

НАДЕЖДА – НАШ КОМПАС ЗЕМНОЙ...

Оптимистичный сценарий: что произойдет с фондовым рынком

Мы сохраняем негативный прогноз в отношении российской экономики и краткосрочной динамики ее рынков капитала. Однако мы понимаем, что инвесторы не могли не заметить 30%-й отскок цен на нефть с середины января 2015 г. и 15%-й рост курса рубля с конца января. Как следствие, отечественный фондовый рынок вырос более чем на 40% в долларовом выражении (на 20% в рублевом выражении) после минимума, достигнутого 16 декабря. В этом отчете мы пересматриваем наш основной экономический сценарий, а также приводим оптимистичный сценарий, при котором цены на нефть и курс рубля будут расти быстрее, чем ожидается в нашем базовом сценарии, поддерживая улучшение прогноза ВВП России. Мы выбрали акции, которые, на наш взгляд, позволят инвесторам получить доходность выше среднерыночной, если данный “оптимистичный сценарий” действительно реализуется.

Суровая русская зима. Хотя нынешняя зима в России может восприниматься как одна из самых мягких, для российской экономики она ознаменовалась серьезными переменами, которые случились всего за пару месяцев с момента предыдущей публикации нашей стратегии (25 ноября 2014 г. вышла русская версия, 8 декабря 2014 г. – английская): рубль против доллара сейчас торгуется примерно на 30% дешевле (в один момент потеряв 70% на фоне 40%-го падения цен на нефть), что заставило Банк России повысить ключевую ставку рефинансирования до 17% и периодически выходить на рынок с валютными интервенциями для защиты национальной валюты. Инфляция подскочила до 16,7% в феврале, а экономика, по консенсус-оценкам, ушла в зону рецессии в четвертом квартале 2014 г.

Российская экономика: два года падения. Мы обновили наши экономические оценки с учетом произошедших изменений и ухудшения перспектив экономики страны. Теперь мы прогнозируем снижение российского ВВП на 4% в 2015 г. и еще на 1% в 2016 г. из-за слабых цен на нефть (в среднем \$60 за баррель на конец 2015 г. и \$65 за баррель на конец следующего). Хотя мы ожидаем ослабления инфляционного давления позже в текущем году, на весь 2015 г. наша оценка инфляции составляет 13%. Мы уже отмечали в наших предыдущих отчетах, что отечественная экономика испытывает многочисленные “структурные проблемы”, которые будут тянуть ее вниз, даже если цены на нефть восстановятся. Пока ни одна из этих проблем не была устранена.

Восстановление цен на нефть и рубля нельзя не учитывать. Нефть подорожала на 30% всего за месяц, что вместе с определенным укреплением рубля, видимо, дало инвесторам надежду на то, что разворот на фондовом рынке может быть не за горами. В результате мы увидели 40%-й рост российских индексов и приток средств в фонды и ETF, сосредоточенные на России. С учетом возможного дальнейшего подорожания нефти и укрепления рубля, а также позитивных последствий, которые они будут иметь для рынков, мы сформулировали ряд “оптимистичных допущений”, связанных с более быстрым восстановлением цен на нефть, значительным и стабильным укреплением рубля, ослаблением геополитических трений и т.д.

Портфель для “оптимистичного сценария”. Мы по-прежнему выступаем за осторожный подход к выбору акций отечественных эмитентов. Тем не менее, мы признаем, что определенные группы инвесторов с большим аппетитом к риску готовы пересмотреть свои активы, чтобы заработать на росте российских акций, обусловленном укреплением нефти и рубля. В рамках “оптимистичного сценария” основными бенефициарами являются ритейлеры и банки (наши фавориты Х5, “Лента”, О’Кей, М.Видео и Сбербанк), при этом телекомы (Мегафон, МТС) и интернет-компании (Яндекс, Mail.ru) также выиграют от укрепления рубля. Бумаги нефтегазовых компаний (ЛУКОЙЛ, НОВАТЭК, Газпромнефть и Сургутнефтегаз, ап) тоже могут подорожать благодаря росту котировок нефти. Акции металлургических и горнодобывающих компаний неплохо себя чувствовали в ходе нынешнего кризиса ввиду своей экспортной ориентации и, может быть, не являются очевидными кандидатами при восстановлении рынка. Однако к отдельным именам (Норильский никель, НЛМК, ММК) присмотреться все же стоит. В электроэнергетике мы рекомендуем бумаги Э.ОН Россия как самые качественные в секторе.

ДИННУР ГАЛИХАНОВ +7 (495) 213 0338
dinnur.galikhonov@aton.ru

ИВАН КАЧКОВСКИЙ +7 (495) 705 9232
ivan.kachkovski@aton.ru

ИЛЬЯ КУПРЕЕВ +7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

ЕЛИЗАВЕТА ЛЕБЕДЕВА +7 (495) 777 9090 x2648
elizaveta.lebedeva@aton.ru

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.

Цены в данном отчете указаны по итогам торгов 6 марта 2015 г., если не обозначено иное.

Содержание

Изменения в экономических прогнозах Атона	3
Приспосабливаясь к новой реальности	3
Оптимистичный сценарий для России	4
Российский рубль и рынки: сохраняется сильная зависимость от нефти	4
При какой цене нефти добыча рентабельна?	5
Цена \$60-65 за баррель с нами надолго?	6
Оптимистичный сценарий для российской экономики	7
Выбор акций для портфеля в рамках оптимистичного сценария	9
Обзор секторов	10
Потребительский сектор	10
Финансовый сектор	13
Телекоммуникации, медиа и технологии	15
Электроэнергетика	17
Нефтегазовый сектор	18
Металлургический сектор	20
Другие темы	22
Корпоративное управление	22
Акции с высокой дивидендной доходностью	22
Акции-лидеры в прошлые периоды восстановления рынка	23

Изменения в экономических прогнозах Атона

Макроэкономическая картина резко изменилась с даты публикации нашей предыдущей стратегии (25 ноября 2014 г. – русская версия, 8 декабря 2014 г. – английская версия): цена нефти марки *Brent* упала более чем на 40% в период с 25 ноября 2014 г. по 13 января 2015 г., примерно до \$45 за баррель. Даже после недавнего восстановления котировок она на 23% с лишним ниже предыдущих уровней – чуть более \$60 за баррель. Российский рубль обесценился почти на 40%, 16 декабря 2014 г. коснувшись минимума 79,17 против доллара. Сейчас он торгуется более чем на 30% дешевле котировок середины ноября, чуть ниже 61,00 руб./\$. Такие рыночные факторы в сочетании с решениями российских властей усугубили проблемы отечественной экономики.

Мы обновили наши прогнозы российской экономики с учетом ухудшения внешних и внутренних факторов, в том числе безудержной инфляции, гораздо более высокой ставки рефинансирования и замедления экономического развития. Наши прежние оценки предполагали куда более быстрое восстановление цен на нефть – до \$90 за баррель и умеренную рецессию в 2015 г. (таблица 1).

Таблица 1. Препные экономические прогнозы Атона

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Цена на нефть на конец года, \$/барр.	85,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Темп роста ВВП	0,3%*	-0,4%	1,7%	2,7%	3,5%	4,0%	4,0%
Инфляция (ИПЦ, дек./дек.)	8,4%	8,0%	7,0%	6,5%	6,0%	5,0%	5,0%
Валютный курс на конец года, руб./\$	43,6	44,1	46,3	48,3	50,2	51,7	53,2
Среднегодовой валютный курс, руб./\$	37,7	43,9	45,2	47,3	49,3	51,0	52,5

*показатель ВВП за 2014 г. приведен по прогнозу *Bloomberg*

Источники: Росстат, оценка Атона

Приспосабливаясь к новой реальности

Наш пересмотренный экономический прогноз основан на среднерыночных оценках экспертов, опрошенных Институтом «Центр развития» НИУ ВШЭ. Однако мы ожидаем несколько более быстрое восстановление цен на нефть в 2015 г. При этом мы по-прежнему считаем, что российская экономика будет переживать длительный период цен на нефть ниже \$90 за баррель, и ей придется привыкнуть к более жесткому федеральному бюджету из-за сокращения нефтяных доходов.

Наш чуть более оптимистичный прогноз цены на нефть уравнивается более консервативными ожиданиями в отношении инфляции. Мы считаем, что последствия от девальвации рубля и санкций будут ощущаться и в 2016 г. Мы также ожидаем, что Банк России оставит ключевую ставку рефинансирования на высоком уровне (хотя и ниже нынешних 15%), что будет по-прежнему влиять на темпы экономического роста в 2015-2016 гг.

Наконец, мы предполагаем, что санкции против России сохранятся как минимум до конца 2015 г. Наши обновленные прогнозы для российской экономики сведены в *таблице 2*.

