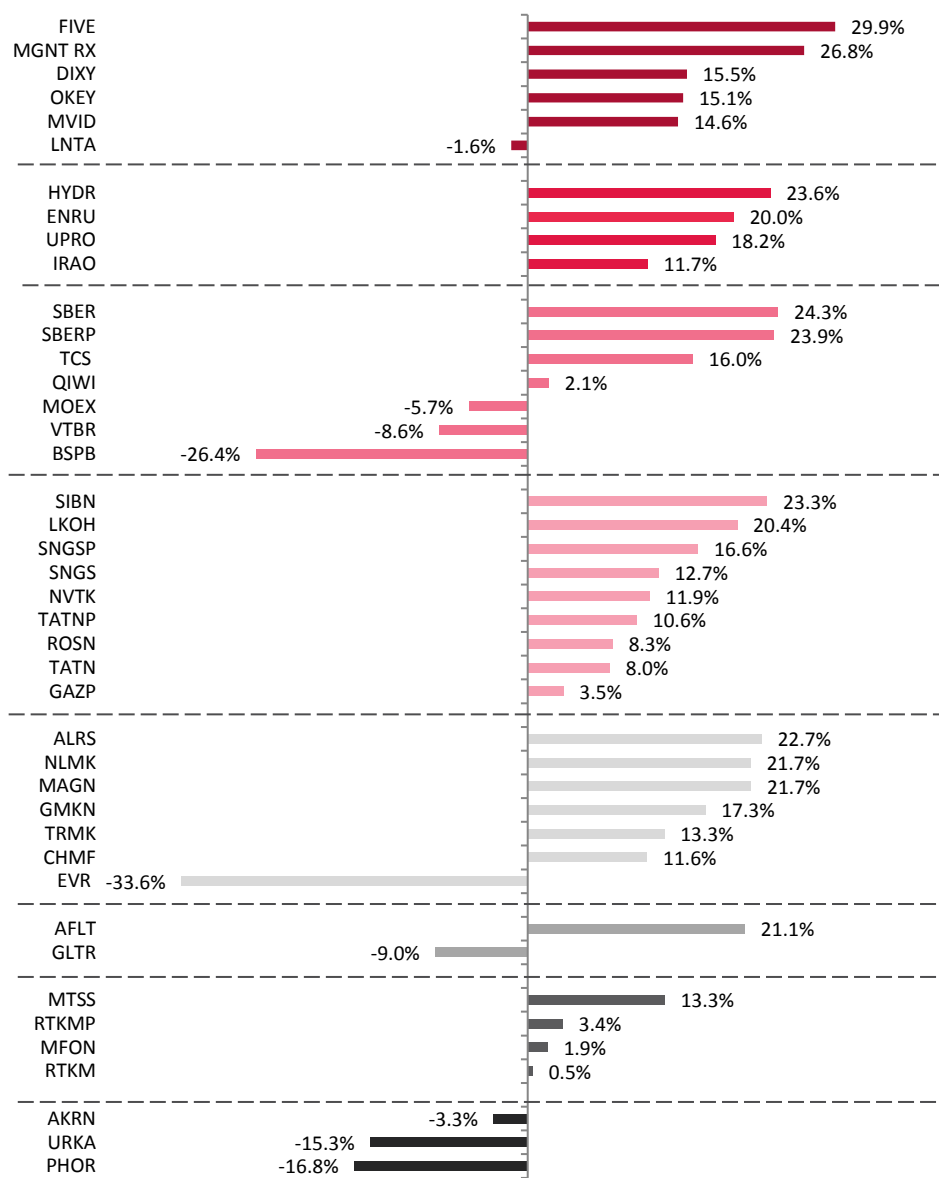
МЕТАЛЛУРГИЯ 15.2%

ТРАНСПОРТ 12.6%

ТЕЛЕКОМЫ 6.9%

УДОБРЕНИЯ -14.1%

Рис. 7: Потенциалы роста акций по секторам



*средневзвеш. потенциал роста по рын. капитализ.

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Самые высокие дивидендные доходности в 2017 году

Мы выделяем топ-5 российских компаний в зависимости от ожидаемой дивидендной доходности по итогам 2017 года: **Аэрофлот**, **Норильский никель**, **Ростелеком**, **МегаФон** и **Группа ГМС**.

Аэрофлот предлагает самую высокую дивидендную доходность среди российских акций. По нашим оценкам доходность может составить 13,7%, если компания выплатит 50% от чистой прибыли. Текущая дивидендная политика предполагает выплату минимум 25%, но правительство требует от государственных компаний, в том числе Аэрофлота, увеличить коэффициент выплаты до 50%. Аэрофлот заявил о готовности удвоить коэффициент выплат.

Норильский никель выплачивает самые высокие дивиденды в секторе металлургии (затем следуют Северсталь и НЛМК), доходность может составить 10,4%, по нашим оценкам. Гибкая дивидендная политика компании подразумевает выплату 30-60% от показателя EBITDA в зависимости от долговой нагрузки. Мы ожидаем, что дивидендная доходность за три года составит 30%.

