

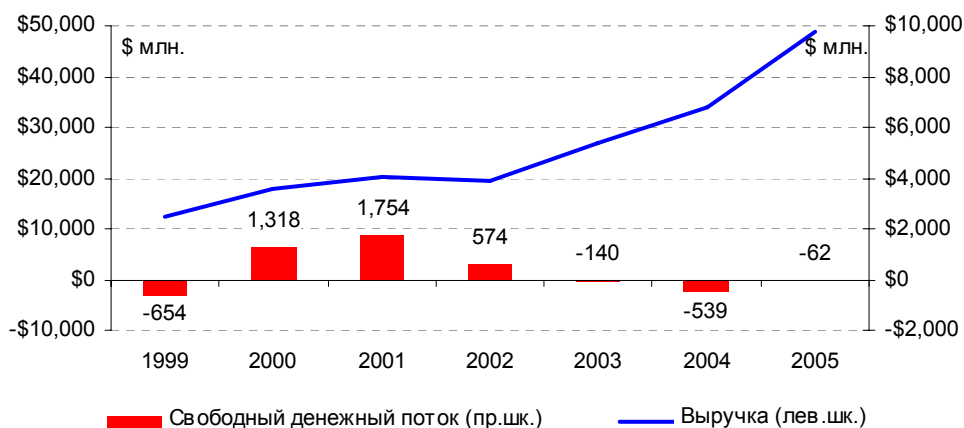
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
ЛУКОЙЛ. Понижение рекомендации до "Держать" в связи с пересмотром прогнозируемой цены	
Долговой рынок	8
Рынок акций	10
Мировые рынки	11

КОММЕНТАРИЙ

"Газпром": новые планы капвложений не оставляют инвесторам шансов на справедливые дивиденды

Отсутствие свободного денежного потока на протяжении последних лет, несмотря на высокие темпы роста выручки



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Инвесторам, которые надеялись принять участие в разделе высокой выручки и прибыли "Газпрома" за 2006 год, следует сделать глубокий вдох. На прошлой неделе представитель "Газпрома" заявил, что компания увеличила объем капвложений, запланированных на 2006 год, до 373 млрд. руб. (\$13.8 млрд. по прогнозируемому на этот год среднему обменному курсу 27 руб./\$). Это на 20% больше по сравнению с первоначальным прогнозом (в долларовом выражении), на 11% больше по сравнению с уточненным прогнозом компании, представленным в апреле этого года, и на 27% больше нашего прогноза по итогам 2006 года на уровне \$10.9 млрд.

Заметим, что в нашей модели "Газпрома" мы прогнозировали на этот год рекордный операционный денежный поток в размере \$20.6 млрд., что теоретически позволяет "Газпрому" генерировать свободный денежный поток в размере \$10 млрд.

Однако с учетом нового плана капвложений, а также \$2.0-2.5 млрд., которые, по оценкам, были потрачены на покупку 20% акций НОВАТЭКа (целесообразность данной сделки вызывает у нас немало вопросов), мечтам акционеров "Газпрома" о свободном денежном потоке не суждено сбыться второй год подряд, несмотря на рекордные прибыли.

Неконтролируемый рост капвложений Газпрома продолжается

\$ млрд.	2005	2006П (Газпром, фев. 06)	2006П (Газпром, апр. 06)	2006П (Газпром, авг. 06)	2006П (Атон)
Капвложения	8.39	10.31	11.40	12.03	10.65
Финансовые инвестиции	1.51	1.17	1.08	1.79	0.25
Совокупные инвестиции	9.90	11.49	12.49	13.82	10.90

Источник: "Интерфакс", оценки "Атона"

Новый прогноз подтвердил, что капвложения "Газпрома" превратились в линейную функцию от выручки и давно не являются результатом хорошо продуманного плана развития, к большому разочарованию акционеров, которые в течение последних лет вынуждены довольствоваться дивидендной доходностью порядка 1%, несмотря на рекордный уровень цен на газ и прибыли "Газпрома". Иными словами, складывается впечатление, что объем капвложений рассчитывается руководством по незамысловатой формуле "операционный денежный поток - дивиденды, эквивалентные доходности 1%, = капитальные затраты". На наш взгляд, это означает только одно: в течение ближайших лет инвесторам не стоит рассчитывать ни на свободный денежный поток, ни на справедливые дивиденды, поскольку нынешняя управленческая команда прочно сидит в своих креслах. Следует также отметить, что объем капвложений "Газпрома" на 2006 год в размере \$12 млрд. примерно соответствует пока-

зателям "Роснефти", ЛУКОЙЛа, "ТНК-ВР Холдинга" и "Транснефти" вместе взятых, при этом крупнейшие российские нефтяные компании поддерживают высокие темпы роста добычи, а "Транснефть" продолжает строить новые объекты инфраструктуры, тогда как у "Газпрома" объем добычи сокращается.