Таблица 2. Текущие экономические прогнозы Атона (базовый сценарий)

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Цена на нефть на конец года, \$/барр.	99,5	60,0	65,0	70,0	75,0	80,0	80,0
Темп роста ВВП	0,7%*	-4,0%	-1,0%	1,0%	1,7%	1,9%	2,3%
Инфляция (ИПЦ, дек./дек.)	11,4%	13,0%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%
Валютный курс на конец года, руб./\$	60,7	59,9	60,5	60,8	60,7	60,1	62,4
Среднегодовой валютный курс, руб./\$	38,6	60,3	60,2	60,7	60,7	60,4	61,3

*показатель ВВП за 2014 г. приведен по прогнозу *Bloomberg*

Источники: Росстат, оценка Атона

Оптимистичный сценарий для России

Мы сохраняем негативный прогноз для российской экономики. Как мы уже отмечали, у страны сейчас нет стимулов для роста, которые помогли ей после кризисов 1998-1999 гг. и 2008-2009 гг. Мы также указываем на многочисленные “структурные” препятствия (коррупция, недостаточная защита частной собственности, частые изменения правил игры, неэффективные институты и проч.), которые мешают развитию. Наконец, прогноз для России ухудшается еще и из-за сохраняющихся западных санкций.

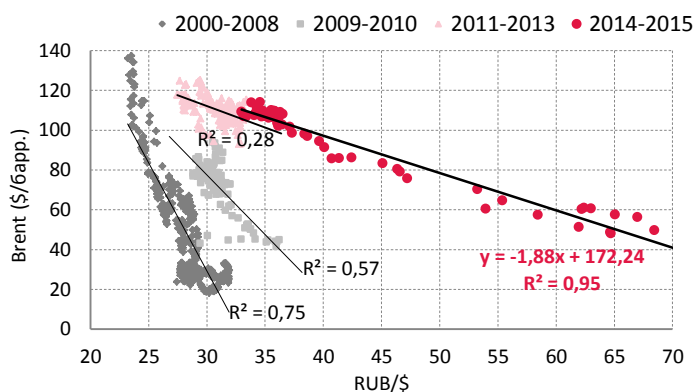
Тем не менее, мы понимаем, что недавний отскок цен на нефть и укрепление рубля могут побудить некоторых инвесторов, ищущих дешевые активы, вновь обратить внимание на российские бумаги. К тому же определенное снижение напряженности на Украине может породить надежды на скорую отмену или хотя бы ослабление санкций, что может дать импульс экономике и рынкам.

В данном отчете мы излагаем свою точку зрения на “сценарий роста” и его последствия для российской экономики и рынков капитала и рекомендуем бумаги из каждого сектора, которые можно включить в портфель в период восстановления экономики.

Российский рубль и рынки: сохраняется сильная зависимость от нефти

В нашей стратегии в ноябре 2014 г. мы подробно рассматривали корреляцию российского рубля с ценой на нефть. Несмотря на серьезные изменения, которые произошли с ними в последний месяц, данная корреляция только усилилась: коэффициент R^2 , который отражает силу зависимости одного фактора от изменений другого, достиг 0,96 против 0,90 в конце прошлого года (график 1).

График 1. Рубль и нефть – усиление корреляции в 2014-2015 гг.



Источник: Bloomberg

Такая же картина наблюдается и с российским фондовым рынком: выраженный в долларах индекс РТС характеризуется коэффициентом R^2 0,79 к цене на нефть в 2013-2015 гг., немного увеличившись с 0,76 на момент нашей предыдущей оценки (график 2). Другой выраженный в долларах индекс – MSCI Russia – показывает степень корреляции 0,81 за указанный период (график 3.).

График 2. Индекс РТС и цена на нефть

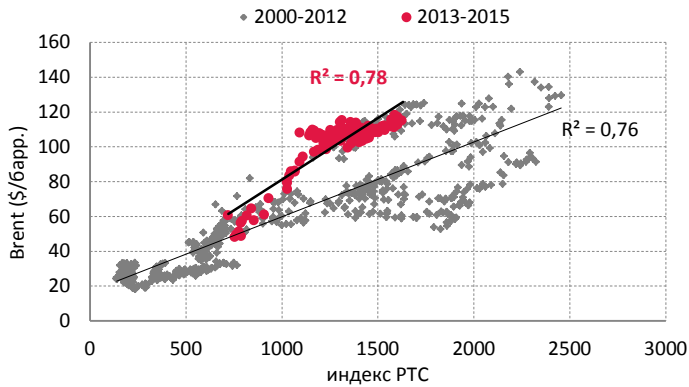
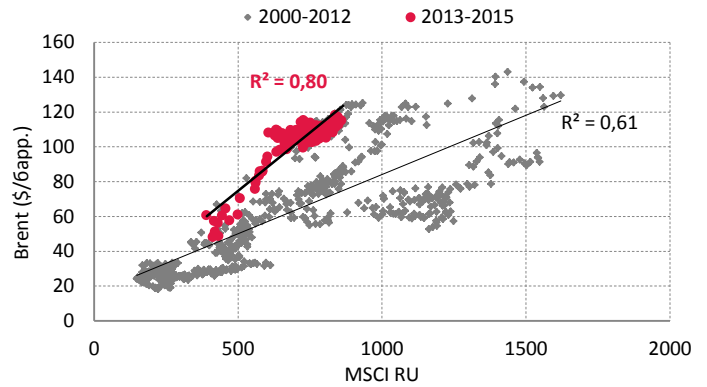


График 3. Индекс MSCI Russia и цена на нефть



Источник: Bloomberg

Рублевый индекс ММВБ может показаться полностью независимым от нефти, но только на первый взгляд (график 4): при пересчете в доллары его степень зависимости от котировок нефти меняется до 0,79 при пересчете в доллары, т.е. приближается к вышеуказанным долларовым индексам (график 5).

График 4. Индекс ММВБ и цена на нефть

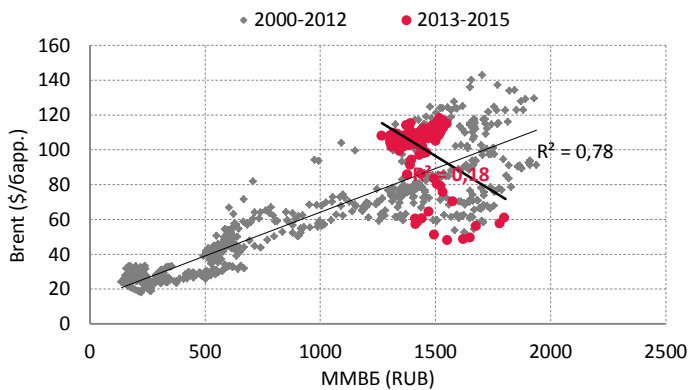
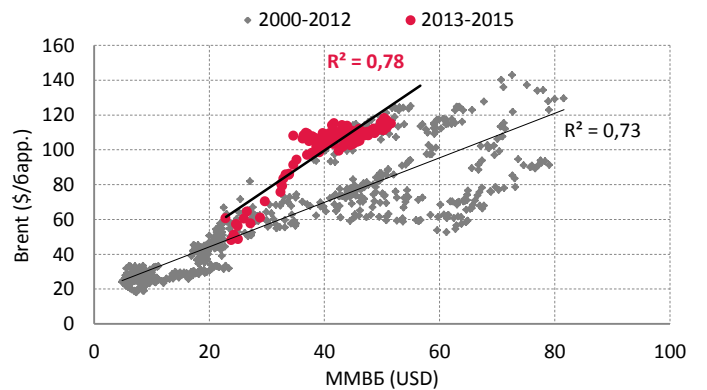


График 5. Индекс ММВБ (в долларах) и цена на нефть



Источник: Bloomberg

Приведенные данные показывают, что нефть остается единственным сильнейшим фактором, который продолжает влиять на национальную валюту страны и рынки капитала, а их будущее укрепление зависит от дальнейшего вектора цен на нефть.

При какой цене нефти добыча рентабельна?

Прогнозирование движения цены на нефть остается тщетной задачей в условиях, когда рынок захлебывается нефтью и нет определенности насчет роста спроса. Ясно одно: неконтролируемое наращивание добычи сланцевой нефти в США в последние годы послужило одной из главных причин текущего избыточного предложения нефти на рынке.

Мы согласны с тем, что решение ОПЕК 27 ноября 2014 г. не менять объемы добычи было в первую очередь направлено на сдерживание неконтролируемого роста производства за счет снижения цен до таких уровней, которые делают добычу сланцевой нефти в США нерентабельной. Такая стратегия, видимо, работает, по крайней мере, если судить по текущей статистике от компании Baker Hughes, указывающей на снижении количества буровых установок, действующих на материковой части США.

О безубыточной цене, при которой американские сланцевые проекты остаются нерентабельными, спорили чуть ли не все второе полугодие 2014 г., и вопрос по-прежнему открыт из-за отсутствия единообразия сланцевых месторождений и различных участков на этих месторождениях. Однако теперь у нас, вероятно, есть достаточно данных, чтобы оценить диапазон цен, при которых американским добытчикам сланцевой нефти придется сократить свою деятельность или прекратить ее вообще.

Наши оценки основаны на анализе последних изменений количества наземных буровых установок в США, которое во второй половине декабря существенно сократилось (график 6). То же самое можно сказать и о бурении в Северной Дакоте как индикаторе активности на территории Баккеновской формации, являющейся одним из главных источников роста добычи сланцевой нефти в США (график 7).