Ростелеком предлагает третью по величине дивидендную доходность, которая составит 10,2%, по нашим оценкам. Компания обновила свою политику на 2016-18 годы, сделал ее более прозрачной и подчеркнув ее важность для инвестиционного кейса.

Дивидендная доходность **МегаФона** может составить 10,1% по нашим оценкам, после обновления дивидендной политики в начале 2017 года. Мы ожидаем, что новая политика будет более прозрачной, что благоприятно отразится на инвестиционном кейсе компании. Однако недавнее объявление компании о приобретении Mail.Ru, на наш взгляд, создает риск уменьшения выплат.

Группа ГМС завершает наш топ-5 дивидендных историй, предлагая доходность около 9,6%, по данным консенсус-прогноза *Bloomberg*. Бизнес сфокусирован на производстве насосов, компрессоров и оборудования для нефтегазовых компаний. В 2016 году компания обновила дивидендную политику, гарантировав выплату 50% от чистой прибыли по МСФО, что в два раза превышает предыдущий объем выплат.

- **Аэрофлот – 13,7%, самая привлекательная дивидендная история на российском рынке**
- **Норильский никель – 10,4%, самая высокая доходность в секторе металлургии**
- **Ростелеком – 10,2%, третья по величине доходность, прозрачная дивидендная политика**
- **МегаФон – 10,1%, но есть риск в связи с приобретением Mail.Ru**
- **Группа ГМС – 9,6%, увеличение выплат в связи с новой дивидендной политикой**

Рис. 8: Топ-10 российских компаний по дивидендной доходности в 2017 году

Компания	Периодичность выплат	Див. доходн., %	Выплата на акцию, руб.	Дивидендная политика
Норильский никель	Полугодовые	10,4%	933	60% от EBITDA при леведредже ниже 1,85x; 30% от EBITDA при леведредже выше 2,2x; при леведредже 1,8-2,2x дивиденд определяется индивидуально
Ростелеком*	Годовые	10,2%	6,4	Не менее 75% свободного денежного потока ежегодно в течение 2016-2018 гг, но не менее 45 млрд руб., в течение
Мегафон	Полугодовые	10,1%	62	Либо 70% от свободного денежного потока или 50% от чистой прибыли - там где дивиденд больше.
Группа ГМС	Полугодовые	9,6%	46	50% от чистой прибыли по МСФО
Северсталь	Квартальные	9,6%	90	50% от чистой прибыли по МСФО при размере чистого долга/EBITDA ниже 1.0 и 25% от чистой прибыли по МСФО при более высокой долговой нагрузке
МТС	Полугодовые	9,5%	25	Целевой дивиденд 25-26 руб на акцию в год
НЛМК	Квартальные	9,4%	11	Между 50% чистой прибыли (ч.п.) МСФО и 50% свободного ден. потока (с.д.п.) при леведредже менее 1.0; 30% ч.п. и 30% с.д.п. при леведредже более 1.0
ФСК	Годовые	8,9%	0,02	Не менее 10% от чистой прибыли по РСБУ скорректированной на не денежные статьи
Акрон	Полугодовые	8,9%	310	Не менее 30% от чистой прибыли по МСФО

