



СТРАТЕГИЯ НА
РОССИЙСКОМ
РЫНКЕ АКЦИЙ

2019

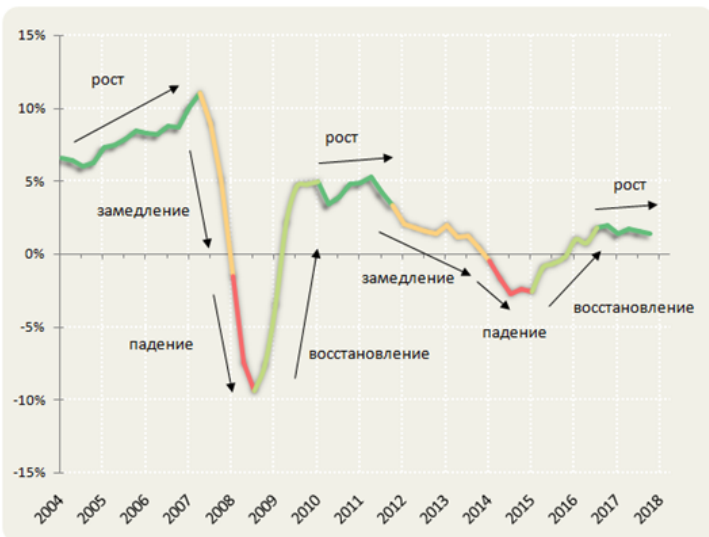
СОДЕРЖАНИЕ

Макроэкономические условия	3
Влияние экономики - факторы	9
Перспективы рынка	11
Доходность отраслей в 2018 году	12
Нефтегазовый сектор	13
Металлургия и добыча	18
Химическая промышленность	24
Энергетика	26
Потребительский сектор	29
Телекомы	31
Финансы и банки	33
Прочие сектора	35
Портфельные стратегии	37

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

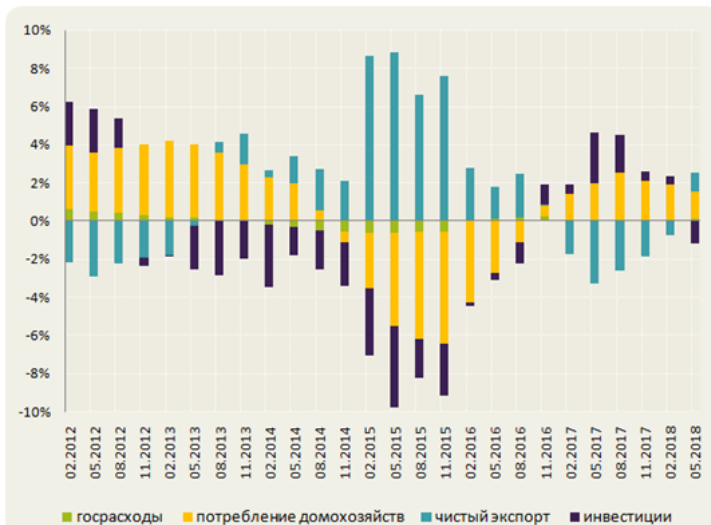
РОСТ ВВП ЗАМЕДЛЯЕТСЯ

ВВП России и стадии цикла, г/г, %



данные Refinitiv

Прирост ВВП России по компонентам, г/г, %

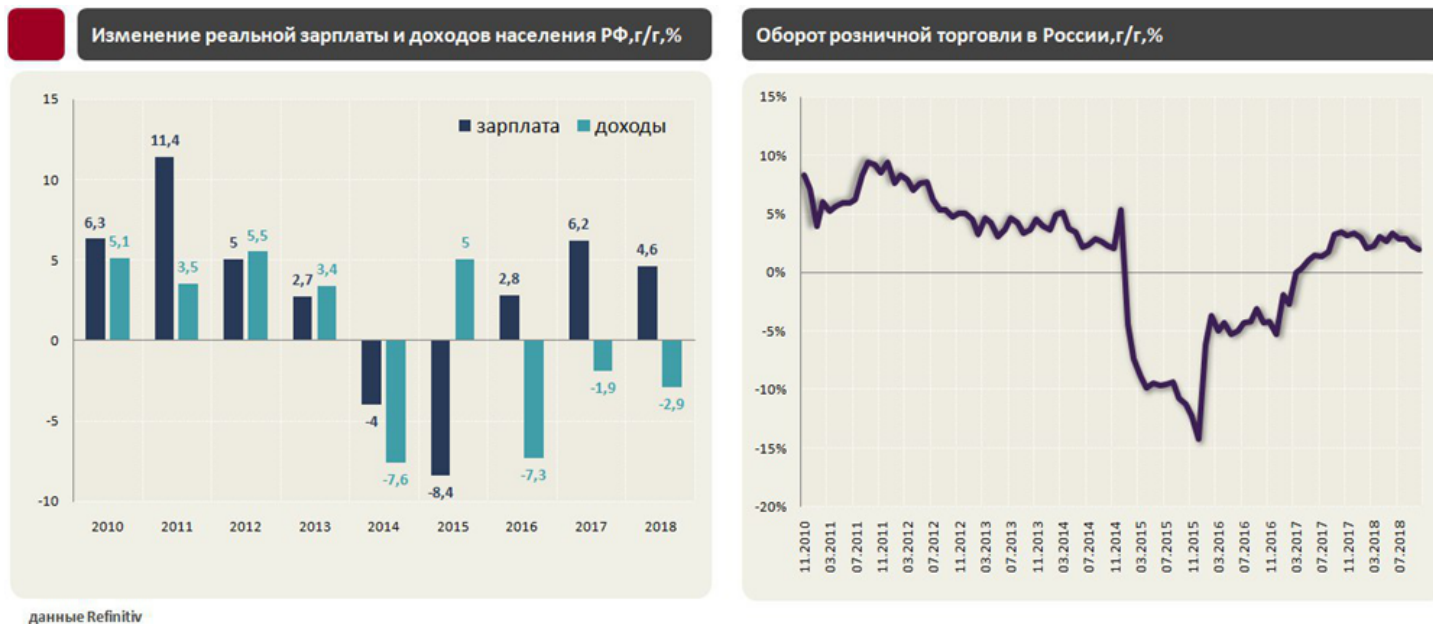


данные Refinitiv

Рост российской экономики в 2018 году остается скромным. По итогам 3 квартала ВВП прибавил 1,5% в годовом выражении, что в 2,5 раза меньше среднего темпа в первой половине 10-х годов и в 4 раза ниже темпов до 2008 года. В абсолютном выражении российская экономика достигла уровня второго квартала 2014 года. Показатели остались слабыми, несмотря на рост цен на нефть в первом полугодии.

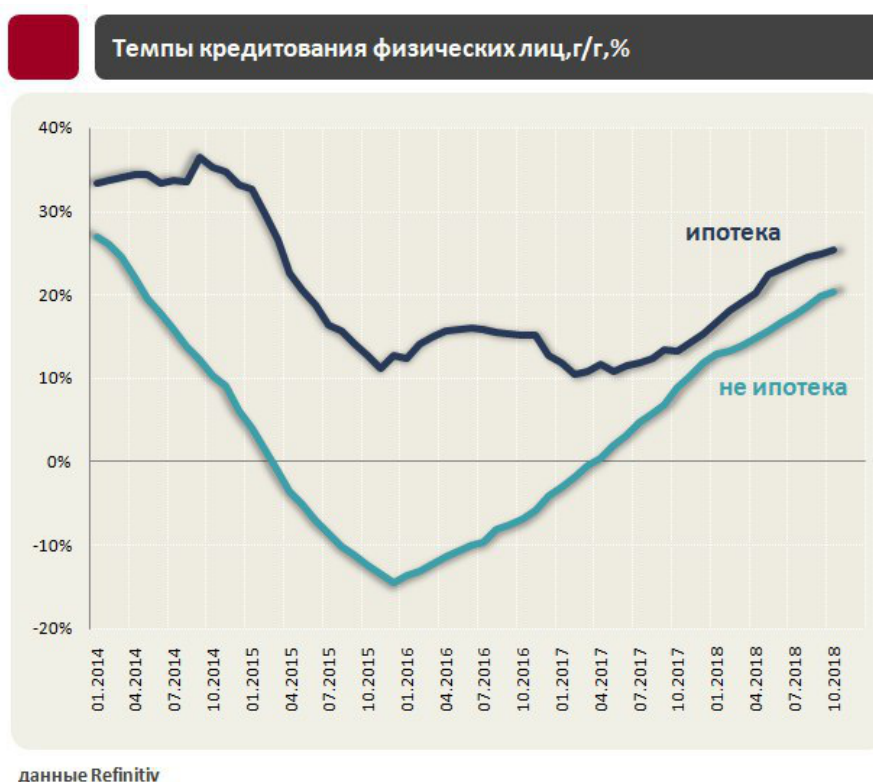
Среди компонентов ВВП в 2018 году отметим замедление темпов роста расходов домохозяйств. Валовые инвестиции во втором квартале показали снижение. На фоне ослабления рубля положительный вклад в ВВП дает экспортирующий сектор.

СЛАБЫЙ СПРОС



Слабый потребительский спрос вызван падением реальных доходов населения. Несмотря на рост зарплат, сокращение социальных выплат государством и снижение доходов от предпринимательской деятельности привели к третьему году падения показателя подряд.

Негативный эффект на потребителей оказывает падение курса рубля и рост наблюдаемой населением инфляции. Результатом стало замедление темпа роста розничных продаж до 1,8% в годовом выражении в ноябре, что оказалось самым слабым значением за 14 месяцев.



Падение доходов населения частично компенсируется увеличением кредитования. В 2018 году темп роста неипотечных кредитов населению впервые за 4 года достиг 20%. Центральный банк в условиях слабого роста может посчитать увеличение долговой нагрузки нездоровым явлением и продолжить увеличивать ставки в следующем году.

СНИЖЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

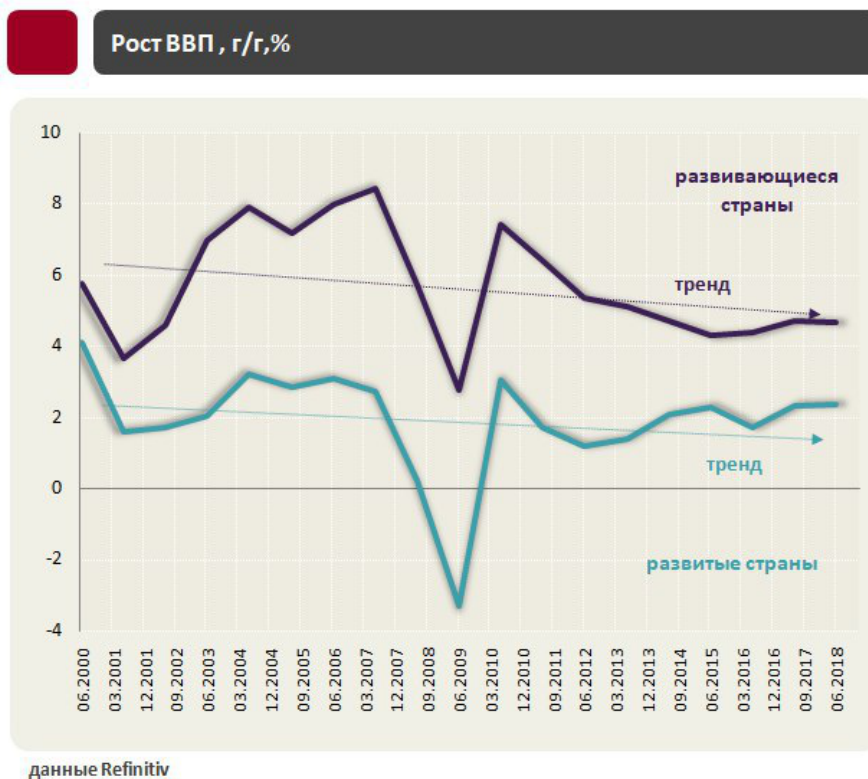


У Росстата существует несколько показателей, измеряющих динамику инвестиций в основной капитал, которые иногда показывают противоположные данные. Если при [расчете ВВП инвестиции перешли к снижению](#), то оперативные данные [показывают рост показателя](#). С критикой расчетов статистического ведомства высказалось даже [Министерство финансов](#). Тем не менее, большинство данных указывает если не на падение инвестиций, то на замедление их роста в этом году.

Данные подтверждаются расчетами индексов деловой активности, которые ускорили снижение во втором квартале 2018 года, после угрозы введения новых санкций со стороны США и ухудшения доступа России к внешним источникам финансирования.

Негативные внешние политические условия и слабый внутренний спрос, скорее всего, приведут к дальнейшей стагнации показателя.

ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ



Замедление экономического роста не является исключительно российским феноменом. ВВП развивающихся стран в среднем растет в 2 раза медленнее, чем до кризиса 2008 года. Важную роль в замедлении играет Китай, где экономический рост ранее был подкреплён избыточными инвестициями в добывающие отрасли и нездоровым увеличением долговой нагрузки. Рост ВВП Китая в 3 квартале 2018 года составил 6,5%, что является самым низким показателем с 2009 года.

На экономику развитых стран также влияет «делеве́ридж» - попытка сократить долговую нагрузку. Низкие показатели внешнего спроса влияют на инвестиционные планы российских компаний, замедляя рост российской экономики.

СТРУКТУРНЫЕ ДЕМОГРАФИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ



Демографическая ситуация до 2008 года способствовала росту числа экономически активного населения, что увеличивало темпы роста российской экономики. Последние 8 лет показатель стабилизировался и начал снижаться. В 2015 году экономически активное население выросло на 2 млн. до почти 77 млн. человек, однако вызвано это было разовым фактором присоединения к России республики Крым.

[Минэкономразвития ранее оценивало](#), что снижение рождаемости в 90-х приведет к падению экономически активного населения на 1 млн человек к 2020 году. В [последнем обзоре](#) ведомство отказалось от краткосрочных прогнозов, ограничившись ожидаемыми данными к 2035 году.

Пенсионная реформа способна «оставить» в активной экономической деятельности дополнительно [300 тысяч человек в год](#), однако общий показатель все равно продолжит падение, оказывая негативный эффект на рост ВВП.

ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИКИ - ФАКТОРЫ

ВВП

Российская экономика в ближайший год будет находиться под воздействием большого числа негативных факторов. Потребительский спрос продолжит стагнировать из-за ожидаемого нами ослабления рубля. Инвестиции в промышленном секторе будут сдерживаться слабым внутренним и внешним спросом. Мы ждем, что рост российского ВВП в 2019 году не сможет достигнуть даже уровня 2018 года и составит 1%.

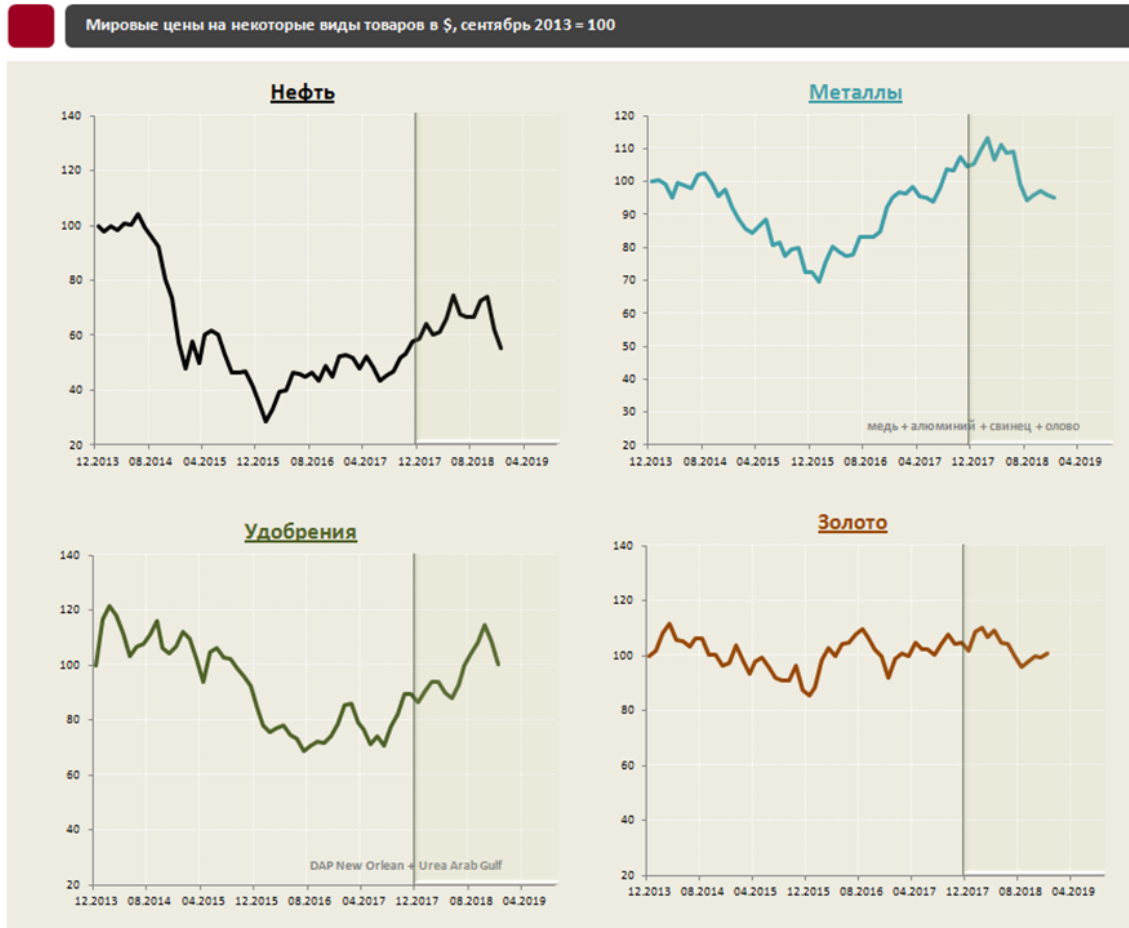
КУРС РУБЛЯ

В [последнем исследовании валютного рынка](#) мы предположили, что падение цен на нефть, продолжающийся рост ставок ФРС, ожидания новых санкций в отношении России приведут к росту курса доллара до 73,5 рублей и евро до 81 рубля к концу 2019 года.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Банк России продолжает ужесточение денежно-кредитной политики, что приводит к росту кривой процентных ставок на долговом рынке и снижению стоимости облигаций. Согласно [нашим прогнозам](#), наибольшего смещения ожидают краткосрочные процентные ставки, а доходность облигаций с длинной дюрацией может немного снизиться. Согласно [нашим прогнозам](#), краткосрочные и среднесрочные ставки вырастут на 0,2-0,5%, доходность облигаций с длинной дюрацией может даже немного снизиться.

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ



данные Refinitiv, Доходь

Мы полагаем, что текущие цены на нефть имеют потенциал дальнейшего снижения. Соглашение стран ОПЕК+ по сокращению добычи сырья должны нивелировать рост производства и запасов нефти в США. Однако риск переизбытка предложения «черного золота» на мировом рынке остается существенным. Крупные российские государственные компании планируют наращивать производство, а США продолжают наращивать темпы добычи.

На фоне роста процентных ставок в США и роста вероятности рецессии в американской экономике, лучше остальных может оказаться золото. В металлах и удобрениях мы ждем боковой тренд.

ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

Рынки акций мира по индикатору P/E																	
	отклонение текущего значения от медианы	историческая медиана	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Финляндия	11%	16,8	18,6	19,3	18,4	12,6	13,8	19,1	15,9	11,6	16,8	18,6	7,4	17,5	17	16,8	15,7
ЮАР	10%	16,2	17,8	20,7	18,6	16,8	16,4	17,2	16,2	15	18,6	14,9	9,7	14,5	15,5	14,2	13,7
Швейцария	8%	18,3	19,8	23,7	22,9	16,7	20,2	19,3	19,1	14,7	13,2	17,8	12,5	13,8	18,3	18,3	15,9
Китай	8%	9,8	10,6	8,2	7,1	6,5	7,1	7,1	8,1	7,9	13	18,2	9,8	25,9	22,4	13,8	12
Индия	8%	19,7	21,3	24,5	19,8	19,7	18,3	15,2	17,7	15,5	23,4	22,7	12,4	26,9	20	16,6	14,8
Мексика	4%	16,4	17,1	16,4	21,1	23,4	21,2	21,2	19,9	14,4	16,3	20,8	11,6	13,6	15,2	13,4	14,6
Индонезия	2%	18,3	18,7	21,5	19,4	19,4	18,3	15,9	16,5	15,8	19,8	17,9	8,9	21,3	18,3	12,5	14,1
Филиппины	1%	17,9	18,1	21	16,9	20	20	17,9	20,1	22,7	20	16,4	8,5	13,7	15,8	11,4	17,1
Франция	-1%	15,2	15,1	18,6	18	19,5	19,8	18,4	14,6	10	15,8	20,9	7,7	14	15,2	15,1	13,1
Норвегия	-1%	13,6	13,5	18,1	19,9	19,9	10,4	13,2	9,6	8,8	13,6	21,2	6,1	10,9	15,9	15,8	17,1
США	-2%	18,8	18,4	24,6	22,4	20,9	20,1	19,7	15,8	14,2	17,2	22,1	11,3	18,3	17,9	18,8	20,4
Великобритания	-3%	14,3	13,9	20,9	19,6	17,3	15,8	14,3	12,6	10,5	15,6	12,4	6,8	13,2	14	14,4	15
Бразилия	-5%	12,2	11,6	19,3	15,4	11,4	12,2	14,3	14,4	10,9	14,2	13,3	8,8	17,3	11,8	10,7	12,1
Швеция	-6%	14,1	13,3	14,1	15,7	16,6	15,2	14,1	12,7	11,6	15,4	11,9	7,4	11,1	14,3	19,5	21,9
Испания	-8%	15,0	13,8	16,5	18,8	15	19,6	19,1	12,8	8,7	10,1	12,2	7,7	12,9	21,2	19,1	18,3
Израиль	-8%	13,2	12,1	13,2	15,7	18,1	16,3	13,6	13,7	10,6	13,4	18,3	7,8	8,7	10,1	11,3	8,5
Австралия	-9%	16,9	15,3	16,9	21,1	16,9	15,6	18,3	16,2	12,3	16,4	17,1	10,4	14,8	17,1	17,3	17,9
Сингапур	-14%	12,4	10,7	10,8	12,2	11,7	12,7	12,6	11,8	7,4	14,9	19,5	5,1	12,4	14	14,3	13,4
Германия	-15%	14,3	12,1	16,9	17,3	16,9	16,1	15,7	12,1	9,5	15,4	26,8	10,9	13,5	14	14,3	13,2
Канада	-17%	17,8	14,7	17	21,6	18,2	17,8	18,3	15,4	13,7	19,6	22,2	8,8	17,5	14,4	19,5	17,8
Польша	-21%	15,2	12	13,1	16	13,6	15,2	13,7	10,2	9	20,1	21,6	7,8	17,1	16,5	16,8	18,7
Португалия	-23%	17,6	13,6	12,7	16,6	20,2	16,4	18,4	17,8	9,9	13,1	17,6	9,7	28,9	22,8	18,8	18
Южная Корея	-29%	12,6	9	11,3	12,6	10,4	15,6	15,6	16,4	11,7	15,8	19,4	8,3	15,4	11,6	11,1	13,1
Россия	-31%	8,1	5,6	7,5	8,1	8,5	6,1	5,7	6	6	9,6	13,1	3,7	13,6	13,8	11,9	12,2
Япония	-33%	16,6	11,1	16,9	17,8	15,9	16,6	16,5	15,4	13,7	15,7	34,3	15,8	25,7	25,9	34,8	27,1
Италия	-35%	16,9	11	17,9	19,2	23,4	19,2	19,7	13,9	11,1	13,5	18,7	6,3	12,8	16,8	19,3	16,9
Австрия	-38%	16,9	10,5	16,8	17	16,9	21,3	15	14,3	8,5	17,7	31,5	5,9	11,9	17,1	16,9	17,2
Турция	-39%	11,8	7,2	10	9,2	10,9	12,6	8	11,8	10,1	12,7	12,1	5,3	15,3	16	16,3	16,3