График 6. Количество наземных буровых установок в США и цена на нефть

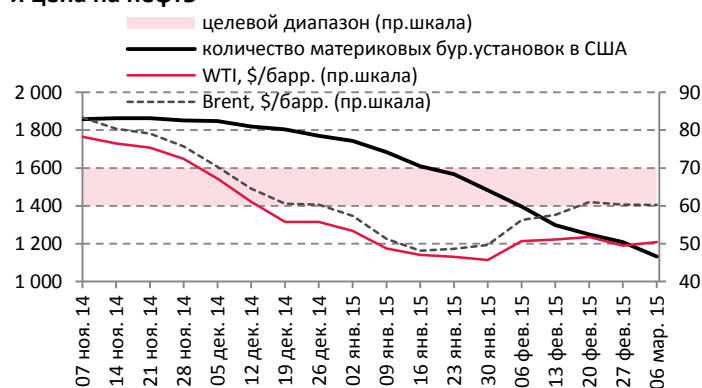
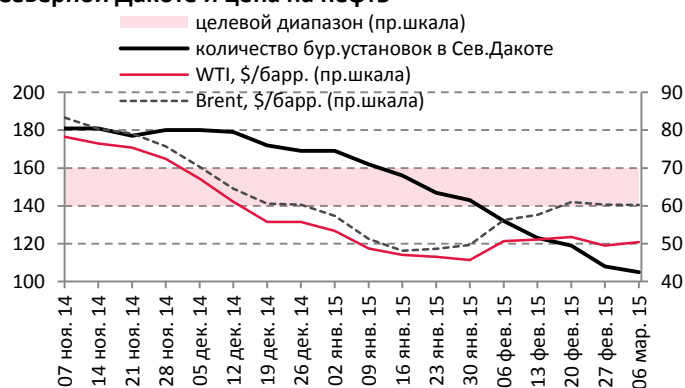


График 7. Количество наземных буровых установок в Северной Дакоте и цена на нефть



Источники: Bloomberg, Baker Hughes, оценка Атона

Поскольку на бурение скважины уходит две или три недели, мы предполагаем, что решения о прекращении бурения принимались за некоторое время до фактической регистрации снижения объемов буровых работ. Кроме того, у большинства нефтяных компаний с буровыми предприятиями есть контракты с заданными сроками бурения, и работы невозможно остановить без финансового наказания, т.е. решения о сворачивании операций, вероятно, принимались за несколько месяцев до сокращения числа буровых установок, начавшегося в конце прошлого года. В любом случае, даже если ориентироваться на консервативное допущение, что в среднем производителю нужно около трех-четырех недель с момента принятия решения до фактического прекращения бурения и отправки буровой установки назад, такие решения были приняты в период, когда нефть торговалась как минимум около \$60-70 за баррель или, может быть, даже выше – около \$70-80 за баррель.

Цена \$60-65 за баррель с нами надолго?

При нынешних ценовых уровнях американские производители намерены сократить объемы сланцевого бурения примерно на 30-40%, на что указывают заявления как крупных производителей сланцевой нефти (EOG Resources и Continental Resources), так и заметных независимых игроков (Apache и Anadarko). Тем не менее, у нефтяных компаний в США есть множество скважин, которые были пробурены, но еще не подготовлены (не завершены/остались без гидроразрыва) и которые еще предстоит ввести в эксплуатацию (согласно данным Департамента минеральных ресурсов Северной Дакоты, на территории

только Баккеневской формации насчитывалось 750 незавершенных скважин в конце декабря 2014 г.). Эти скважины могут быть легко подготовлены для добычи в случае восстановления цен на нефть до уровней, которые делают их экономически рентабельными, что увеличит число добывающих скважин в регионе примерно на 8%.

Таким образом, мы полагаем, что ОПЕК пока будет ориентироваться на \$60-65 за баррель, либо поддерживая текущий уровень добычи, либо повышая его, если цены начнут приближаться к порогу \$70 за баррель, за которым картель может увидеть опасность повторного роста бурения и добычи сланцевой нефти в США.

В своем последнем краткосрочном прогнозе от 10 февраля Управление энергетической информации США (EIA) ожидает, что в США производство сырой нефти достигнет пика 9,4 млн барр. в сутки во втором квартале 2015 г. (рост всего на 1,2% с 9,29 млн барр. в сутки, о которых сообщило Министерство энергетики США за неделю, завершившуюся 20 февраля). EIA затем предполагает уменьшение добычи на 2% в третьем квартале 2015 г. на фоне низких цен на нефть и сокращения буровых работ. Однако затем управление ожидает очередной рост добычи: объемы бурения будут расти, несмотря на слабые цены на нефть, так как компании воспользуются преимуществами низкой стоимости участков для добычи и буровых услуг. Такому сценарию ОПЕК, безусловно, будет противиться. Потенциальное увеличение добычи можно отчасти нейтрализовать за счет сокращения производства в других регионах мира (например, ЛУКОЙЛ ожидает, что в России добыча нефти может снизиться на 1-4% в текущем году). Тем не менее, мы считаем, что ОПЕК задействует все доступные ей все рычаги, чтобы сдерживать цены на нефть и не давать бесконтрольно расти добыче сланцевой нефти в США.

Итак, на наш взгляд, в отсутствие какого-либо ощутимого снижения мировых поставок нефти ОПЕК будет стараться держать цены около \$60-65 как можно дольше (по крайней мере, в течение 2015 г.), чтобы нефтяной рынок вновь обрел какое-то равновесие.

Оптимистичный сценарий для российской экономики

В рамках оптимистичного сценария мы предположили более быстрое и сильное восстановления цен на нефть по сравнению с выше приведенными прогнозами. Такой рост цен должен привести к улучшению прогноза ВВП России на фоне потенциально более значительных инвестиций и государственных расходов (таблица 3).

Таблица 3. Текущие экономические прогнозы Атона (оптимистичный сценарий)

	2014	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Цена на нефть на конец года, \$/барр.	99,5	65,0	75,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Темп роста ВВП	0,7%	-3,0%	-0,1%	1,5%	2,0%	2,3%	2,5%
Инфляция (ИПЦ, дек./дек.)	11,4%	12,5%	9,0%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%
Валютный курс на конец года, руб./\$	60,7	57,2	55,4	49,3	51,8	54,0	56,2
Среднегодовой валютный курс, руб./\$	38,6	59,0	56,3	52,4	50,5	52,9	55,1

*показатель ВВП за 2014 г. приведен по прогнозу *Bloomberg*

Источники: Росстат, оценка Атона

В рамках оптимистичного сценария мы сделали следующие предположения/прогнозы:

- Более динамичный рост цен на нефть (\$65 за баррель на конец 2015 г., \$75 за баррель на конец 2016 г.).
- Отмена или ослабление западных санкций еще до конца 2015 г.
- Сокращение оттока капитала, увеличение иностранных инвестиций в Россию.
- Как следствие, укрепление рубля, хотя и ограниченное, с последующим периодом стабильности, а не резким ростом против доллара и евро.
- Замедление инфляции на фоне стабильной национальной валюты.
- Снижение ключевой ставки Банка России, отражающее ослабление инфляционного давления.
- Положительное влияние на экономику удешевления стоимости кредитов.
- Стабильность рубля в сочетании с более доступными кредитами уменьшит давление на располагаемые доходы, способствуя росту потребления, что будет выгодно ритейлерам, банкам, телекоммуникационным, рекламным компаниям и т.д.
- Повторное ускорение инфляции в 2016 г. из-за смягчения денежно-кредитной политики Банка России.

Выбор акций для портфеля в рамках оптимистичного сценария

По нашему мнению, ритейлеры и банки будут основными бенефициарами роста цен на нефть, стабилизации рубля и повышения доступности кредитов. Позитивный эффект не столь очевиден для электроэнергетических, металлургических и нефтегазовых компаний, хотя отдельные имена можно рассматривать как кандидатов для портфеля в период восстановления рынков.

Мы продолжаем придерживаться традиционного подхода к выбору бумаг, т.е. выбор отраслевых аналитиков (для данного сценария) сочетаем с оценкой дивидендных выплат и рейтингом корпоративного управления, а также качества акций. Отдельно мы проверили, опережали ли отобранные бумаги среднюю динамику в ходе недавних периодов восстановления фондового рынка.

Мы перечисляем наших фаворитов в *таблице 4*, отмечая, какие именно инвестиционные темы их затрагивают.

Таблица 4. "Портфель периода восстановления": рекомендуемые акции (ранжированы по рыночной капитализации)

Компания	Рын.кап. (\$ млн)	Рекомендация отраслевого аналитика	Корпоративное	Дивиденды	Опережение рынка в прошлые периоды
ЛУКОЙЛ	39,372	√			
Норникель	28,751	√	√	√	
Сбербанк	26,141	√	√		√
НОВАТЭК	25,033	√	√		√
Газпромнефть	13,419	√			
Мегафон	10,024	√	√	√	
МТС	9,609	√	√	√	√
НЛМК	8,085	√	√		
Сургутнефтегаз, ап	5,249	√		√	√
Yandex	4,806	√	√		
Mail.ru	3,659	√	√		
X5 Retail	3,639	√	√		√
Э.ОН Россия	2,988	√		√	
ММК	2,952	√	√		
«Лента»	2,749	√	√		
O'Key	928	√			
М.Видео	532	√	√	√	

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Кроме того, мы определили ряд спекулятивных вариантов, основанных на корпоративных событиях (их сводка дана в *таблице 5*).