*привилегированные акции

Источник: Bloomberg, ATON Research

ТРАНСПОРТ 4.9%

МЕТАЛЛУРГИЯ 6.3%

ТЕЛЕКОМЫ 8.1%

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ 9.6%

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА 5.9%

УДОБРЕНИЯ 6.7%

НЕФТЬ И ГАЗ 4.4%

НЕДВИЖИМОСТЬ 4.4%

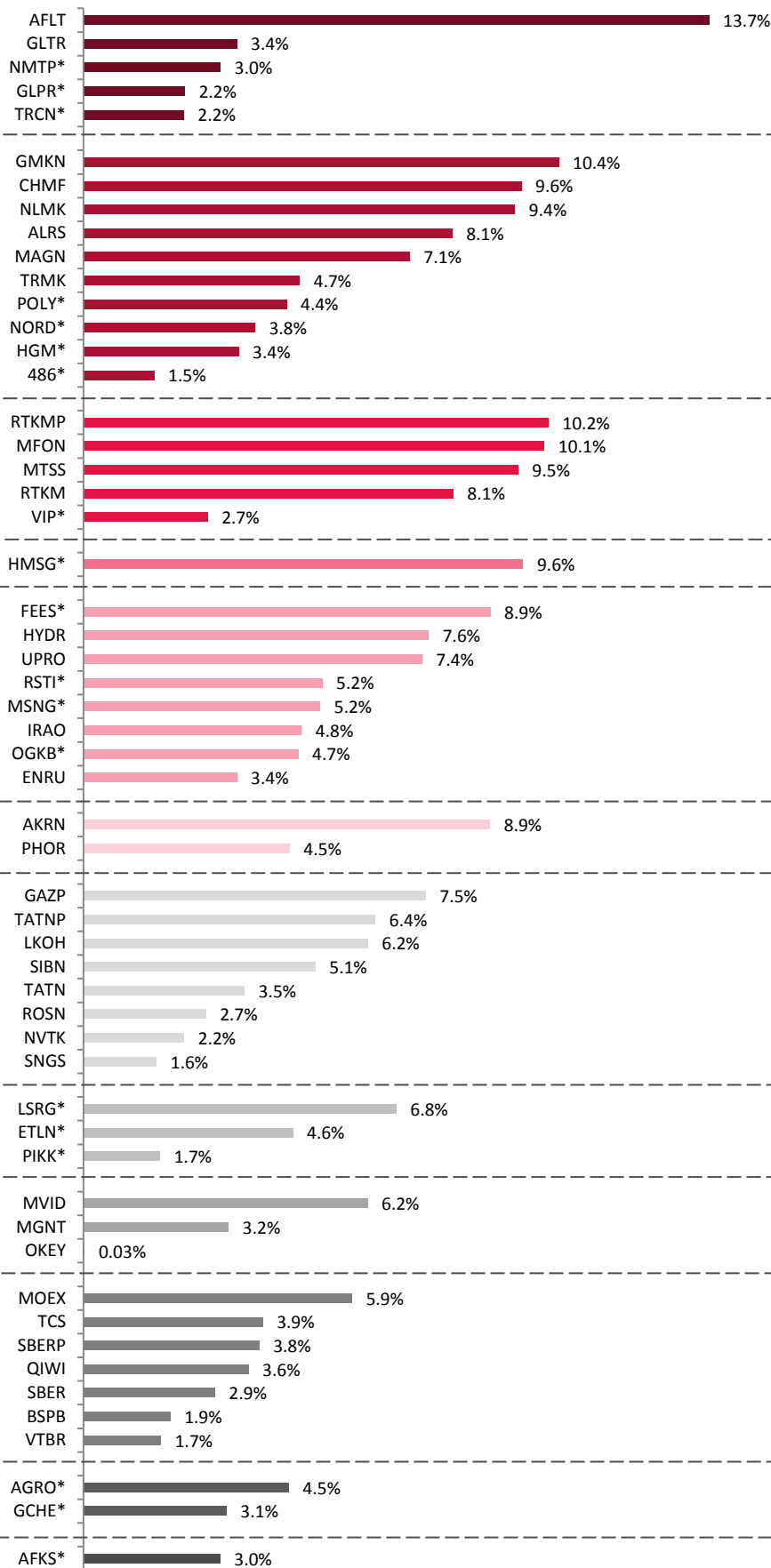
ПОТРЕБ. СЕКТОР 3.1%

ФИНАНСЫ 3.4%

СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО 3.8%

КОНГЛОМЕРАТЫ 3.0%

Рис. 9: Ожидаемые дивидендные доходности 2017 по секторам



*консенсус-прогнозы Bloomberg, ост. – оценки Атона

Источник: Bloomberg, оценки Атона

Изменения рекомендаций

В данном отчете мы пересмотрели наши финансовые модели по многим компаниям с учетом обновленных макропрогнозов и начала нового 2017 финансового года. В результате мы изменили наши целевые цены и/или рекомендации по некоторым акциям. Результаты приведены на Рис. 10.