данные Refinitiv, Доходы

Низкие темпы экономического роста не являются приговором для фондового рынка. Российский ВВП в абсолютном выражении только сейчас достиг уровня середины 2014 года, при этом российские акции с учетом реинвестирования дивидендов за период прибавили 110%. Это стало возможным потому что:

- Большая часть рынка акций представлена крупными экспортерами, выигравшими от ослабления рубля;
- Российский рынок последнее десятилетие значительно недооценен по фундаментальным индикаторам. В ценах акций уже заложен негативный сценарий.

Мы полагаем, что ожидаемое снижение курса рубля вновь открывает возможности для роста стоимости некоторых экспортеров в следующем году. Сектора, ориентированные на внутреннего потребителя, продолжают оставаться под давлением негативных экономических факторов в краткосрочной перспективе.

ДОХОДНОСТЬ ОТРАСЛЕЙ В 2018 ГОДУ

Изменения отраслевых секторов на российском рынке						
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Торговля 27%	Торговля 26%	Металлы 53%	Химия 76%	Энергетика 110%	Металлы 5%	Нефть и газ 34%
Химия 13%	Финансы 17%	Химия 20%	Финансы 52%	Металлы 46%	Химия 1%	ММВБ 11%
Нефть и газ 11%	Телекомы 11%	Нефть и газ 1%	Нефть и газ 30%	Финансы 31%	Телекомы -2%	Металлы 7%
ММВБ 5%	Нефть и газ 6%	ММВБ -7%	ММВБ 26%	ММВБ 27%	ММВБ -6%	Химия 4%
Телекомы 4%	ММВБ 2%	Торговля -13%	Торговля 25%	Нефть и газ 23%	Торговля -7%	Телекомы -4%
Финансы -4%	Химия -17%	Финансы -22%	Энергетика 18%	Химия 6%	Энергетика -8%	Энергетика -12%
Металлы -6%	Металлы -22%	Энергетика -23%	Телекомы 16%	Телекомы 4%	Нефть и газ -9%	Торговля -14%
Энергетика -17%	Энергетика -40%	Телекомы -39%	Металлы 9%	Торговля 0%	Финансы -16%	Финансы -21%

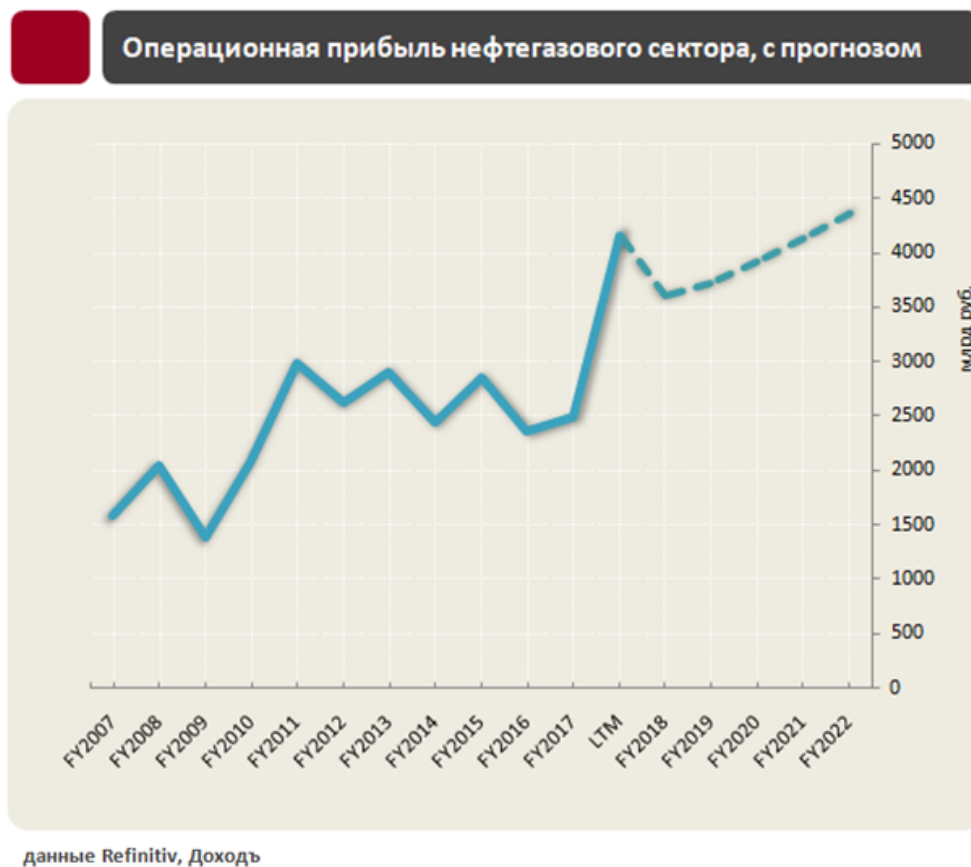
данные Доходь, Refinitiv на 27.12.2018

Несмотря на обострение политической напряженности, угрозы новых санкций и падение цен на нефть, российский рынок акций по итогам 2018 года показывает рост стоимости. В октябре индекс Мосбиржи обновил исторический максимум, а по итогам года рост индикатора составил около 11%. С учетом дивидендов доходность превысила 16%.

Рост котировок нефти до сентября 2018 года и ослабление курса рубля улучшили финансовую отчетность компаний нефтегазовой отрасли. Несмотря на коррекцию цен на топливном рынке в 4 квартале, индекс акций отрасли остался лидером роста на Московской бирже по итогам всего года.

За нефтегазовым сектором по доходности расположились металлургии и представители химической промышленности, которые также получили поддержку от ослабления рубля. Слабее рынка оказались представители банковского сектора после обострившейся угрозы введения новых санкций на российские финансовые рынки со стороны США. После ухудшения показателей розничной торговли и плохой динамики сопоставимых продаж падение на 14% показал потребительский сектор.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

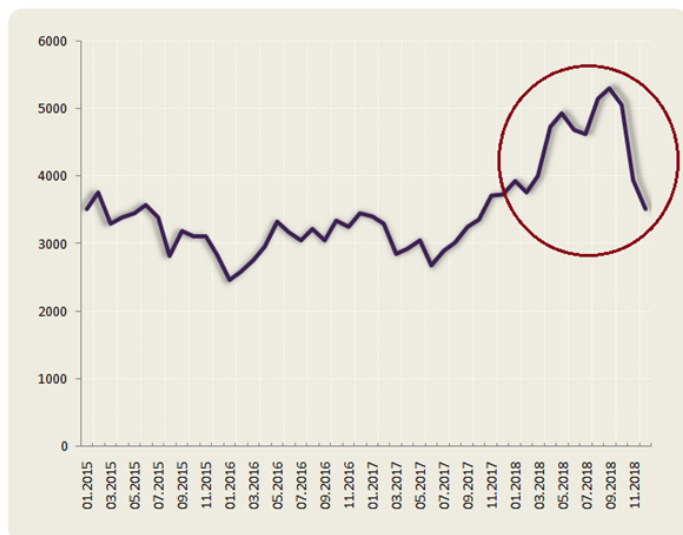


2018 год оказался самым успешным для нефтегазовой отрасли за много лет. Операционная прибыль компаний сектора по итогам года должна вырасти на 53%, чистая прибыль на 38%.

Причиной бума в нефтегазовом секторе стал рост цен на нефть в рублевом выражении. Баррель Brent в октябре достиг максимума за 4 года на фоне ограничения добычи странами ОПЕК и сокращения запасов на мировом рынке. Рубль практически весь год снижался относительно доллара из-за покупки валюты Минфином, а также угрозы новых санкций со стороны США.

Результаты сектора могли оказаться еще лучше, если бы не последний квартал года. Нефть с пиков октября потеряла более 40%, что может привести к ухудшению прибыли компаний.

Стоимость нефти Brent в рублях



данные Refinitiv, Доходь

Медианные оценки нефтегазового сектора



На текущий момент сектор немного недооценен по фундаментальным индикаторам. Долговая нагрузка чуть ниже, чем у рынка. Компании имеют высокую стабильность и регулярность дивидендных выплат, что при ожидаемой дивидендной доходности сектора выше рыночной позволяет иметь значительную долю сектора в дивидендных стратегиях.