Таблица 5. Спекулятивные сюжеты (эмитенты ранжированы по рыночной капитализации)

Компания	Рын.кап. (\$ млн)	Комментарии	Корпоративное управление	Дивиденды	Опережение рынка ранее
VimpelCom	9,644	Потенциальная продажа Wind; сокращение долга, новый менеджмент	√		
EDCL	2,429	Завершение сделки с Schlumberger	√		√
ИНТЕР PAO	1,671	Консолидация капитала Роснефтегазом			
СТС Media (ord)	650	Отмена лимита на участие иностранцев в капитале		√	
Башнефть, ап	637	Возобновление дивидендных выплат		√	
ТКС	475	Восстановление потребительского кредитования			
ТГК-1	299	Потенциальное приобретение контроля со стороны финской Fortum			
Армада	10	Разрешение корпоративного конфликта			

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Обзор секторов

В данном разделе мы рассматриваем кандидатов для портфеля в период восстановления экономики, с учетом предпочтений наших отраслевых аналитиков.

Потребительский сектор

Акции компаний продовольственной розницы, вероятно, являются основными бенефициарами в рамках нашего оптимистичного сценария, поскольку сильный и менее волатильный рубль благоприятно повлияет на реальные располагаемые доходы, а более позитивный прогноз ВВП улучшит настроения и ожидания потребителей. Ослабление давления на располагаемые доходы будет побуждать потребителей к повседневным расходам. По мере замедления инфляции мы будем наблюдать постепенное изменение структуры потребительских расходов: доля расходов на продукты питания будет уменьшаться до докризисных уровней, уступая место расходам на непродовольственные товары. Этот сдвиг в дальнейшем должно поддержать восстановление рынка потребительского кредитования, которое даст импульс дискреционным расходам.

Более дешевые и доступные кредиты должны также благоприятствовать ритейлерам, которые смогут восстановить свои программы капиталовложений и проводить агрессивную экспансию, которая всегда была основным локомотивом роста для отечественных компаний продовольственной розницы.

Как правило, во время спада рынка предпочтения инвесторов смещаются в сторону качественных защитных акций, в частности бумаг Магнита, которые зачастую служат убежищем в трудные времена. До сих пор компании сектора, работающие в формате «дискаунтер», демонстрируют способность сохранять высокую динамику котировок акций в периоды восстановления рынка. (график 9). Однако Магнит и Дикси ориентированы на более экономных потребителей, тогда как ритейлеры других форматов, скорее всего, будут опережать рынок во время восстановления последнего.

График 8. Динамика акций сектора за 6М

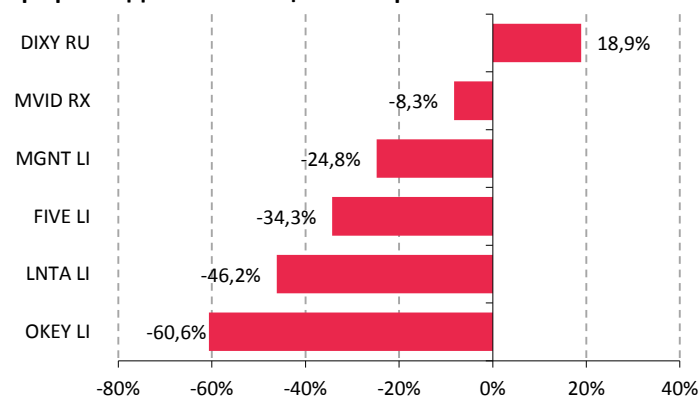
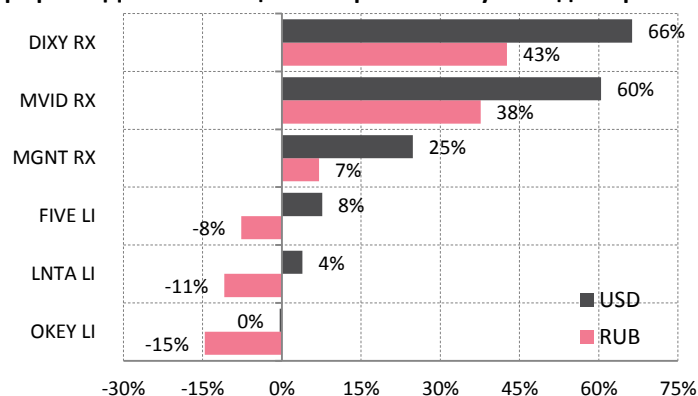


График 9. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

Таким образом, в рамках оптимистичного сценария мы ожидаем, что розничные сети, работающие в формате супермаркетов и гипермаркетов (X5, "Лента", O'Key), будут возвращать покупателей при улучшении среднего чека, несмотря на замедление роста цен на продовольственные товары.

Замедление продовольственной инфляции должно побудить регулирующие органы отказаться от нынешней заморозки цен на социально значимые

продукты. В результате ритейлеры должны вернуться к обычным механизмам ценообразования, что позволит улучшить рентабельность и может способствовать дальнейшему повышению котировок акций розничных сетей.

"Лента" относится к нашим основным фаворитам: эмитент за последние шесть месяцев (один из самых сложных периодов для российской розницы) потерял почти 45% своей капитализации, и ему еще только предстоит серьезное восстановление, которое уже отмечено у более известных конкурентов (график 9). Компания работает в сегменте гипермаркетов и придерживается стратегии низких цен, что мы рассматриваем в качестве важного фактора поддержки трафика. Сеть также реализует одну из крупнейших карточных программ лояльности в России, отслеживая поведение потребителей и корректируя свою деятельность в соответствии с изменениями в предпочтениях покупателей. У ритейлера амбициозные планы в отношении открытия магазинов и увеличения выручки, которые легко реализуемы в рамках нашего оптимистичного сценария. До сих пор компании удавалось достигать запланированных показателей, а в некоторых случаях даже превосходить их, что является хорошим основанием для успешной истории отчетности.

На "Ленту" значительно повлияло повышение ставки Банка России: у сети высокий показатель соотношения чистого долга/EBITDA (2,5x против среднеотраслевого значения 1,8x), обусловленное тем, что в собственности находится порядка 85% торговой площади, и это, на наш взгляд, является благоприятным фактором в периоды адекватных процентных ставок по займам. Таким образом, любое дальнейшее снижение ключевой ставки заимствований должно позитивно сказаться на росте финансовых показателей "Ленты".

X5 Retail Group – единственная федеральная торговая сеть, присутствующая во всех розничных и ценовых форматах. В рамках нашего оптимистичного сценария она может получить преимущества во всех форматах розничной торговли, в том числе в сегменте дискаунтеров, т.е. магазинов "Пятерочка", которые проходят через масштабное обновление. Те 35% магазинов, в которых программа уже завершена, демонстрируют рост притока покупателей. В формате супермаркетов магазины "Перекресток" и "Перекресток Экспресс", которые обеспечивают примерно 20% всей выручки, должны выиграть от улучшения располагаемого дохода покупателей. К тому же магазины "Перекресток" тоже кардинально модернизируются с целью повышения трафика. Наконец, на открытиях магазинов в формате гипермаркетов «Карусель», вероятно, положительно скажется потенциальное снижение ключевой ставки ЦБ РФ. С нашей точки зрения, подобные улучшения могут послужить сильным катализатором для котировок акций в ближайшем будущем. Данная бумага является самой дешевой среди акций отечественных продовольственных сетей, по мультипликатору 2015П P/E торгуясь с 47%-м дисконтом к российским аналогам.

Сеть **O'Key** сосредоточена на супермаркетах и, скорее всего, больше других пострадает из-за снижения реальных располагаемых доходов потребителей, ускорения продовольственной инфляции и эмбарго на определенные импортные товары (она потеряла почти 62% своей капитализации за шесть месяцев, по 2015П P/E акции сейчас торгуются с 32%-й скидкой к российским аналогам). Исчезновение указанных негативных факторов должно помочь котировкам. Разумеется, требуются определенные стимулы для улучшения и поддержания динамики показателей (т.е. восстановление потока покупателей, увеличение среднего чека), прежде чем произойдет положительная переоценка биржевой стоимости бумаги. Сеть планирует открыть 20 дискаунтеров, которые должны помочь в привлечении экономных покупателей, обеспечив дополнительную поддержку трафику и выручке. Последнее, но не по

значимости, обстоятельство – относительно новой и в то же время опытной команде менеджмента (новый генеральный директор назначен в начале 2014 г.) предстоит доказать свою пользу для акционеров, подняв O’Key на новый уровень развития.

М. Видео как сеть магазинов бытовой электроники улучшения ожидает тогда, когда повысятся реальные располагаемые доходы потребителей и вырастет доступность кредитов. У компании практически нет долгов и нет амбициозных планов открытия магазинов. Ее главная привлекательная характеристика – это дивидендная политика, предполагающая выплату 60% чистой прибыли, также возможны специальные дивиденды.

Акции компаний российского потребительского сектора в прошлом всегда лидировали в ходе восстановления фондового рынка. Любой будущий отскок на рынке не должен стать исключением, и, на наш взгляд, отстающие на данный момент компании должны показать внушительный рост. Федеральные сети, вероятно, продемонстрируют динамику выручки лучше рынка благодаря фрагментации бизнеса, который поддерживает медленное вытеснение небольших семейных компаний в регионах России.

Финансовый сектор

Это может звучать как текст из учебника: при подъеме рынка акции финансового сектора, скорее всего, традиционно оправдают свои высокие бета-коэффициенты и будут опережать рынок. Рассмотрим основные причины, из-за которых, как мы полагаем, данный сектор может столь позитивно отреагировать на улучшение макроэкономической картины. При этом мы по-прежнему считаем, что в рамках подобного сценария нужно проявлять избирательность в отношении акций финансовых компаний.