Рис. 10: Изменение рекомендаций и целевых цен по акциям

Тикер	Компания	Сектор	Старая целевая цена	Новая целевая цена	Текущая цена	Потенциал роста, %	Новая реком-я	Изменение реком-и
Нефть и газ								
ROSN LI	Роснефть	Нефть и газ	\$5.0	\$7.0	\$6.5	8%	ДЕРЖАТЬ	нет
ROSN RX	Роснефть	Нефть и газ	335	417	388	7%	ДЕРЖАТЬ	нет
LKOD LI	ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	\$47	\$66	\$55	20%	ПОКУПАТЬ	повышена
LKOH RX	ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	3 161	3 925	3 290	19%	ПОКУПАТЬ	повышена
SGGD LI	СургутНГ	Нефть и газ	\$5,3	\$5,9	\$5,2	12%	ДЕРЖАТЬ	нет
SNGSP RX	СургутНГ прив.	Нефть и газ	32	37	32	15%	ДЕРЖАТЬ	нет
ATAD LI	Татнефть	Нефть и газ	\$33	\$47	\$43	8%	ДЕРЖАТЬ	нет
TATN RX	Татнефть	Нефть и газ	372	464	433	7%	ДЕРЖАТЬ	нет
TATNP RX	Татнефть прив.	Нефть и газ	208	260	237	10%	ДЕРЖАТЬ	нет
GAZ LI	Газпром Нефть	Нефть и газ	\$12,6	\$23,0	\$18,9	22%	ПОКУПАТЬ	повышена
SIBN RX	Газпром Нефть	Нефть и газ	169	278	227	22%	ПОКУПАТЬ	повышена
OGZD LI	Газпром	Нефть и газ	\$4,4	\$5,5	\$5,3	4%	ДЕРЖАТЬ	нет
GAZP RX	Газпром	Нефть и газ	147	163	158	3%	ДЕРЖАТЬ	нет
NVTK LI	Новатэк	Нефть и газ	\$91	\$137	\$124	10%	ДЕРЖАТЬ	нет
NVTK RX	Новатэк	Нефть и газ	610	818	740	11%	ДЕРЖАТЬ	нет
Металлургия								
GMKN RX	Норильский Никель	Металлургия	10 892	11 440	9 756	17%	ДЕРЖАТЬ	снижена
MNOD LI	Норильский Никель	Металлургия	\$16,5	\$18,3	\$16,4	12%	ДЕРЖАТЬ	снижена
CHMF RX	Северсталь	Металлургия	892	1,008	943	7%	ДЕРЖАТЬ	нет
SVST LI	Северсталь	Металлургия	\$14,0	\$17,0	\$15,8	8%	ДЕРЖАТЬ	нет
NLMK RX	НЛМК	Металлургия	102	138	113	22%	ПОКУПАТЬ	повышена
NLMK LI	НЛМК	Металлургия	\$16,0	\$23,0	\$19,1	21%	ПОКУПАТЬ	повышена
MAGN RX	ММК	Металлургия	39,3	41,5	34,1	22%	ПОКУПАТЬ	нет
MMK LI	ММК	Металлургия	\$8,0	\$9,0	\$7,4	22%	ПОКУПАТЬ	нет
EVR LN	Евраз	Металлургия	£1,1	£1,5	£2,3	-34%	ПРОДАВАТЬ	нет
TRMK RX	ТМК	Металлургия	83,0	90,0	79,5	13%	ПОКУПАТЬ	нет
TMKS LI	ТМК	Металлургия	\$4,5	\$6,0	\$5,3	13%	ПОКУПАТЬ	нет
ALRS RX	Алроса	Металлургия	120	125	101,9	23%	ПОКУПАТЬ	нет
Финансовый сектор								
SBER RX	Сбербанк	Финансы	190	210	165	27%	ПОКУПАТЬ	нет
SBERP RX	Сбербанк, прив	Финансы	142	157	124	26%	ПОКУПАТЬ	нет
TCS LI	ТКС	Финансы	\$11,0	\$12,3	\$10,6	16%	ПОКУПАТЬ	нет
BSPB RX	Банк СПБ	Финансы	55	55	74,7	-26%	ПРОДАВАТЬ	понижена
Потребительский сектор								
FIVE LI	X5 Retail Group	Потреб. сектор	\$32	\$40	\$31	30%	ПОКУПАТЬ	нет
MGNT LI	Магнит	Потреб. сектор	\$41,0	\$41,0	\$38,3	7%	ДЕРЖАТЬ	нет
MGNT RX	Магнит	Потреб. сектор	11 931	12 363	9 640	28%	ПОКУПАТЬ	нет
LNTA LI	Лента	Потреб. сектор	\$7,7	\$8,0	\$8,1	-2%	ДЕРЖАТЬ	нет
OKEY LI	О'KEY	Потреб. сектор	\$2,5	\$2,9	\$2,5	15%	ПОКУПАТЬ	нет
DIXY RX	Дикси	Потреб. сектор	385	359	281,5	28%	ПОКУПАТЬ	нет
Телекоммуникации								
MBT US	МТС	Телекомы	\$9,8	\$11,0	\$10,1	9%	ПОКУПАТЬ	нет
MTSS RX	МТС	Телекомы	287	298	263	13%	ПОКУПАТЬ	нет
MFON LI	Мегафон	Телекомы	\$9,3	\$10,6	\$10,3	3%	ДЕРЖАТЬ	нет
Энергетика								
HYDR RX	РусГидро	Энергетика	1,0	1,2	1,0	23%	ПОКУПАТЬ	нет
ENRU RX	Энел Россия	Энергетика	1,1	1,2	1,0	20%	ПОКУПАТЬ	повышена
Транспорт								
GLTR LI	Globaltrans	Транспорт	\$4,7	\$6,0	\$6,5	-8%	ДЕРЖАТЬ	нет