Следующий год окажется хуже по финансовым результатам из-за снижения средней цены на нефть в рублях относительно 2018 года, однако в долгосрочной перспективе мы ожидаем рост выручки и прибыли сектора на уровне рынка.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний нефтегазового сектора

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Газпром нефть	20	7	8	15	6	7	13	7	7	14	6	8	14
Башнефть-п	19										9	6	15
Башнефть	18	9	6	15	7	10	17	9	8	17	6	5	11
Татнефть	16	4	6	10	3	8	11	6	9	15	7	9	16
Лукойл	16	5	6	11	6	6	12	7	7	14	4	10	14
Татнефть-п	15										7	9	16
Новатэк	12	1	10	11	1	8	9	2	8	10	3	10	13
Газпром	10	8	5	13	9	3	12	8	4	12	6	7	13
Роснефть	9	5	8	13	5	6	11	6	6	12	6	8	14
Сургутнефтегаз-п	8										10	8	18
Транснефть-п	7										4	10	14
Сургутнефтегаз	5	9	4	13	9	5	14	9	3	12	2	8	10

Газпром нефть

DCF

Smart Estimate

Компании последние годы удавалось наращивать операционный денежный поток не только благодаря росту цен на топливо, но и увеличению производства. С 2013 года рост добычи углеводородов составил 49%. В 2019 году Газпром нефть собирается нарастить добычу еще на 2,5-3%, вопреки соглашению России с ОПЕК об ограничении добычи.

Несмотря на рост акций, компания сохраняет недооценку по мультипликаторам ($EV/EBIT = 5,4$; $P/E = 4,6$) и имеет рентабельность капитала на среднем для отрасли уровне, что позволяет компании проходить в портфель Smart Estimate.

Позитивным фактором для инвесторов может служить рост коэффициента выплат дивидендов, который уже по итогам 2018 года может составить 35% от прибыли по сравнению с 25% в предыдущие годы.

Башнефть-п

DCF

Smart Estimate

Дивиденды

С показателем $EV/EBIT=3$, акции Башнефти считаются одними из самых дешевых в секторе. Рентабельность капитала так же находится на высоком уровне, уступая в секторе лишь Новатэку и Татнефти. Риски Башнефти связаны с политикой главного акционера – Роснефти. Если при предыдущем акционере компания стабильно направляла на дивидендные выплаты 50% от прибыли МСФО, то сейчас в оценку компании рынком заложены опасения непрозрачных корпоративных решений.

При условии сохранения коэффициента дивидендных выплат на уровне 50% от чистой прибыли по МСФО, у акций есть потенциал роста стоимости, а дивидендная доходность префов Башнефти по итогам 2018 года будет лишь немного ниже доходности префов Сургутнефтегаза. Компания проходит во все наши стратегии.

Лукойл

DCF

Smart Estimate

Компания недооценена по фундаментальным индикаторам. Показатель $EV/EBIT$ на уровне 4,8, это немного ниже, чем у Газпром нефти. Рентабельности капитала (20,1%) достаточно, чтобы попадать в стратегию Smart Estimate.

Лукойл имеет высокую стабильность дивидендных выплат, однако дивидендная доходность ниже среднего значения по сектору. Это объясняется тем, что значительную часть средств акционерам компания возвращает в виде выкупа акций.

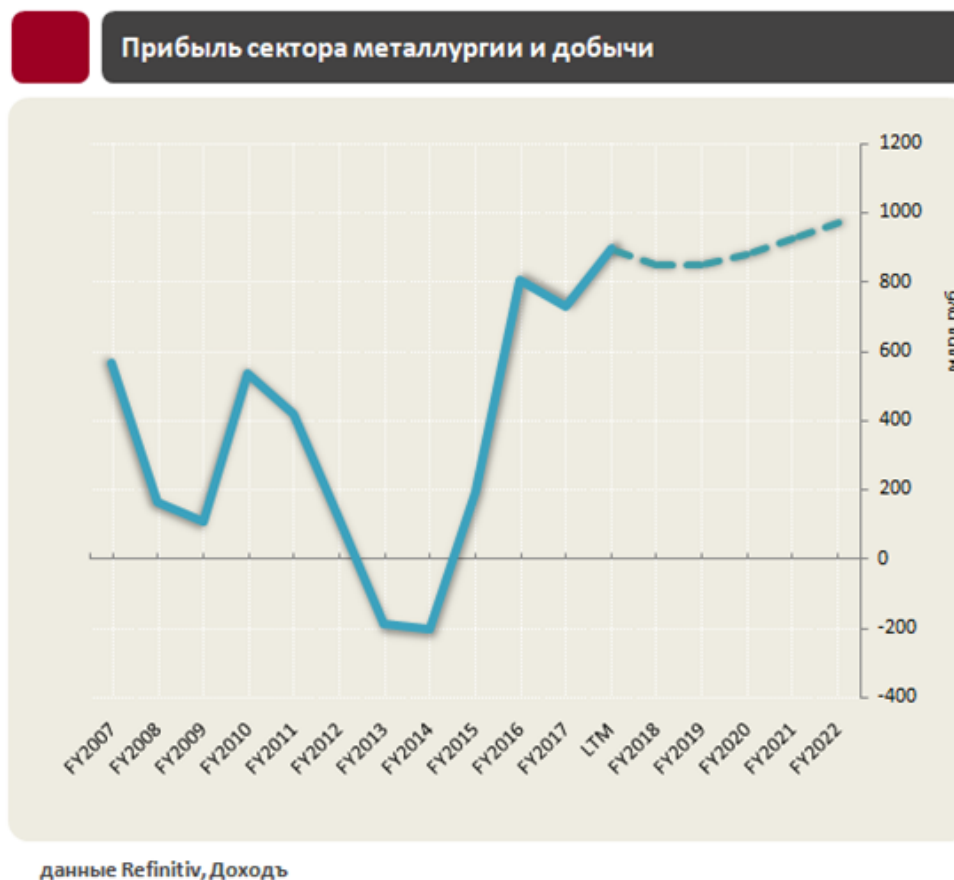
Татнефть**Smart Estimate****Дивиденды**

Татнефть имеет самую высокую рентабельность капитала в секторе, что позволяет ей входить в стратегию Smart Estimate, даже при относительно дорогих мультипликаторах. Высокая стабильность выплат и текущая дивидендная доходность на уровне 9,2% позволяет включить компанию в нашу дивидендную стратегию.

Сургутнефтегаз-п**Дивиденды**

В условиях снижения курса рубля Сургутнефтегаз получает дополнительную прибыль от переоценки валютного кэша на своем балансе. По итогам 2018г прибыль компании может составить более 700 млрд. рублей, что формирует ожидаемую доходность по привилегированным акциям на уровне более 17%. Акции вошли в дивидендную стратегию. Учитывая наши ожидания по ослаблению курса рубля, вполне вероятно, что двузначная дивидендная доходность сохранится и через год.

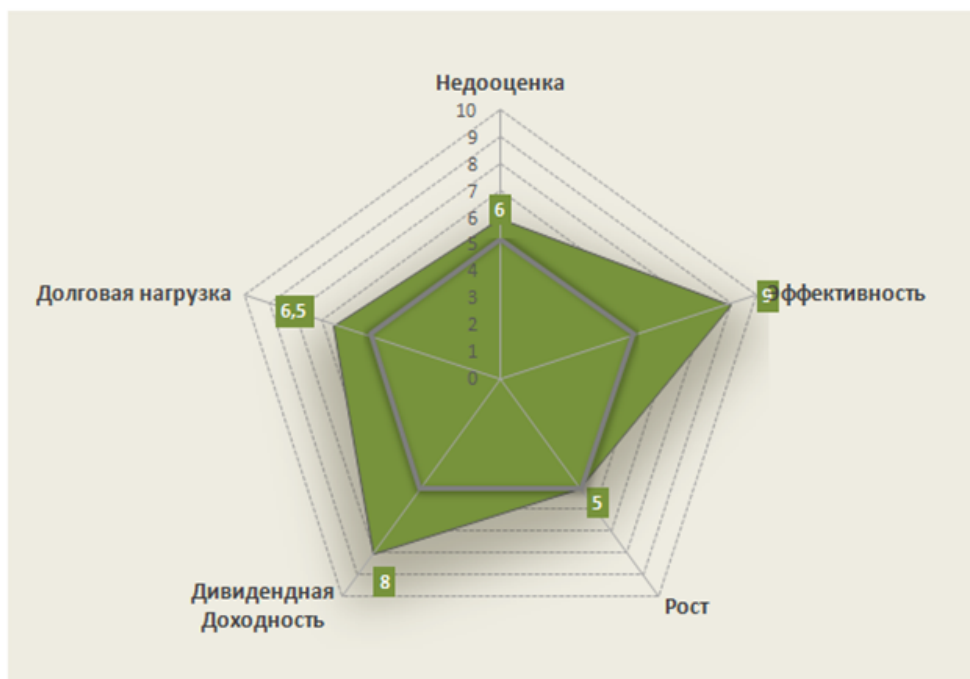
МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫЧА



Падение рубля оказало поддержку финансовым показателям компаний сектора в 3 квартале, компенсировав негативный эффект от снижения цен на металлы. По нашей оценке, по итогам 2018 года операционная прибыль компаний отрасли вырастет почти на 26%.

Сверхдоходы, полученные благодаря падению курса рубля в последние годы, металлурги тратили на сокращение долговой нагрузки. На данный момент 6 представителей сектора имеют показатель Чистый долг/EBITDA ниже 1, что позволяет им выплачивать значительные дивиденды. Однако уже в ближайшие годы, крупнейшие компании увеличат инвестиции, что потребует пересмотра дивидендной политики.

Медианные оценки сектора металлургии и добычи



Эффективность использования капитала в металлургии одна из самых высоких на российском рынке, что в совокупности с недооценкой по показателям, позволяет иметь значительное число представителей сектора в портфеле Smart Estimate.

В 2019 году основными рисками для сектора останутся торговая война между США и Китаем, а также падение цен на металлы. Мы предполагаем, что долгосрочные перспективы роста выручки сектора не лучше, чем у рынка, однако дешевизна по мультипликаторам и высокая рентабельность делают металлургию одним из лидеров по среднему рейтингу потенциала в наших DCF-моделях.

МЕТАЛЛУРГИЯ: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний сектора металлургии и добычи

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Норникель	20	3	7	10	1	10	11	6	10	16	8	8	16
Полюс золото	19	2	10	12	1	10	11	4	10	14	5	5	10
Алроса	18	5	5	10	3	9	12	6	10	16	8	10	18
ММК	17	6	4	10	5	8	13	8	9	17	9	7	16
Распадская	17	7	5	12	3	10	13	9	10	19	3	1	4
Северсталь	16	6	4	10	1	10	11	7	10	17	10	8	18
КТК	15	8	6	14	4	10	14	9	10	19	5	5	10
НЛМК	13	5	4	9	3	9	12	7	9	16	10	8	18
ВСМПО-Ависма	11	3	8	11	6	3	9	4	3	7	8	9	17
Мечел-п	9										7	6	13
Полиметалл	8	2	9	11	1	9	10	3	8	11	5	5	10
ТМК	7	1	5	6	6	1	7	4	3	7	3	6	9
Ашинский МЗ	3	8	4	12	8	4	12	7	5	12	2	0	2

Норникель

DCF

Smart Estimate

Дивиденды

Норникель в 2018 году выиграл не только от падения курса рубля, но и от роста цен на палладий. Драгоценный металл, выручка от которого составляет около 40% в продажах компании, в этом году вырос почти на 20%, в то время как никель и медь потеряли около 15%.

По текущим мультипликаторам Норникель имеет оценку на среднерыночном уровне ($EV/EBIT = 7,1$), но высокая рентабельность капитала позволяет попасть в портфель по стратегии Smart Estimate.