Оптимистичный сценарий, описанный выше, подразумевает значительное улучшение состояния экономики и финансового сектора в частности. Мы не считаем, что возможна реализация совсем уж заоблачно положительного сценария, но предполагаемый нами сценарий гораздо благоприятнее базового сценария, на который ориентируются в настоящее время.

В первую очередь, по сравнению с базовым сценарием у банков уменьшились бы расходы на создание резервов по проблемным кредитам. Лучшая динамика ВВП означала бы лучшее качество заемщиков и меньшие объемы просроченной задолженности.

Во-вторых, мы полагаем, что в таком сценарии Банк России снизил бы ключевую ставку раньше и более существенно, что означало бы значительное уменьшение стоимости фондирования для банков. Данный аспект очень важен: прямые заимствования банков у ЦБ РФ на 1 февраля 2015 г. составили 7,7 трлн руб. (что означает финансирование средствами Банка России около 9,6% активов банковской системы) при ставке вовсе не 5,5%, как год назад, а при 15%, что является очень высоким и, как мы полагаем, неприемлемым уровнем в долгосрочной перспективе. На наш взгляд, регулятору придется в какой-то момент серьезно снизить ставку, но в рамках оптимистичного сценария это случится гораздо раньше. Снижение ставки также сильно повлияет на расходы на остальные виды фондирования: оно приведет к снижению процентных ставок по депозитам, как корпоративным, так и розничным.

В-третьих, снижение стоимости фондирования позволит устанавливать более низкие ставки для корпоративных заемщиков. Как и ожидалось, до сих пор российским банкам с трудом (и пока лишь в незначительной степени) удается переложить возросшую стоимость фондирования на корпоративных заемщиков. Даже если у банков есть законные основания пересмотреть процентные ставки по кредитам, им приходится тщательно взвешивать величину (и саму возможность) повышения, с тем чтобы заемщик вообще оставался в состоянии обслуживать долг.

В розничном кредитовании тоже должно произойти улучшение: при более благоприятной ситуации с занятостью и увеличении располагаемых доходов будет укрепляться качество как потребительских, так и ипотечных кредитов. Последний сегмент также выиграет от возможного снижения ключевой ставки Банка России.

Наш оптимистичный сценарий, как и базовый, не предусматривает слишком большого роста кредитования, поскольку спрос на кредиты, по всей вероятности, останется слабым. Однако в отличие от базового сценария свою позитивную роль должны сыграть повышение прибыли и ослабление давления на капитал.

Сбербанк лучше ВТБ

В качестве лучшей акции в период восстановления рынка мы решительно предпочитаем акции Сбербанка бумагам ВТБ. Во-первых, мы всегда отмечаем Сбербанк ввиду его фундаментальных характеристик. Наша позиция может быть аргументирована следующим образом: по нашему мнению, Сбербанк прилагает гораздо больше усилий для создания стоимости для акционеров и больше ориентирован на прибыль.

Кроме того, после неожиданного роста акций ВТБ, опережающего рынок в последние месяцы (график 10), бумаги Сбербанка сейчас дешевле, чем мы находим необоснованным: коэффициент 2015E P/B у Сбербанка составляет 0,71x против 0,85x у ВТБ (согласно консенсус-прогнозу *Bloomberg*). Это только усиливает наше предпочтение акций Сбербанка.

График 10. Динамика акций сектора за 6М

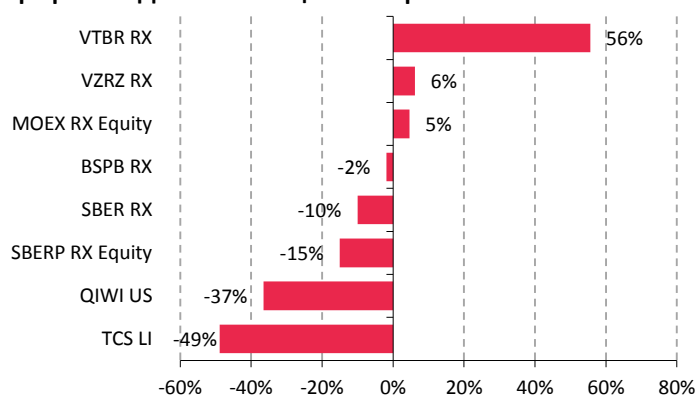
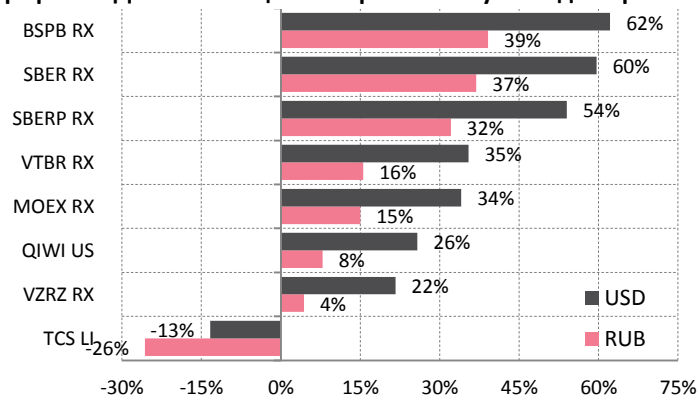


График 11. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

ТКС

Оптимистичный сценарий будет благоприятен для сегмента потребительского кредитования. Мы считаем, что акции ТКС могут оказаться привлекательным инструментом для инвесторов, готовых рисковать. ТКС недавно представил свою отчетность за 2014 г., которая выглядит достаточно хорошо в текущих условиях, и обнародовал прогноз на 2015 г. Менеджмент признает вероятность дополнительного давления на выручку, но готовится сокращать расходы, не ожидая дальнейшего ухудшения качества кредитного портфеля, если в экономике не случится поворота к худшему.

Тот факт, что у ТКС по сравнению с прямыми конкурентами лучше и операционная модель (более гибкая и эластичная), и ситуация с капиталом, означает, что ТКС может выиграть от любого улучшения макроэкономической картины.

Акции Московской Биржи вряд ли окажутся лидером

В отличие от базового сценария, где мы по-прежнему считаем акции Московской Биржи (МБ) одним из лучших защитных инструментов, оптимистичный сценарий не предвещает им лидерства в потенциальном росте рынка. Точнее, мы полагаем, что акции банков, особенно Сбербанка, гораздо лучше отреагируют на восстановление экономики и снижение ставок.

Так, доля чистого процентного дохода в операционных доходах МБ очень высока (44% за 9М14). Понижение ставок станет неблагоприятным фактором для данной статьи выручки. Достаточно ли будет потенциального увеличения комиссионных (в результате улучшения рыночных условий), чтобы нивелировать снижение процентных доходов? Может быть, но вряд ли оно обеспечит динамичный рост общей выручки. Таким образом, мы бы не ожидали серьезного позитивного влияния оптимистичного сценария на финансовые результаты МБ, в отличие от ситуации со Сбербанком.

Телекоммуникации, медиа и технологии

В ТМТ-секторе мы хотели бы обратить внимание инвесторов на интернет-компании и **Яндекс** в частности. Бумага в последнее время серьезно обесценилась, что мы считаем не совсем обоснованным. Операционные показатели эмитента по-прежнему хорошие, несмотря на неблагоприятные макроэкономические условия: Яндексу удалось увеличить выручку на 21% в сложном четвертом квартале 2014 г. благодаря продолжающемуся структурному развитию рынка контекстной рекламы.

График 12. Динамика акций сектора за 6М

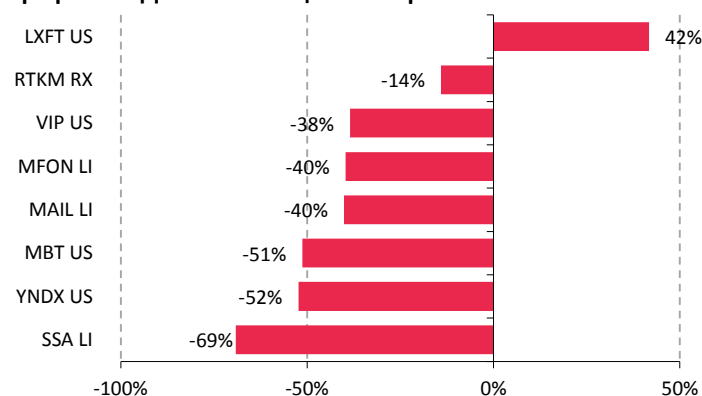
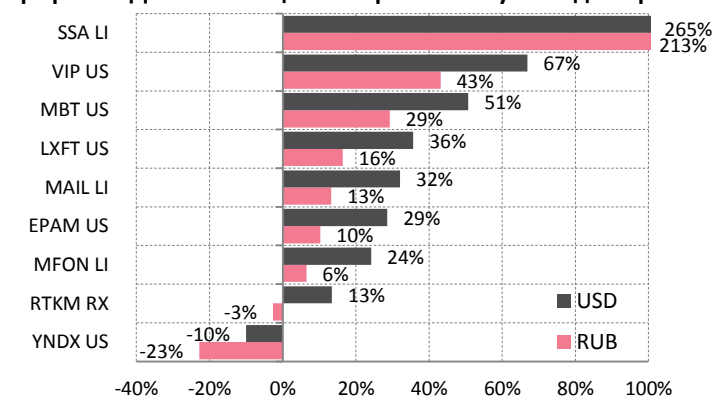


График 13. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

К тому же акции Яндекса являются самыми ликвидными российскими бумагами в США и для многих инвесторов служат ориентиром всего российского фондового рынка, поэтому мы считаем их очевидным выбором для американских и других игроков, которые рассчитывают на восстановление российского рынка (благодаря повышению цен на нефть, стабилизации геополитической ситуации и оздоровлению экономики). Рост ВВП и укрепление рубля будут способствовать увеличению выручки, рентабельности и денежных потоков компании, поскольку некоторые основные статьи расходов (в частности заработная плата и аренда) прямо или косвенно зависят от колебаний валютных курсов.