Источник: оценки Атона

Динамика российских акций

Рис. 11: Динамика секторов за 12М

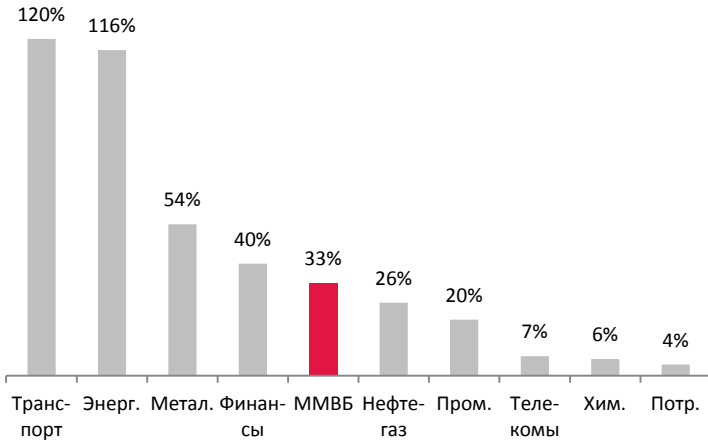
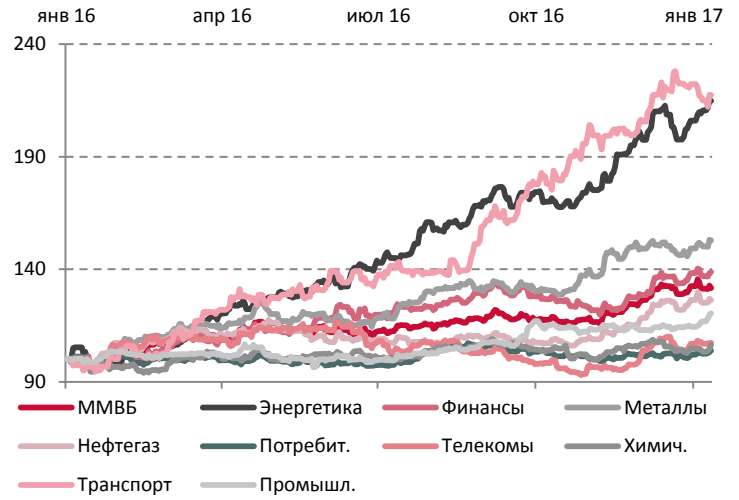


Рис. 12: Динамика секторов за 12М