Норникель входит в нашу стратегию, ориентированную на получение дивидендов, однако инвесторам следует готовиться к изменениям в дивидендной политике. Менеджмент компании в стратегии развития обозначил планы по увеличению производства, что потребует сокращения выплат акционерам в ближайшие годы. На долгосрочной привлекательности акций компании планы развития должны сказаться позитивно.

Полюс золото**DCF****Smart Estimate**

Основными преимуществами крупнейшего производителя драгоценных металлов в России считаются низкая себестоимость производства и большой объем запасов на месторождениях. В 3 квартале 2018 года компания показала сильные результаты, нарастив большинство финансовых показателей. Компания стоит относительно дорого ($EV/EBIT = 9,1$), однако имеет одну из лучших рентабельностей в секторе и планирует наращивать показатели, став в 2019 году четвертой в мире по добыче. Индикаторы позволяют включить Полюс в стратегию Smart Estimate.

КТК**DCF****Smart Estimate**

Благодаря росту мировых цен на уголь в 3 квартале 2018 года Кузбасская топливная компания показала сильные результаты. КТК нарастила все финансовые показатели, а показатель чистый долг/EBITDA находится на уровне ниже единицы. Низкая оценка по фундаментальным мультипликаторам ($EV/EBIT = 2,7$) и высокая рентабельность капитала (40%) позволяют компании пойти в портфель по стратегии Smart Estimate. Основным риском для акционеров является непрозрачность корпоративных решений в области дивидендов.

ММК**DCF****Smart Estimate****Дивиденды**

В 3 квартале 2018 года компания представила умеренно позитивные результаты, немного нарастив показатели долларовой выручки на 4% и существенно увеличив прибыль на 45% по сравнению с 2017 годом. Падение рубля позволило нарастить свободный денежный поток и увеличить дивиденды. Компания недооценена по рынку и имеет высокую рентабельность капитала. Текущая дивидендная доходность на уровне 11%, что выше среднего значения по рынку. Компания включена во все наши портфели.

Алроса**DCF****Smart Estimate****Дивиденды**

Низкая долговая нагрузка и высокая рентабельность являются одними из положительных характеристик компании. Дивидендная политика компании предусматривает выплаты от 70% до 100% свободного денежного потока в зависимости от уровня долговой нагрузки. Компания имеет высокую оценку по DCF-потенциалу.

В 3 квартале 2018 года Алроса нарастила основные финансовые показатели. Показатель EV/EBIT на уровне 5,5 и высокая рентабельность капитала позволяет включить компанию в стратегию Smart Estimate. Дивидендная доходность на уровне 9% и высокая стабильность выплат позволяют компании также пройти в наш дивидендный портфель.

Распадская**DCF****Smart Estimate**

Распадская нарастила добычу угля в 3 квартале 2018 года на 12% по сравнению с 2017 годом. Рост цен на уголь и слабый рубль поддержали финансовые результаты компании. По фундаментальным индикаторам Распадская стоит дешево и входит в стратегию, рассчитанную на текущую недооценку. Менеджмент планировал в декабре 2018 года обсудить возврат к дивидендным выплатам, однако решение так и не было принято. Непрозрачное корпоративное управление создает риски для инвесторов.

Северсталь**Smart Estimate****Дивиденды**

Согласно представленной стратегии, компания планирует ежегодно наращивать по 10-15% по EBITDA. В 2019 году Северсталь планирует нарастить капзатраты в 2 раза до \$ 1,4 млн, при этом менеджмент утверждает, что это не коснется дивидендных выплат, которые будут рассчитаны по нормализованному денежному потоку. Рентабельность капитала Северстали самая высокая в секторе, благодаря чему она проходит в наш портфель по стратегии Smart Estimate.

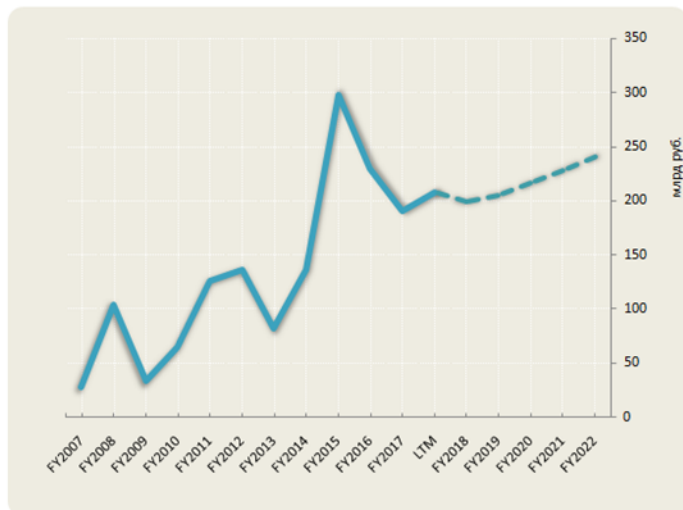
Дивидендная доходность бумаг Северстали одна из самых высоких в секторе и находится на уровне 13%. Северсталь выплачивала дивиденды даже в сложные для сектора времена. Высокая стабильность выплат позволяет включить компанию в дивидендный портфель.

НЛМК**Smart Estimate****Дивиденды**

В 3 квартале 2018 года компания нарастила финансовые показатели: рублевая выручка выросла на 38%, чистая и операционная прибыль выросла практически в 2 раза. Компания недооценена по индикатору EV/EBIT, который находится на уровне 5,6. Благодаря низкой долговой нагрузке НЛМК выплачивает своим акционерам практически весь свободный денежный поток, который в 3 квартале вырос на 31% по сравнению с 2017 годом. Компания проходит в наш дивидендный портфель и в портфель, ориентированный на текущую недооценку.

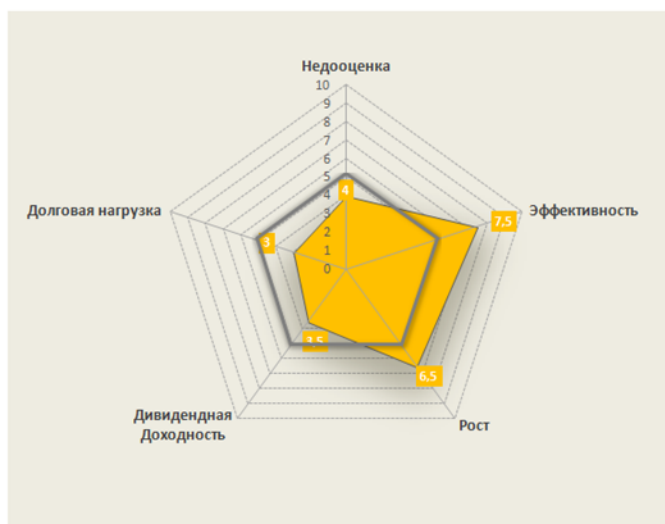
ХИМИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Операционная прибыль сектора хим промышленности



данные Refinitiv, Доходъ

Медианные оценки сектора хим промышленности



Рост мировых цен на удобрения в 2018 году и слабый рубль оказал позитивное влияние на операционные результаты химической промышленности. В 2018 году мы ждем роста операционной прибыли на 22% в годовом выражении. Чистая прибыль может показать негативную динамику из-за убытков по курсовым разницам. Значительная часть долга компаний сектора выражена в иностранной валюте, что при снижении курса рубля приводит к ухудшению прибыльности.

Компании сектора в среднем стоят дорого по индикаторам имеют ожидаемую доходность ниже среднего уровня. Отрасль имеет небольшое представительство в наших портфелях акций.

ХИМИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний сектора химической промышленности

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend			Dohod Rating
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy	
Фосагро	18	2	9	11	2	7	9	4	8	12	6	8	14	41
НКНХ	10	6	6	12	7	6	13	9	7	16	3	8	11	38
Акрон	8	2	7	9	3	6	9	3	7	10	7	7	14	27
Уралкалий	6	7	5	12	4	9	13	5	5	10	1	5	6	28
Казаньоргсинтез	5	2	8	10	2	8	10	4	9	13	4	8	12	28

Фосагро

DCF

В 3 квартале 2018 года компания представила сильные результаты, нарастив выручку на 35%, а EBITDA на 72%. Кроме роста цен на удобрения, на результаты оказал влияние рост продаж азотных удобрений на 48%. Фосагро дорого оценена по мультипликаторам ($EV/EBIT=9,2$), а уровня рентабельности не хватает, чтобы пройти в портфель по стратегии Smart Estimate. У компании есть потенциал роста за счет наращивания производства и роста экспорта, в частности, в страны Латинской Америки.

НКНХ

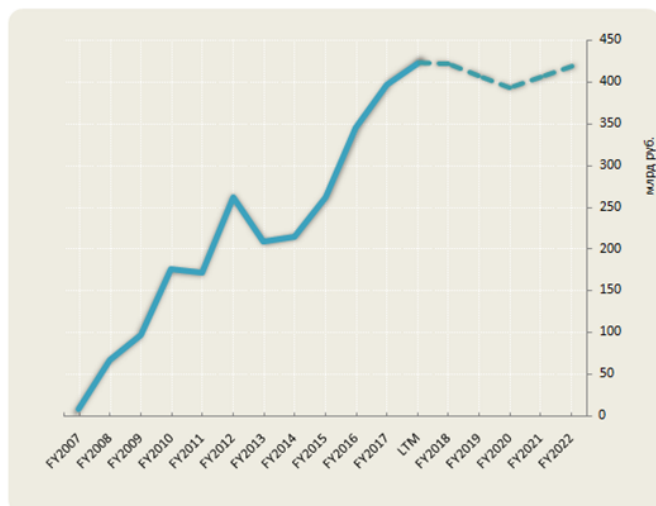
Smart Estimate

Основным проектом Нижнекамскнефтехима остается строительство этиленового комплекса, мощность первой очереди которого составит 600 тысяч тонн в год. Из-за проекта компания объявила об отказе от дивидендов в последние два года, что вызвало обвал стоимости акций. В этом году представители холдинга ТАИФ, в который входит НКНХ, объявили о готовности вернуться к дивидендам. На 85 % строительство проекта должно финансироваться за счет заемных средств, что должно позволить платить акционерам дивиденды и сформировать потенциал для роста стоимости акций.

Компания стоит дешево по индикаторам ($EV/EBIT = 3,3$) и имеет высокую рентабельность, что позволяет проходить ей в портфель по стратегии Smart Estimate.