Mail.ru по сравнению с Яндексом менее чувствительна к макроэкономическим факторам, но тоже должна выиграть от снижения расходов на аренду и капзатрат в случае, когда рубль будет укрепляться.

Среди российских операторов мобильной связи наиболее качественные имена – **МТС** и **Мегафон** – оценены, на наш взгляд, справедливо при текущем курсе рубля и среднерыночном макроэкономическом прогнозе. Однако эти акции с неплохой дивидендной доходностью являются относительно безопасным выбором для инвесторов, ожидающих восстановления российского фондового рынка, поскольку укрепление экономики и рубля приведет к росту их выручки и более эффективным капитальным затратам (в основном выраженным в иностранной валюте). У **Ростелекома** сильные позиции в отрасли и ряд возможностей для роста, но в то же время значительные риски корпоративного управления, на наш взгляд, так что бумага, как мы полагаем, вряд ли будет опережать рынок в случае восстановления последнего.

Рентабельность системных интеграторов, таких как Luxoft и EPAM, вероятно, будет ухудшаться при укреплении рубля, поскольку расходы на зарплату российского персонала будут увеличиваться. Таким образом, мы не считаем эти акции выгодным вложением в расчете на восстановление экономики.

Для инвесторов с аппетитом к риску мы хотели бы также отметить несколько высокорискованных бумаг, которые не так сильно зависят от макроэкономики, как от корпоративных событий.

Vimpelcom: по нашему мнению, возможная продажа компании Wind и соответствующее сокращение долга вкупе со сменой руководства могут послужить катализаторами роста акции. У Vimpelcom есть все шансы вернуть свою долю рынка в России, но зарубежная экспансия и неудачи менеджмента пока портят репутацию эмитента.

СТС Media: при снижении геополитической напряженности мы считаем весьма вероятным, что российское правительство будет отказываться от антизападных санкций и, возможно, отменит принятое в прошлом году 20%-е ограничение на участие иностранцев в капитале российских СМИ. Это может привести к переоценке бумаги, особенно, если улучшится макроэкономическая среда.

Армада: корпоративный конфликт серьезно ударил по компании в прошлом году. Если он разрешится и если улучшатся макроэкономические условия, данная бумага также может быть оценена значительно выше текущих уровней.

Электроэнергетика

У инвесторов есть причины игнорировать сектор электроэнергетики, и эти причины – непоследовательное регулирование и неудовлетворительное корпоративное управление – вряд ли сами по себе исчезнут в случае общего улучшения макроэкономики. За последние несколько лет мы не видели каких-либо значимых достижений в сфере регулирования: реформу рынка тепловой энергии отложили, равно как и приватизацию распределительных компаний. У нас мало свидетельств и оснований ожидать, что реформы будут продолжены в дальнейшем.

График 14. Динамика акций сектора за 6М

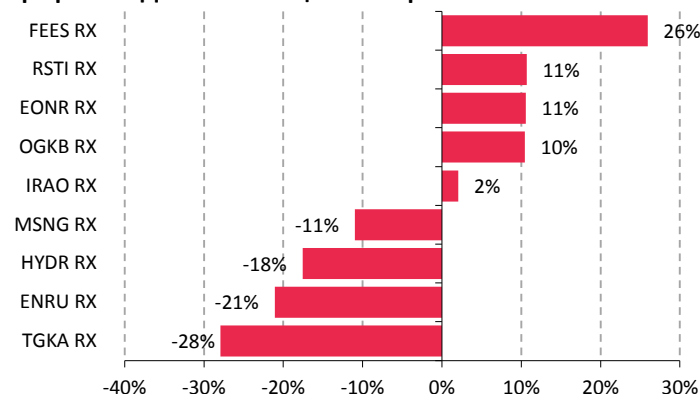
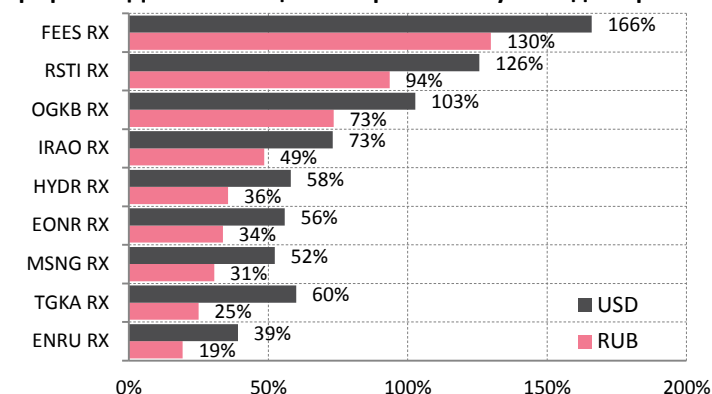


График 15. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

Оздоровление макроэкономической картины, укрепление рубля и возобновление доступа на рынки капитала могут действительно улучшить финансовое положение и денежные потоки отечественных электроэнергетических компаний, но вопросы корпоративного управления и стоимости для миноритарных инвесторов остаются по большому счету нерешенными.

Таким образом, акции **Э.ОН Россия** являются единственными бумагами, которые мы рекомендуем в этом секторе: у данного эмитента лучшее качество активов, компания контролируется иностранным собственником с превосходным корпоративным управлением и платит щедрые дивиденды (ожидаемая дивидендная доходность около 13%).

Также мы обращаем внимание на несколько инвестиционных идей в секторе электроэнергетики, связанных с корпоративными событиями.

ТГК-1: в декабре появилась информация, что финская компания Fortum может получить основные гидроэлектростанции ТГК-1 в обмен на контракт с Росатомом на строительство АЭС в Финляндии. Потенциальные схемы сделки не раскрывались, и, на первый взгляд, для миноритариев ТГК-1 она несет риски вывода активов. Однако в некоторых сценариях (например, при покупке ТГК-1 компанией Fortum) миноритарные акционеры ТГК-1, по нашему мнению, могут получить привлекательное предложение о выкупе бумаг.

ИНТЕР PAO ЭЭС: за последние 12 месяцев Роснефтегаз не увеличивал свою долю в ИНТЕР PAO, но мы считаем, что такая вероятность по-прежнему существует. Последний раз Роснефтегаз приобретал акции ИНТЕР PAO по 1,31 руб., что на 41% выше текущей цены. В случае отмены санкций против России и устранения проблемы финансирования отечественных компаний, по нашему мнению, повысятся шансы того, что Роснефтегаз продолжит наращивать свое участие в капитале ИНТЕР PAO, что на определенном этапе может повлечь выкуп акций у миноритариев по привлекательной цене.

Нефтегазовый сектор

На фоне подорожания нефти в секторе наблюдался уверенный рост с минимума, достигнутого в прошлом году (график 16).

График 16. Динамика акций сектора за 6М

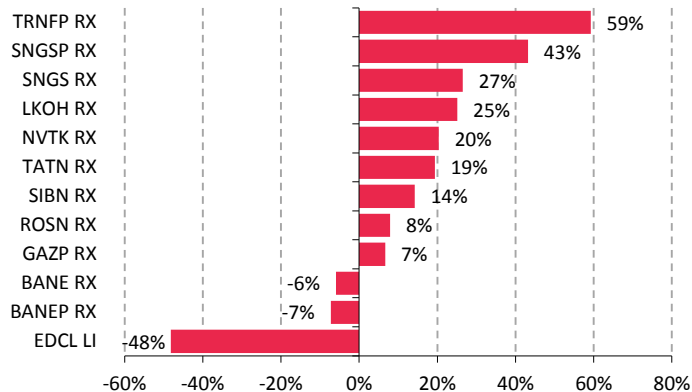
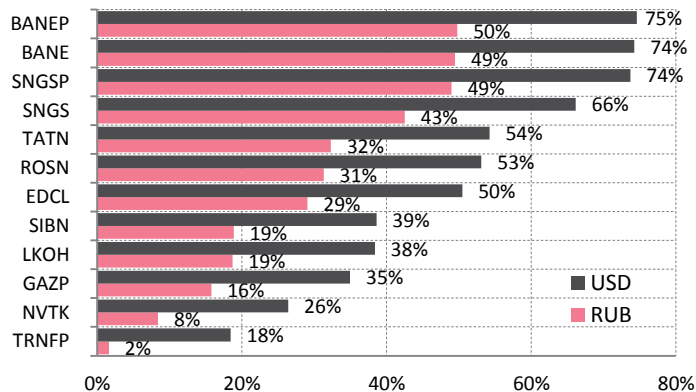


График 17. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

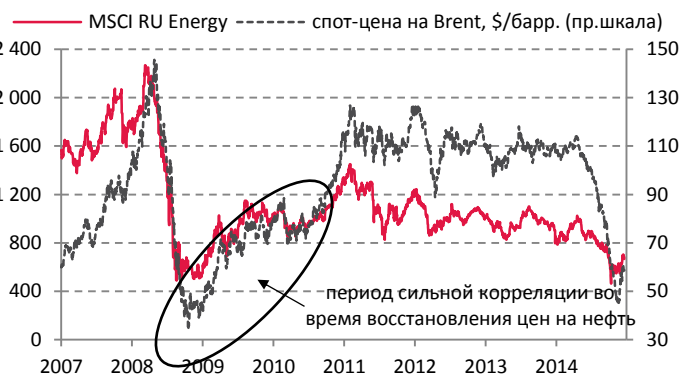
Мы полагаем, что в рамках нашего оптимистичного сценария вырастут котировки всех эмитентов сектора. Корреляция между российским нефтегазовым индексом MSCI и ценой на нефть существенно усиливалась в предыдущие периоды резкого падения котировок нефти и их последующего восстановления (графики 18, 19). По сути, отрасль сохраняла высокую степень корреляции с ценой на нефть в течение почти трех лет после отскока котировок после кризиса 2008 г.