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 13: Топ-30 акций с самым высоким ростом за 12М

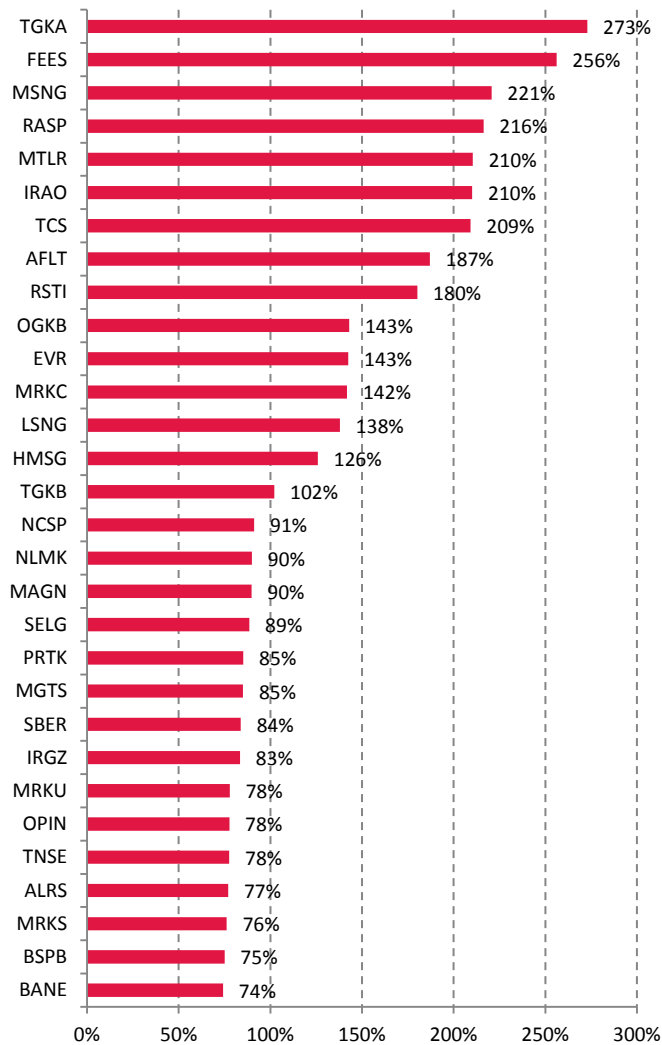
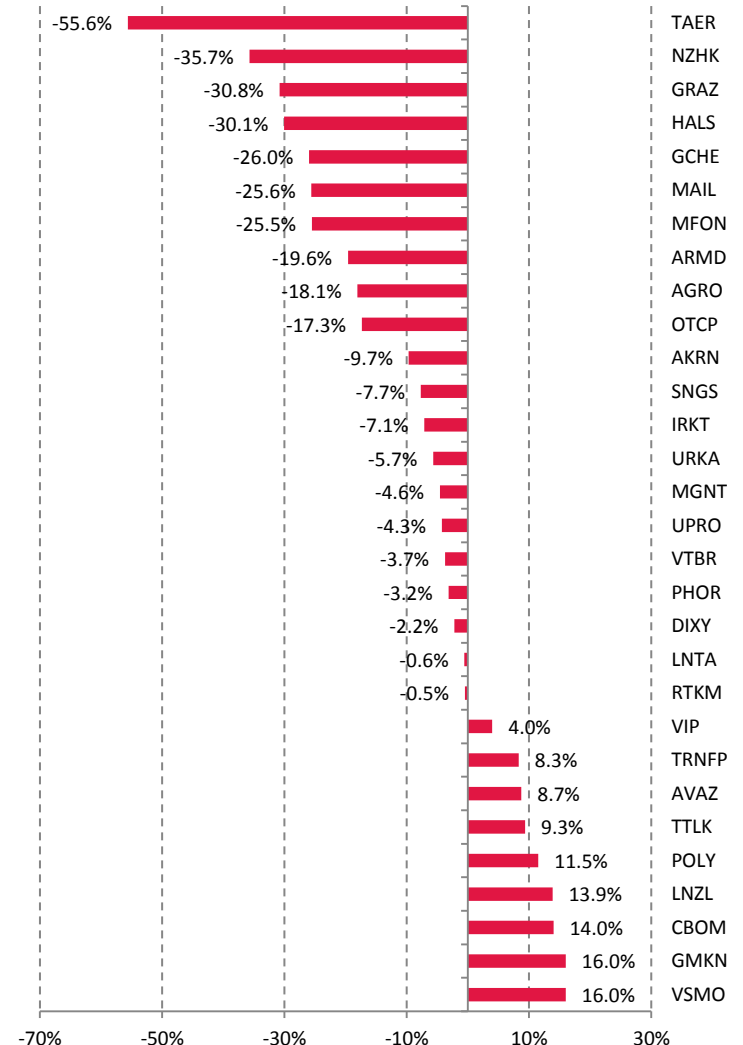