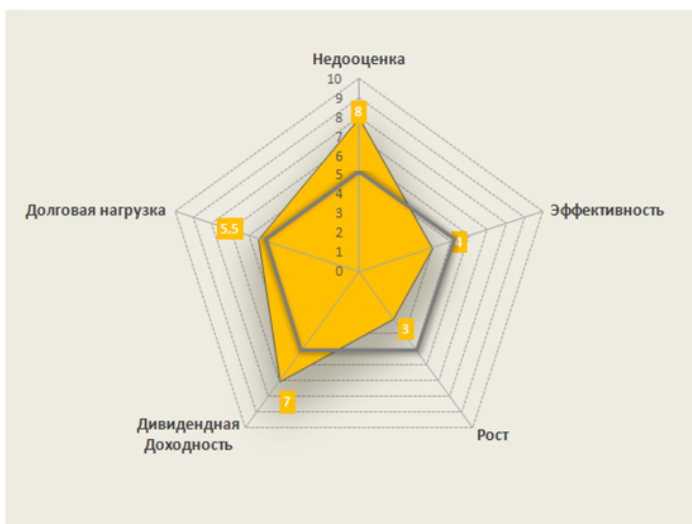
ЭНЕРГЕТИКА

Операционная прибыль сектора энергетики



данные Refinitiv, Доходь

Медианные оценки сектора энергетики



По итогам 2018 года сектор энергетики должен показать рост операционной прибыли на 10%, рентабельность по EBITDA достигнет рекордных 24%. Улучшение показателей в последние годы происходило за счет выплат по программе договоров на поставку мощности (ДПМ). Однако в следующем году сектор выйдет на максимумы показателей, после чего в 2019 году начнется их ухудшение. Сектор начнет новый инвестиционный цикл, что повлияет на сокращение свободного денежного потока и дивидендов.

Рынок отражает ухудшение показателей, поэтому многие представители сектора стоят дешево по фундаментальным индикаторам. Традиционно сектор энергетики имеет низкую эффективность использования капитала. Долговая нагрузка находится на среднерыночном уровне. Компании сектора в среднем имеют высокую ожидаемую дивидендную доходность, однако из-за низкой стабильности выплат многие из них не проходят в нашу дивидендную стратегию.

ЭНЕРГЕТИКА: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний сектора энергетики

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Интер РАО	16	7	6	13	8	5	13	9	6	15	4	5	9
Энел	14	4	1	5	7	4	11	7	7	14	10	3	13
ФСК ЕЭС	11	9	3	12	10	3	13	8	3	11	9	5	14
ОГК-2	11	6	2	8	9	2	11	8	4	12	5	5	10
Юнипро	10	2	2	4	5	3	8	5	7	12	8	6	14
Русгидро	10	6	3	9	10	1	11	8	3	11	9	9	18
ТГК-1	8	7	2	9	9	2	11	8	3	11	5	10	15
МРСК Центра и Приволжья	8	9	3	12	8	8	16	9	8	17	10	9	19
Мосэнерго	6	8	2	10	9	2	11	9	4	13	6	9	15
МОЭСК	4	5	3	8	10	1	11	5	2	7	3	8	11
Россети-п	4	10	3	13	10	5	15	1	4	5	9	6	15
МРСК СЗ	2	10	2	12	10	1	11	1	1	2	3	5	8
Россети	2	10	3	13	10	5	15	6	4	10	2	2	4

Интер РАО

Smart Estimate

Выручка Интер РАО в 3 квартале увеличилась на 9% в годовом выражении, чистая прибыль выросла на 63%. Улучшению показателей способствовало увеличение тарифов на энергию для конечных потребителей, рост среднеотпускных цен, а так же увеличение отпуска электроэнергии и ввод в эксплуатацию арендованных электростанций.

Даже на фоне в среднем низких мультипликаторов сектора электроэнергетики Интер РАО стоит дешево (EV/EBIT=3; P/E = 4.9). При этом рентабельность инвестированного капитала остается высокой, достигая почти 17%, что позволяет компании проходить по параметрам в стратегию Smart Estimate.

Интер РАО предстоит масштабная программа модернизации, что ограничивает её дивидендный потенциал. Компания, скорее всего, продолжит платить акционерам на уровне 25% прибыли по МСФО, что формирует ожидаемую дивидендную доходность по итогам 2018 года на уровне 4%. Интер РАО не входит в наш дивидендный портфель.

МРСК Центра и Приволжья**Smart Estimate****Дивиденды**

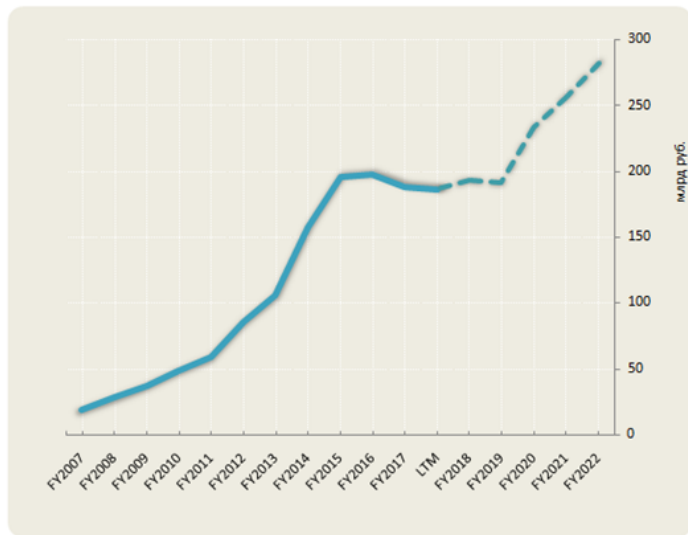
Компания дешево стоит по мультипликаторам. В 3 квартале МРСК Центра и Приволжья показала сильные финансовые результаты и сохранила рентабельность на высоком уровне. Компания проходит в портфель, ориентированный на недооцененные компании. Высокая дивидендная доходность в совокупности с высокой стабильностью дивидендных выплат позволяет включить компанию в наш дивидендный портфель.

Русгидро**Дивиденды**

Прибыль компании по итогам года, при условии установления коэффициента дивидендных выплат на уровне 50%, обеспечит ожидаемую дивидендную доходность около 10%. При высокой для отрасли стабильности выплат это позволяет компании пройти в список по дивидендной стратегии.

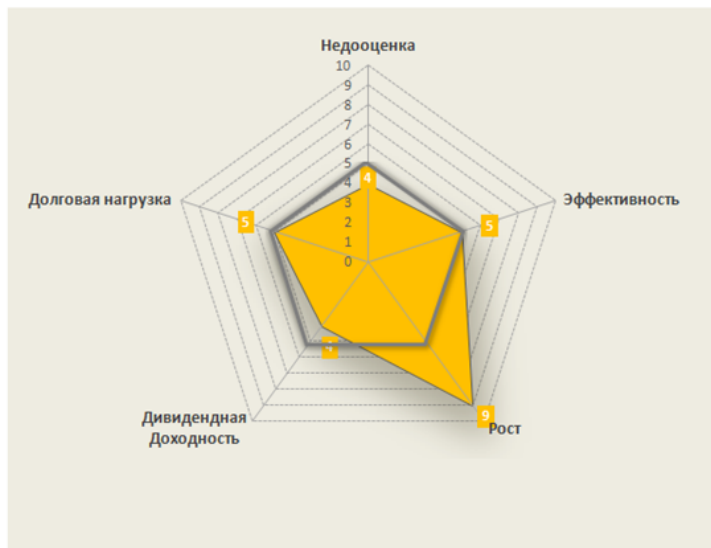
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Операционная прибыль потребительского сектора



данные Refinitiv, Доходь

Медианные оценки потребительского сектора



В 2018 году на результаты продовольственных ритейлеров оказало влияние снижение потребительского спроса из-за ослабления рубля. Финансовые результаты компаний сектора оказались слабыми. По итогам года операционная прибыль сектора вырастет всего на 2%, чистая прибыль сократится на 10%. Из-за нестабильной экономической ситуации и угрозы новых санкций, негативные тенденции в начале 2019 года могут сохраниться. У некоторых компаний есть потенциал долгосрочного роста благодаря восстановлению показателей, несмотря на негативные макроэкономические тенденции.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний потребительского сектора

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Детский мир	20	3	10	13	1	10	11	4	10	14	8	1	9
Лента	19	4	10	14	5	6	11	5	5	10	1	0	1
X5 Retail Group	17	1	10	11	2	5	7	3	7	10	4	3	7
Протек	14	4	8	12	5	6	11	6	6	12	2	5	7
М.Видео	12	4	9	13	2	9	11	4	10	14	4	7	11
Черкизово	12	6	8	14	7	7	14	4	4	8	7	4	11
Магнит	11	3	10	13	5	4	9	4	5	9	4	9	13
Обувь России	8	7	8	15	8	4	12	7	4	11	1	2	3
Русгро	6	4	7	11	6	4	10	3	2	5	3	5	8

Детский мир

DCF

Smart Estimate

Компания сохраняет потенциал роста, как за счет увеличения присутствия на рынке детских товаров России, так и начала экспансии в ближнее зарубежье, поэтому имеет высокую оценку по DCF-модели. Детский мир стоит дороже среднерыночных значений по мультипликаторам ($EV/EBIT = 12$, $P/E=10$), однако высокая рентабельность позволяет добавлять акции компании в наш портфель по стратегии Smart Estimate.

Детский мир отправляет всю чистую прибыль по РСБУ на дивиденды, что формирует высокую ожидаемую доходность (>10% в ближайшие 12 мес). Тем не менее, акция не входит в дивидендную стратегию из-за небольшой истории выплат.

Лента

DCF

В начале 2018 года компания показывала один из самых быстрых темпов роста сопоставимых продаж в секторе, однако к третьему кварталу показатель снизился на 0,5%. Выручка выросла на 12,5% в годовом выражении по сравнению с ростом на 18,5% в первом полугодии 2018г. Мы полагаем, что у компании есть хороший потенциал для роста в дальнейшем. Сейчас Лента оценена дешевле остальных в продуктовом ритейле с $EV/EBIT$ на уровне 8,2 против 9,0 у Магнита и 10,8 у X5.

ТЕЛЕКОМЫ



Из-за отсутствия перспектив роста сектор телекомов представляет собой интерес в основном с точки зрения дивидендных стратегий. Компании, в основном, платят большую часть свободного денежного потока на дивиденды, что формирует ожидаемую дивдоходность выше рыночной. Угрозой для отрасли является необходимость исполнения "закона Яровой", который заставит компании увеличить инвестиции в инфраструктуру и ограничить дивидендный потенциал. Отметим, что по мультипликаторам сектор оценен дорого и имеет относительно низкую рентабельность.

ТЕЛЕКОМЫ: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний телекоммуникационного сектора

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Pocr	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Ростелеком-п	12										9	8	17
МТС	8	4	3	7	2	9	11	5	8	13	9	8	17
Ростелеком	7	3	2	5	8	2	10	2	2	4	7	6	13
МГТС	5	3	2	5	5	4	9	2	4	6	10	5	15
Мегафон	5	2	4	6	2	7	9	4	6	10	5	5	10

Ростелеком-п

Дивиденды

Привилегированные акции Ростелекома входят в наш дивидендный портфель благодаря высокой дивидендной доходности на уровне 9,8% и высокой стабильности дивидендных выплат.