График 18. Корреляция MSCI RU Energy и котировок Brent



Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 19. Высокая корреляция в период роста цен на нефть в 2009-2011 гг.



Источник: Bloomberg

Как и прежде, нашими фаворитами являются **Газпромнефть** и **ЛУКОЙЛ**, которые, как мы полагаем, выиграют от сохраняющегося налогового маневра и налоговых льгот, охватывающих проекты разработки сложных месторождений. Кроме того, указанные компании могут оказаться в числе немногих российских производителей, которые будут увеличивать добычу в ближайшее время. Сейчас их бумаги торгуются с мультипликаторами 2015П EV/EBITDA около 3,0-3,5x (против среднероссийских 4,0-4,5x) и P/E на уровне 4,0-6,0x (против 7,0-11,0x по сектору).

НОВАТЭК может прибавить в цене в средне- и долгосрочной перспективе. В дополнение к увеличению производства жидких углеводородов в среднесрочном периоде эмитент интересен также реализацией масштабного

проекта по производству СПГ, который финансируется из Фонда национального благосостояния (ФНБ), что ослабляет финансовое давление на компанию и ее партнеров по проекту.

Привилегированные акции Сургутнефтегаза по-прежнему интересны благодаря дивидендам. Укрепление рубля не должно повлиять на выплату дивидендов за 2014 г., но даже сделает их еще его более привлекательными в долларовом выражении, поскольку дивидендные выплаты рассчитываются в рублях. В долгосрочной перспективе мы не ожидаем укрепления рубля до такой степени, чтобы оно слишком сильно отразилось на прибыли и, следовательно, выплате дивидендов. В долларовом выражении дивидендная доходность за 2014 г. и 2015 г. прогнозируется в размере 9,5% и 7,5% соответственно (исходя из текущего консенсус-прогноза *Bloomberg*).

Среди более бумаг со спекулятивной составляющей мы хотели бы отметить акции **Башнефти**. До сих пор неясно, будет ли компания платить дивиденды за 2014 г. Однако положительное решение должно улучшить отношение инвесторов к этой бумаге. В любом случае, представители власти уже дали понять, что в будущем компания должна будет платить не менее 25% от прибыли по МСФО, так же, как Роснефть и Газпромнефть.

Eurasia Drilling – еще одна спекулятивная история, которая на данный момент зависит от решения Федеральной антимонопольной службы насчет сделки с Schlumberger, которая предложила миноритарным акционерам \$22 за акцию (потенциальный прирост более чем на 30% от текущих уровней).

Металлургический сектор

В ходе коррекции сектор оказался в самом большом выигрыше (график 20), поскольку инвесторов привлекла его ориентация на экспорт: выручка огромного числа компаний выражена в иностранной валюте, в то время как большинство расходов – в российских рублях.

График 20. Динамика акций сектора за 6М

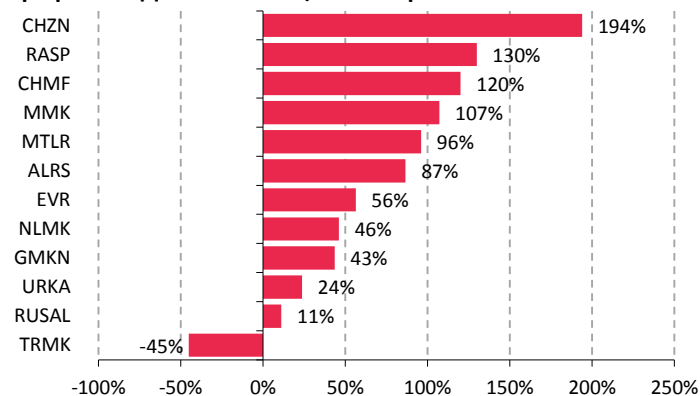
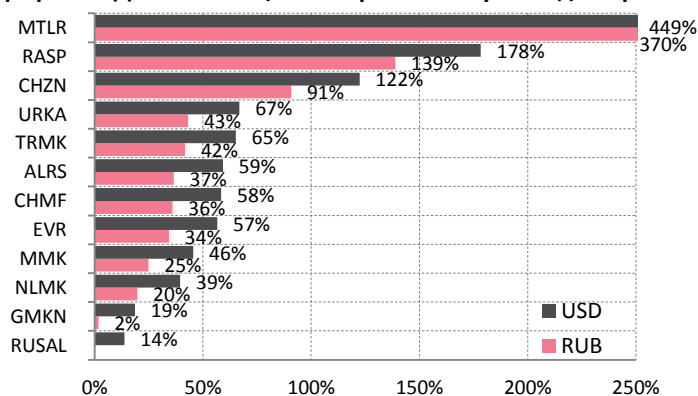


График 21. Динамика акций сектора с минимума 16 декабря 2014 г.



Источник: Bloomberg

Нас не удивит, если при развитии оптимистичного сценария динамика акций компаний сменится на противоположную. Тем не менее, мы не считаем, что подобный разворот не оправдывает устойчивость и способность сектора адаптироваться к различным изменениям экономического цикла. Таким образом, хотя бумаги сектора, возможно, не столь очевидный инструмент при укреплении рубля, некоторые имена, по нашему мнению, заслуживают внимания инвесторов.

Сначала мы бы хотели рассмотреть производителей стали. Они действительно выиграли от девальвации рубля, существенно повысив рентабельность в 2014 г. Тем не менее, сектор сталкивается с рядом серьезных проблем. Во-первых, инфляция ползет вверх: растут затраты на транспорт, дорожает энергетика, повышаются тарифы на газ от российских естественных монополий, расходы на персонал, отдельные виды оборудования, ремонтные мероприятия и т. д. Кроме того, металлурги встречают сопротивление повышению цен со стороны определенных групп потребителей (автомобиле- и машиностроение, трубы и т. д.), что мешает восстановить традиционную ценовую премию на сталь по сравнению с экспортом. Проблема стала настолько актуальной, что недавно пришлось вмешаться правительству, которое практически поставило ультиматум отрасли, требуя скидок для отечественного потребителя и в противном случае обещая ввести запретительные экспортные пошлины.

К тому же в отрасли отмечают неопределенность в отношении внутреннего спроса в предстоящем году. Более половины производства стали в России потребляется строительной отраслью, которая, несомненно, пострадает из-за повышения стоимости кредитов и падения потребительского спроса.

Последнее, но не менее важное обстоятельство: металлурги, как и другие крупные экспортеры в сырьевом секторе, стоят перед перспективой контроля за движением капитала, который может ввести российское правительство. Пока власти ограничиваются лишь «рекомендациями» экспортерам оперативно продавать валюту. Однако нет никакой гарантии, что далее не появятся законодательные требования продавать большие объемы валютной выручки на внутреннем рынке, чтобы поддержать рубль (именно так происходило с конца

1990-х до середины 2000-х), и/или не будут наложены дополнительные ограничения на операции с иностранной валютой.

При оптимистичном сценарии укрепление рубля должно помочь отрасли быстрее и легче достичь паритета цен или даже премии по отношению к экспортным рынкам, избежав при этом эскалации конфликта с потребителями. В то же время повышение доступности кредитов и улучшение настроений потребителей могут благоприятствовать строительной отрасли, ослабляя опасения металлургов по поводу спроса и платежеспособности. Мы рекомендуем присмотреться к сталелитейным компаниям, связанным с внутренним рынком и строительной отраслью. Evraz выглядит дороговато при текущих уровнях котировок (мультипликатор 2015П EV/EBITDA составляет 5,0x против 4,6x в среднем у аналогов, а P/E равен 11,0x против 9,5 по сектору). Северсталь смотрится дорого по коэффициенту EV/EBITDA (5,2x), но на уровне отрасли по показателю P/E. Однако эта бумага была одним из лидеров в последнее время, что может побудить инвесторов поменять ее на более дешевые предложения.

Остаются **ММК** и **НЛМК**. Первая больше конкурентов зависит от российского рынка. Акции ММК торгуются с мультипликаторами 2015П EV/EBITDA 3,5 и P/E 9,6 (чуть выше среднеотраслевого значения, а по 2016П P/E 8,0 бумага даже дешевле аналогов со средним мультипликатором 9,4). НЛМК, возможно, больше остальных российских сталелитейных компаний ориентирована на экспорт, но она все равно реализует 55-60% своей продукции в России, при этом львиная доля (около 90%) приходится на строительную отрасль, напрямую либо через трейдеров. При мультипликаторах 2015П EV/EBITDA 4,8x и P/E – 8,5x акции компании торгуются дешевле бумаг Evraz и Северстали, а учитывая рост последних двух за минувшие месяцы, мы рекомендуем переключиться на бумаги НЛМК как на более дешевые и высококачественные.