Рис. 14: Топ-30 акций с самым низким ростом за 12М



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 15: Топ-30 акций с самым низким 2017П EV/EBITDA

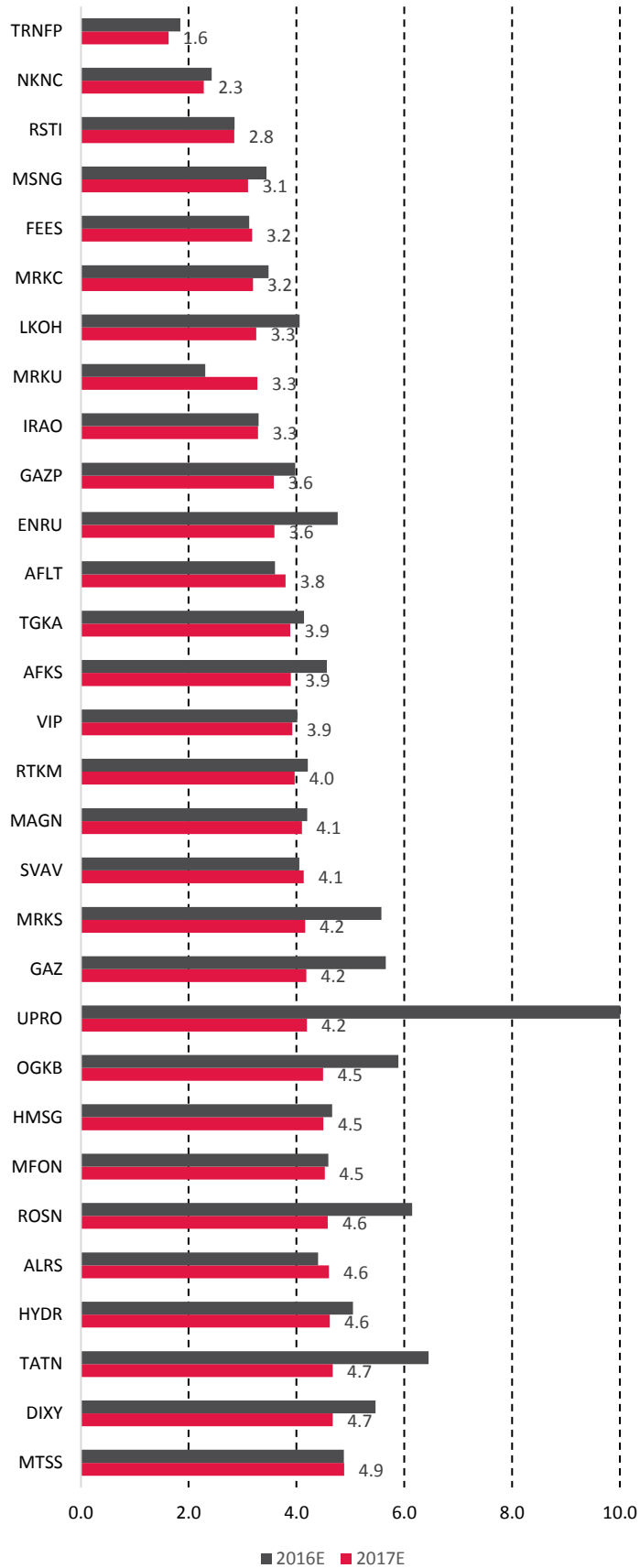
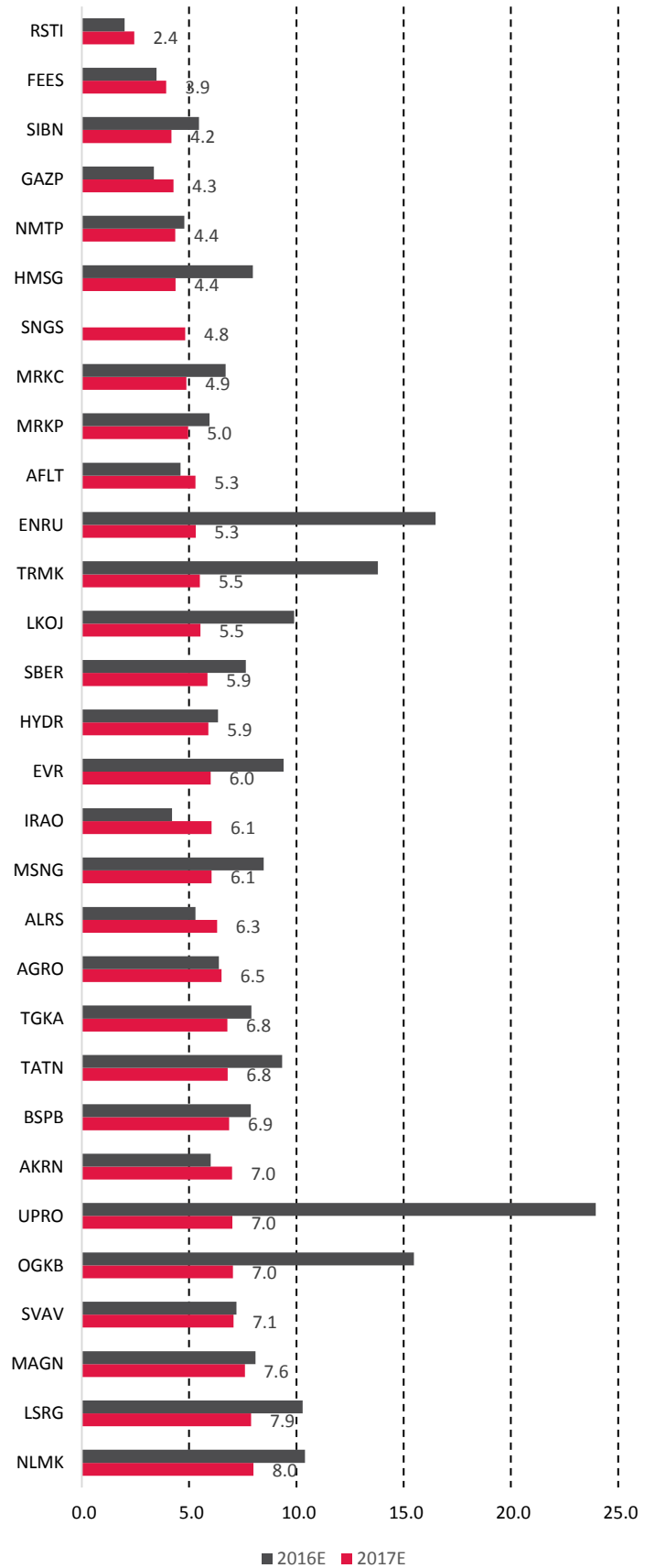