МТС

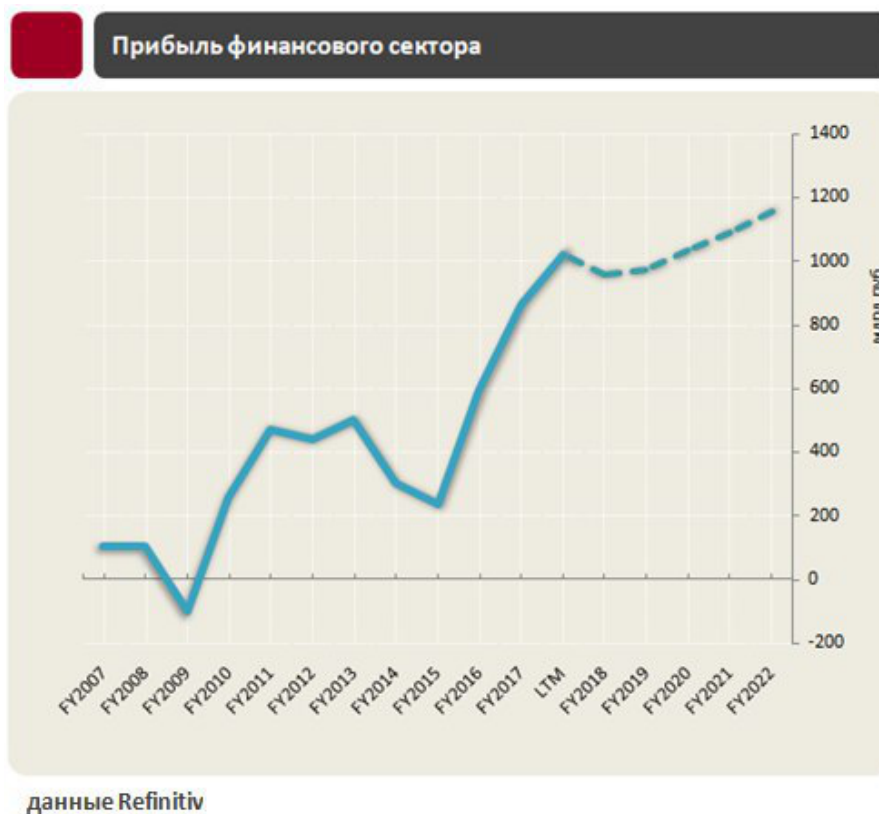
Дивиденды

МТС в 3 квартале получил рекордный в истории убыток в 37 млрд. руб. Причиной такого результата стал резерв в 55,8 млрд. руб. под издержки, связанные с антикоррупционным расследованием деятельности в Узбекистане. Менеджмент уверяет, что это никак не повлияет на способность МТС выплачивать дивиденды и инвестировать в развитие бизнеса.

Без учета штрафа МТС показывает неплохие финансовые результаты. Рост чистой прибыли в 3 квартале составил 11,7% в годовом выражении. Основной вклад на рост показателей оказал переход на новые стандарты МСФО. Компания дорого оценена по мультипликаторам (EV/EBIT=8; P/E=8,3), что не позволяет проходить в портфель по стратегии Smart Estimate даже при неплохих показателях рентабельности.

Компания выплачивает в качестве дивидендов около 52 млрд рублей в год, что формирует ожидаемую дивидендную доходность >10%. Акции МТС входят в портфель по дивидендной стратегии.

ФИНАНСЫ И БАНКИ



Финансы показали худшую доходность среди отраслевых индексов на Московской бирже в 2018 году. Два крупнейших представителя сектора – Сбербанк и ВТБ оказались под угрозой введения новых санкций США, что привело к снижению их мультипликаторов. Кроме того, на оценку сектора негативно повлияло повышение процентных ставок и ослабление курса рубля. Хотя мы и ожидаем роста прибыльности сектора в ближайшие годы, прогноз был снижен по сравнению с предыдущей стратегией.

ФИНАНСЫ И БАНКИ: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний финансового сектора

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Сбербанк	20	6	7	13	6	7	13	7	9	16
Сбербанк-п	19							8	8	16
ВТБ	18	9	6	15	9	4	13	8	7	15
Банк Санкт-Петербург	12	8	5	13	9	3	12	7	6	13
МКБ	3	6	7	13	8	4	12	2	0	2
Сафмар Фин	1	5	7	12	8	3	11	2	0	2

Сбербанк

DCF

Дивиденды

В 2018 году акции Сбербанка потеряли более 30% стоимости из-за угрозы новых санкций, которые могут включить ограничения на операции крупнейших российских банков в долларах США. В планах банка получить прибыль в размере 1 трлн. Рублей по итогам 2020 года. При реализации данного плана и выплате дивидендов в размере 50% от прибыли, дивидендная доходность бумаг банка в ближайшие годы может оказаться двузначной. Акции банка проходят в дивидендный портфель.

ПРОЧИЕ СЕКТОРА: НАШ ВЫБОР

Оценки компаний прочих секторов

Компания	DCF потенциал	Value			Deep Value			Smart Estimate			Dividend		
		P/E	Рост	Total Strategy	P/BV	ROE	Total Strategy	EV/EBIT	ROCE	Total Strategy	Yield	DSI	Total Strategy
Аэрофлот	17	5	9	14	4	8	12	8	8	16	8	7	15
Яндекс	16	1	10	11	1	5	6	2	7	9	1	0	1
Система	15	7	4	11	4	9	13	5	6	11	6	8	14
QIWI	14	2	9	11	3	6	9	5	6	11	2	5	7
НМТП	14	5	9	14	3	9	12	7	9	16	6	8	14
ПИК	13	1	9	10	1	5	6	3	4	7	4	1	5
ЛСР	13	8	7	15	7	7	14	8	5	13	10	8	18
Мостотрест	11	2	7	9	6	2	8	4	5	9	10	8	18
Трансконтейнер	4	4	5	9	4	7	11	5	7	12	5	7	12
ОВК	3	1	10	11	2	2	4	2	2	4	2	0	2
Камаз	3	4	7	11	7	3	10	2	2	4	1	3	4
Соллерс	2	1	5	6	7	1	8	2	2	4	4	2	6

Среди прочих секторов мы выделяем несколько компаний, которые могут выиграть от восстановления внутреннего спроса в российской экономике при этом сейчас стоят относительно дешево.

Аэрофлот

DCF

Smart Estimate

Аэрофлот показывает хороший темп роста выручки. За 9 месяцев 2018 года показатель вырос на 17% в годовом выражении. Негативно на отчетности отражается рост цен на топливо на 47%. Тем не менее, компании удалось не только сохранить прибыль на уровне прошлого года, но даже немного ее улучшить. Чистая прибыль в 3 квартале выросла на 14%. Компания дешево оценена по мультипликаторам и сохраняет потенциал для роста стоимости.

Яндекс**DCF**

Компания представила сильные результаты по итогам 3 квартала 2018г. Общая выручка компании выросла на 39%, ускорившись во многом за счет стремительного роста доходов от Яндекс.Такси (в 4,4 раза). Операционная прибыль компании также выросла за счет значительного сокращения убытка от сегмента заказа такси.

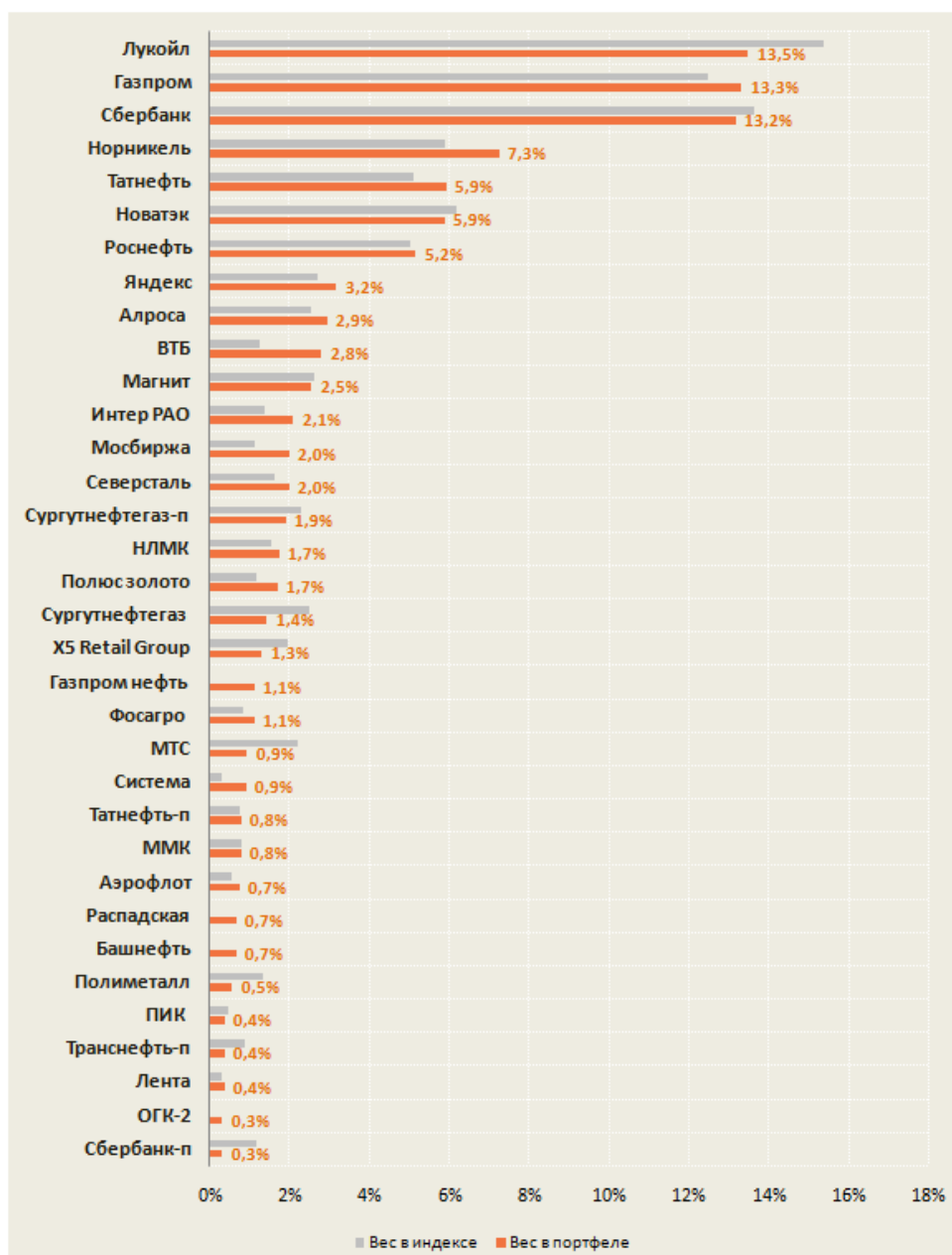
Яндекс демонстрирует устойчивую положительную динамику ключевых показателей. Компания пересмотрела прогноз по росту выручки в 2018г, увеличив его до 35-38%. Яндекс сохраняет потенциал значительного увеличения масштаба бизнеса, за счет развития электронной коммерции, улучшения рентабельности сервиса заказа такси и расширения рыночной доли поисковика на территории России. После падения акций на фоне слухов о возможном приобретении Яндекса Сбербанком наша DCF-модель показывает улучшение потенциала их роста.