Среди компаний, не относящихся к сталелитейному сегменту, мы отдаем предпочтение **Норильскому никелю**. Безусловно, укрепление рубля может привести к снижению рентабельности компании, но мы не ожидаем обвала ниже среднециклического уровня 40-45%, все равно очень достойный результат для любых экономических условий. Это позволит Норникелю сохранить дивидендную политику, которая должна по-прежнему соответствовать доходности минимум 7-8% ежегодно (без учета специальных дивидендов), по нашей оценке (консенсус-прогноз *Bloomberg* предполагает доходность около 10% в 2015 г. и 2016 г.). Кроме того, сейчас акции торгуются с мультипликаторами 2015П EV/EBITDA 5,2x и P/E 7,6x, которые значительно ниже своих исторических максимумов 8,0x и 12,0x соответственно. Они также оцениваются с дисконтом к глобальным интегрированным горнодобывающим предприятиям, у которых коэффициенты EV/EBITDA и P/E составляют около 6,6x и 13,5x.

Другие темы

Мы располагаем рекомендациями отраслевых аналитиков, опирающимися и на другие темы – корпоративное управление, дивиденды и опережение рынка, – которые рассматриваются далее.

Корпоративное управление

Мы обновили наши оценки корпоративного управления для акций, по которым мы даем рекомендации, чтобы отразить изменения, произошедшие с даты выхода нашего первого отчета по соответствующей теме в июле 2012 г. Мы отобрали 30 бумаг с максимальным рейтингом и отфильтровали их на основе среднедневного объема торгов за 12 месяцев (мы ориентировались на наиболее ликвидную линию, если акции имели несколько листингов), отсекая те, сделки с которыми составляют менее \$0,5 млн в день. В результате у нас получился список из 20 акций, перечисленных в *таблице 6*.

Таблица 6. Акции эмитентов с хорошим корпоративным управлением

Компания	Тикер	Рейтинг корпоративного управления	Рын.кап. (\$ млн)	Средний объем торгов за 12М (\$ млн)
Сбербанк	SBER RX	6,6	26 141	268,6
Yandex	YNDX US	6,7	4 806	103,5
Норильский никель	MNOD LI	6,5	28 864	78,3
Магнит	MGNT LI	7,3	22 368	59,1
НОВАТЭК	NVTK LI	6,7	25 778	43,5
МТС	MBT US	7,2	9 609	43,5
Mail.ru	MAIL LI	6,7	3 659	19,6
VimpelCom	VIP US	6,6	9 644	18,5
Северсталь	CHMF RX	7,2	9 985	14,9
EDCL	EDCL LI	6,5	2 429	8,2
X5 Retail	FIVE LI	7,0	3 639	7,0
Polymetal	POLY LN	6,6	3 454	7,0
CAT Oil	O2C GR	6,5	593	5,1
«Лента»	LNTA LI	7,3	2 749	5,1
Euras PLC	EVR LN	7,0	4 392	4,6
НЛМК	NLMK LI	7,2	8 127	4,5
ММК	MAGN RX	7,1	2 952	3,4
ЛСР	LSRG LI	6,6	1 123	1,2
М.Видео	MVID RX	7,2	532	0,8
Мегафон	MFON RX	6,7	10 024	0,7

Источник: оценка Атона

Наш список можно обсуждать, поскольку он построен весьма субъективным методом ранкинга, но опыт показывает, что со временем последовательный и системный подход к выбору акций, как правило, позволяет добиться высокой доходности по сравнению с остальными бумагами рынка.

Акции с высокой дивидендной доходностью

Дивиденды по-прежнему являются привлекательной чертой российского фондового рынка, а высокодоходные акции лучше защищены от падения и показывают опережающую динамику в периоды дивидендных выплат. В текущем году, помимо традиционных эмитентов с высокой доходностью мы располагаем широким выбором акций металлургических и горнодобывающих компаний, которые находятся в процессе пересмотра своей дивидендной политики и готовы увеличить предстоящие дивидендные выплаты, привязав их к наличию денежных средств, а не ограничиваясь нестабильной прибылью.

В следующих таблицах даны прогнозы дивидендной доходности за 2014 г. и 2015 г., основанные на текущих консенсус-оценках *Bloomberg*. Российский рынок предлагает множество возможностей для выбора акций с ожидаемой дивидендной доходностью выше 10% за 2014 г. и как минимум 5% за 2015 г.

График 22. Объявленная и прогнозируемая дивидендная доходность – 2014 г.

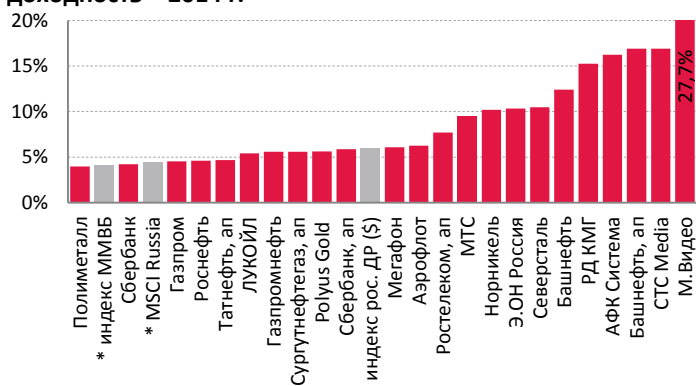
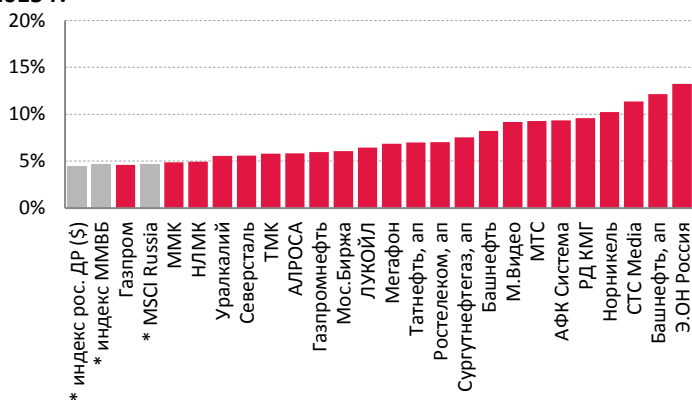


График 23. Прогнозируемая дивидендная доходность – 2015 г.



Источник: Bloomberg

Акции-лидеры в прошлые периоды восстановления рынка

В *таблице 7* мы собрали акции, которые неизменно опережали общий рынок (индекс MSCI Russia). Мы не рекомендуем применять такой подход для как такового отбора акций, но не можем не отметить бумаги с высоким бета-коэффициентом и значительным потенциалом роста, которые в прошлом регулярно обгоняли рынок. Мы советуем сосредоточиться на акциях, которые опережали рынок как минимум в пяти из последних девяти периодов серьезного восстановления фондового рынка.

Таблица 7. Акции, опережающие фондовые индексы в периоды восстановления рынка

Компания	Локальные бумаги		Компания	ГДР	
	#количество раз, когда бумага опережала MSCI Russia в периоды роста рынка	Рын.кап. (\$ млн)		#количество раз, когда бумага опережала MSCI Russia в периоды роста рынка	Рын.кап. (\$ млн)
Татнефть	8	10 740	Татнефть	7	10 912
Сбербанк	7	26 141	Северсталь	7	9 994
Северсталь	7	9 985	Evraz PLC (ord)	7	4 392
Сургутнефтегаз, ап	7	5 249	АФК Система	7	3 315
Роснефть	6	46 167	Магнит	6	22 368
НОВАТЭК	6	25 033	НОВАТЭК	5	25 778
Транснефть, ап	6	3 493	Уралкалий	5	8 696
АФК Система	6	2 696	X5 Retail	5	3 639
ФСК	6	1 592	EDCL	5	2 429
Сбербанк, ап	6	882	ЛСР	5	1 123
Распадская	6	548	Globaltrans	5	906
Ростелеком, ап	6	249	ТМК	5	820
Сургутнефтегаз	5	20 722	CAT Oil	5	593
Магнит	5	17 738	Газпром	4	59 776
Уралкалий	5	8 763	Норникель	4	28 864
МТС	5	8 352	Сургутнефтегаз	4	20 900
Норникель	4	28 751	МТС	4	9 609
Э.ОН Россия	4	2 988	Polymetal Int	4	3 454
ММК	4	2 952	Акрон	4	1 723
Газпром	3	59 535	СТС Media	4	650
ЛУКОЙЛ	3	39 372	Мечел	4	637
Ростелеком	3	3 952	Роснефть	3	47 215
Акрон	3	1 683	ЛУКОЙЛ	3	39 606
ИНТЕР РАО	3	1 671	Сбербанк	3	26 768
Россети	3	1,655	ММК	3	2 836

Источники: Bloomberg, оценка 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 и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются 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 долевых ценных бумаг 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», 2015. 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 пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на завершение 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 представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, 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 будущих инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи 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 интересы 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.