Рис. 16: Топ-30 акций с самым низким 2017П P/E



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Рис. 17: Топ-30 акций с самым низким 2016П P/BV

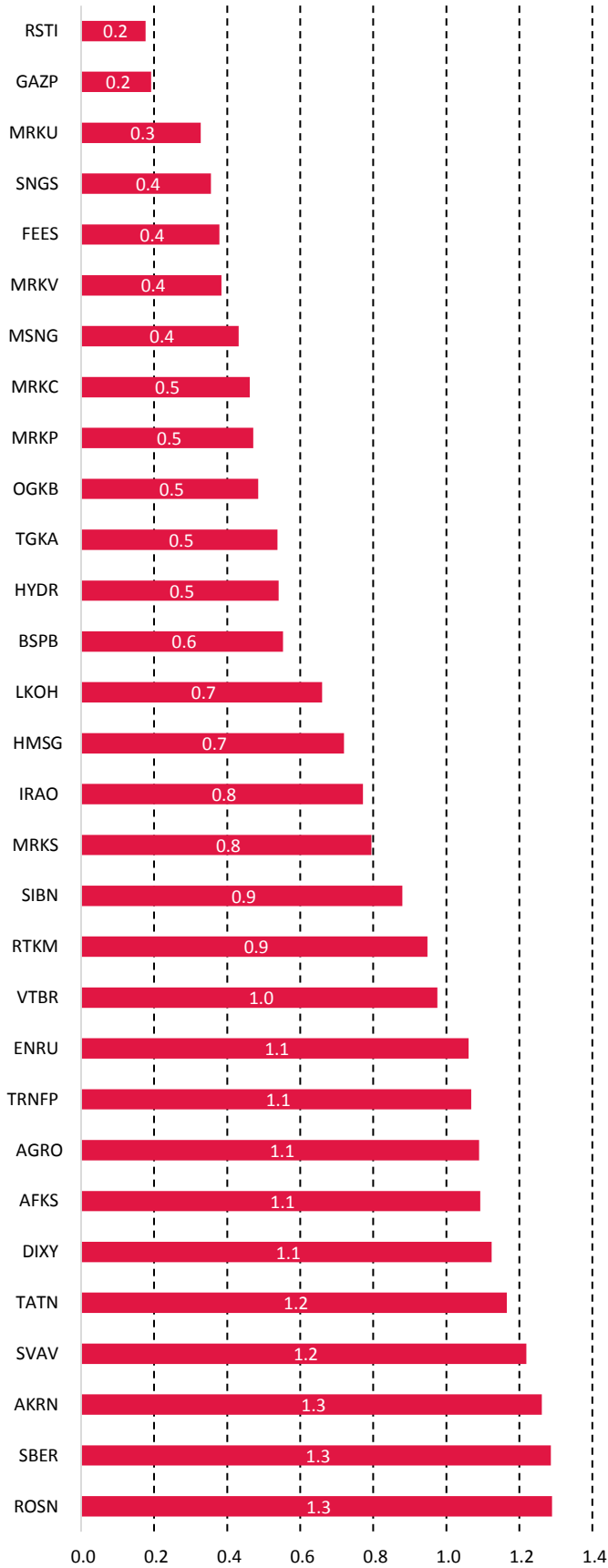
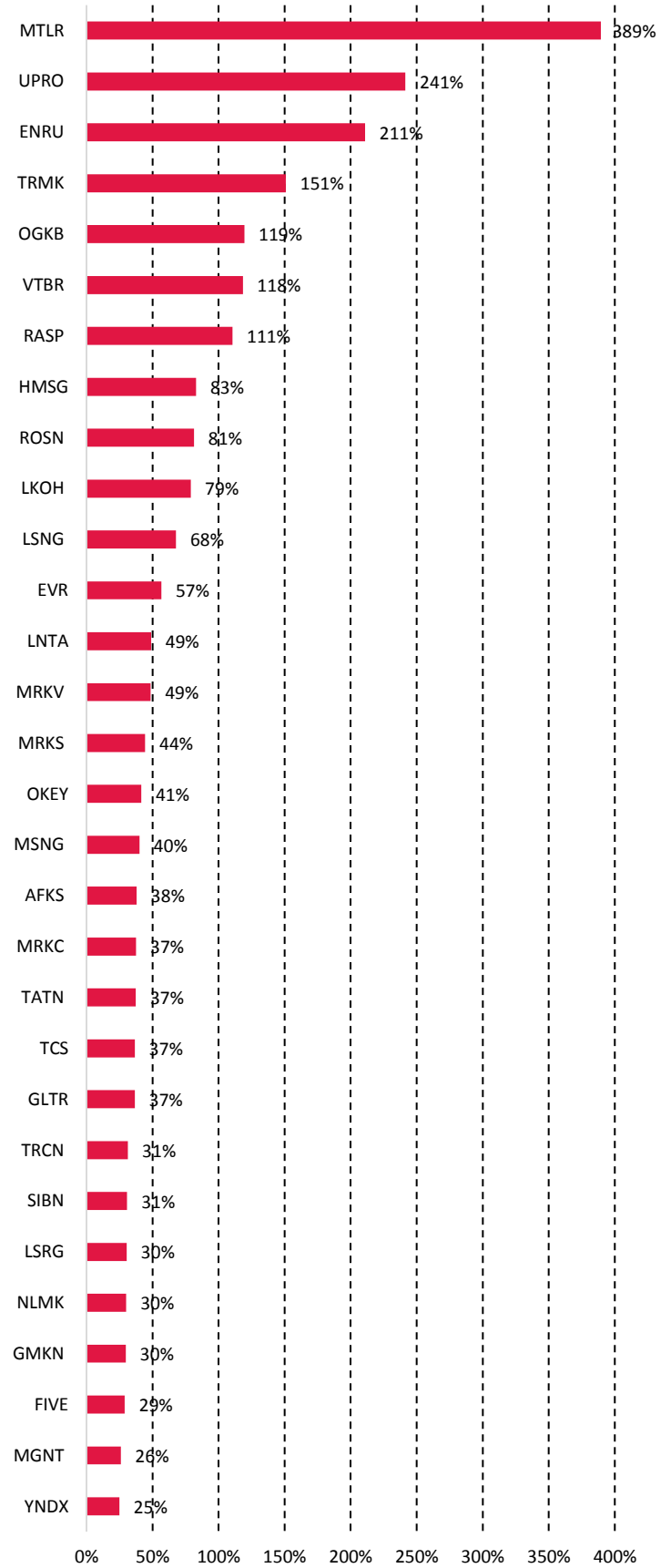


Рис. 18: Топ-30 акций с самым высоким ростом EPS в 2017



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано (-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являясь суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевого ценного бумага либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никакими представителем или гарантом, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интерес в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части