ПОРТФЕЛЬНЫЕ СТРАТЕГИИ

ШИРОКИЙ РЫНОК

Портфель берет за основу индекс акций широкого рынка. Итоговые веса незначительно отличаются от бенчмарка, однако, как мы предполагаем, активные позиции позволят обеспечить долгосрочную среднегодовую доходность на 2-3% выше, чем у индекса. Наибольший активный вес получают компании с высоким потенциалом долгосрочного роста, согласно нашим DCF-моделям. Стратегия подходит для инвесторов, ориентирующихся на долгосрочный инвестиционный горизонт.

Состав портфеля акций широкого рынка, доли в %

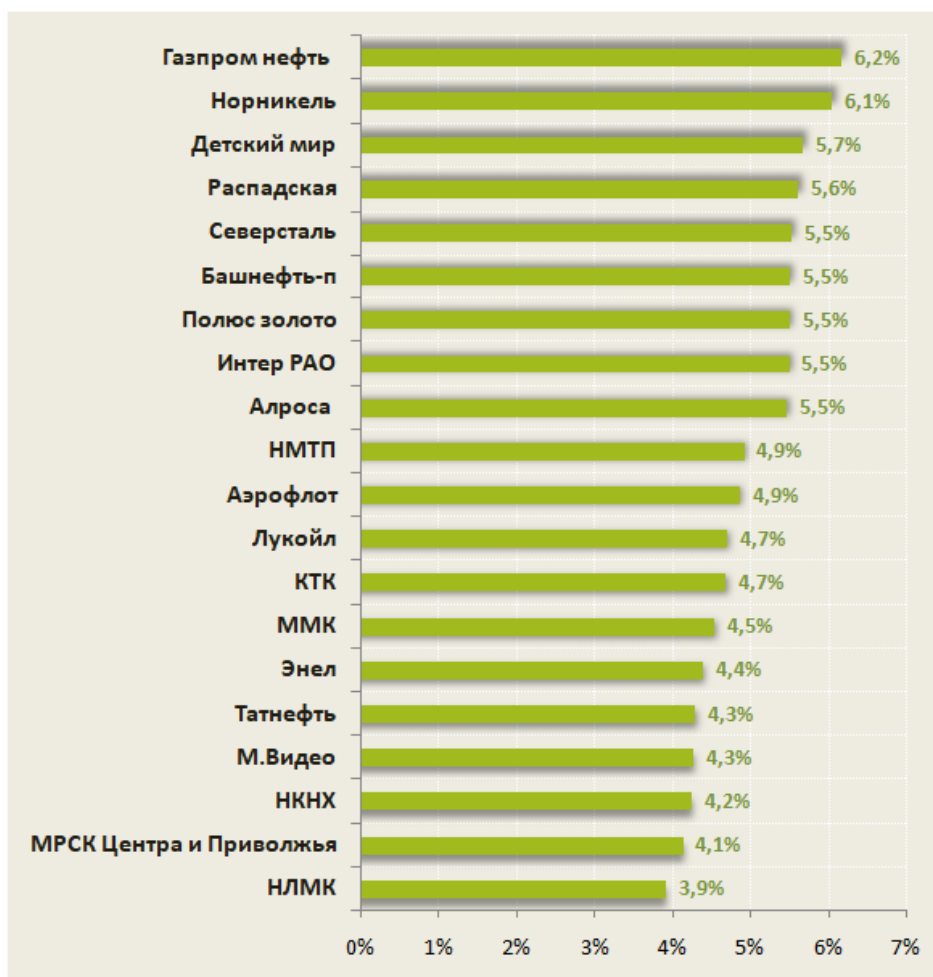


SMART ESTIMATE

Стратегия рассчитана на покупку акций компаний, которые обеспечивают высокую рентабельность инвестированного капитала. При этом доходы от деятельности бизнеса недооценены, например, из-за ожиданий их снижения. При покупке акций по стратегии мы ждём, что рынок ошибается в оценке компании и в среднесрочной перспективе справедливо оценит высокую эффективность бизнеса. Рейтинг по стратегии Smart Estimate равен сумме баллов по индикаторам "EV/EBIT" и "ROCE". Посмотреть текущие рейтинги компаний можно в сервисе ["Анализ акций"](#) на нашем сайте.

В портфель выбираются до 20 компаний, которые имеют наибольший рейтинг по стратегии "SmartEstimate". Итоговая доля зависит от потенциала по DCF-модели. В случае слишком низкого рейтинга компания, проходя первичный отбор, может в итоге не попасть в финальный портфель. Стратегия подходит для инвесторов со среднесрочным горизонтом, которые готовы рискнуть, чтобы заработать доходность выше индекса.

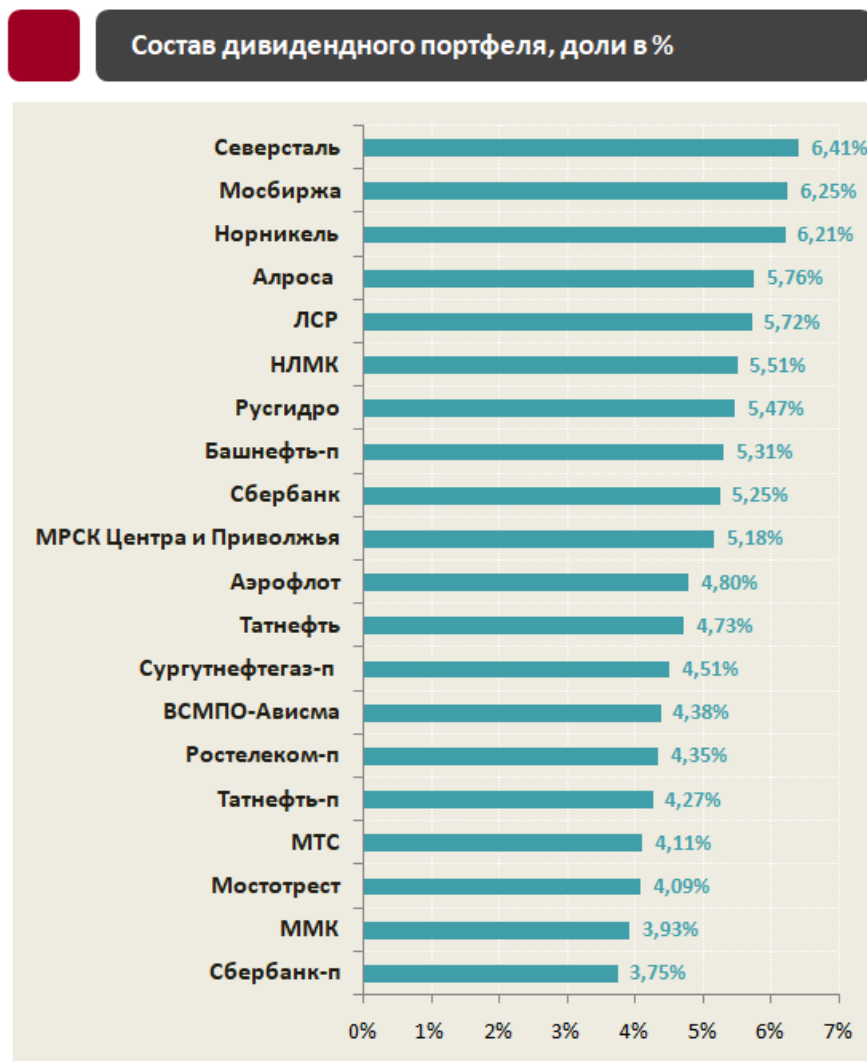
Состав портфеля Smart Estimate



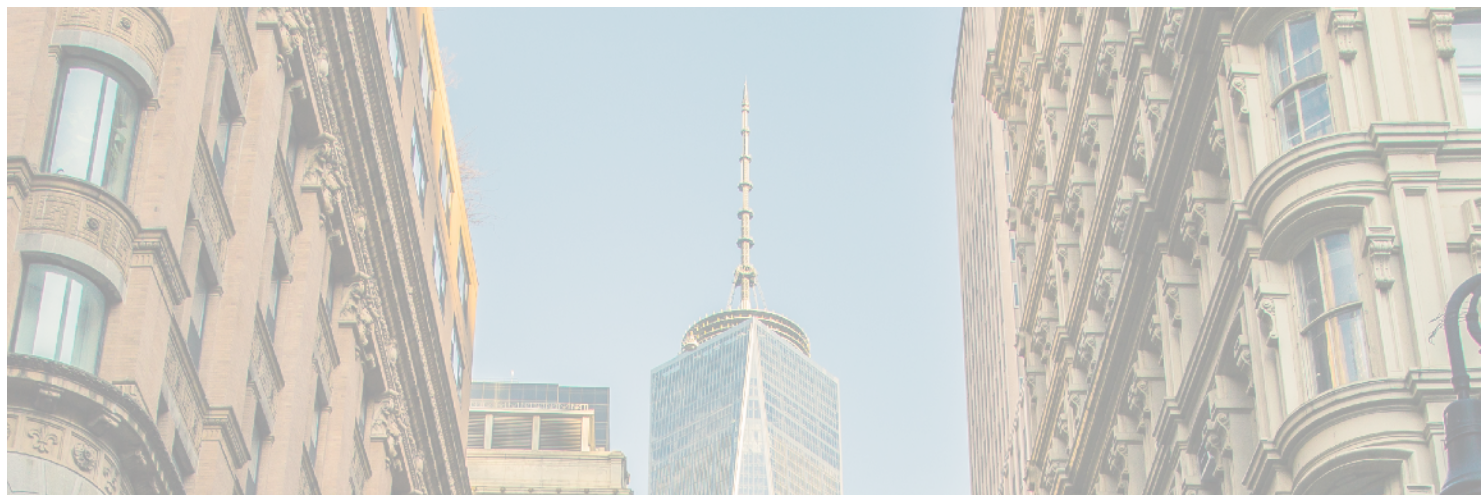
ДИВИДЕНДНАЯ СТРАТЕГИЯ

Портфель сформирован из компаний с высокими и стабильными дивидендами. Наличие стабильного дивидендного потока хорошо подходит для инвесторов, цель которых заключается в получении текущего дохода. Рейтинг по стратегии Dividend представляет собой сумму баллов по индикаторам ожидаемой дивидендной доходности и индекса стабильности выплат "DSI". Посмотреть текущие рейтинги компаний можно в сервисе "[Анализ акций](#)" на нашем сайте.

Мы выбираем 15-20 компаний с наибольшим дивидендным рейтингом и на основе потенциала доходностей акций формируем итоговый портфель. Ожидаемая дивидендная доходность такого портфеля составляет более 10,1% против 6% у индекса ММВБ. Подробнее ознакомиться с прогнозами дивидендов компаний можно в сервисе "[Дивиденды](#)". Стратегия подходит для инвесторов, которые хотят получать текущий доход, чтобы использовать его для расходов вне фондового рынка.



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



ДОХОДЪ

аналитическая служба

Владимир Киселев (руководитель аналитической службы)

Марина Иванова (аналитик)

Любовь Тарасова (аналитик)

Литейный, 26

Санкт-Петербург 191028

8 800 333 85 85

www.dohod.ru

info@dohod.ru