За 10 лет проблема плохо управляемого роста капвложений "Газпрома" достигла головокружительного размаха. За прошедшие после 1996 года 10 лет выручка "Газпрома" достигла \$312 млрд. (!), однако свободный денежный поток оказался отрицательным на уровне -\$4.25 млрд., т.к. компания потратила \$61 млрд. на финансирование капитальных затрат (без учета инвестиций), при этом добыча газа не увеличивается. Игроки на повышение очень часто используют эти данные, чтобы подчеркнуть потенциал реструктуризации "Газпрома" и те преимущества, которые могли бы получить его акционеры в случае повышения эффективности газовой монополии. Это аргумент используется в течение последних десяти лет, и не исключено, что в будущем десятилетии инвесторам, наконец, удастся увидеть малую толику долгожданных изменений в лучшую сторону. Однако мы бы не стали делать на это ставку, и не советуем делать это инвесторам.

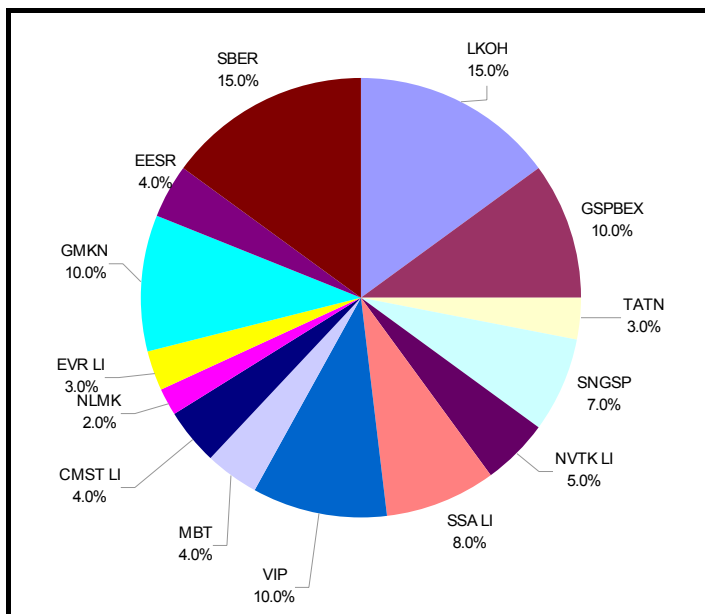
Таким образом, нетрудно понять, почему мы по-прежнему не в восторге от акций "Газпрома" (коэффициент EV/EBITDA 2007-2008П на уровне 8-9), особенно сейчас, когда изменение весов в индексе MSCI уже отыграно рынком. Если вместо предыдущего прогноза капвложений на 2007-2015 годы на уровне \$8-9 млрд. использовать \$12 млрд., прогнозируемая стоимость "Газпрома" на основе модели DCF уменьшится примерно на 17%. Наша рекомендация – **"Держать"** акции компании, прогнозируемая цена на конец 2007 года – \$10.5. Учитывая неважный прогноз по "Газпрому" в условиях достаточно высокой оценки стоимости и значительного веса в индексах (46% в MSCI Russia, 15% в индексе РТС), мы полагаем, что снижение доли акций "Газпрома" ниже рыночного уровня (особенно для инвесторов, ориентирующихся на индекс MSCI) будет оправданной стратегией, которая позволит переиграть индексы. Основной риск нашей негативной позиции в отношении "Газпрома" заключается в росте цен на газ на внутреннем и мировом рынках; однако мы считаем, что в среднесрочной перспективе этот риск будет ограниченным.

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
12.09	ФАС рассмотрит просьбу "Транснефти" о повышении тарифов на 2%	Будет опубликовано значение торгового баланса за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$65.5 млрд. (предыдущее значение: -\$64.8 млрд.)	
	Арбитражный суд Москвы возобновит рассмотрение иска "Юганскнефтегаза" о взыскании с ЮКОСа ущерба в размере 226.1 млрд. руб.		
	Совет директоров ОГК-1 утвердит отчеты о кредитной политике и закупочной деятельности компании		
	Акционеры "Удмуртнефти" на внеочередном собрании изберут новый совет директоров		
13.09	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "Дальсвязи" о незаконности налоговых претензий в размере 916.9 млн. руб. за 2002-2003 годы		
	Московский городской суд рассмотрит жалобу Генеральной прокуратуры отказ Басманного суда Москвы арестовать привилегированные акции "Транснефти"		
	Минфин РФ проведет аукцион по размещению допвыпуска ОФЗ-АД 46018 на 10 млрд. руб.		
	Пройдут парламентские слушания "О прогнозе социального развития РФ до 2009 года и параметрах проекта федерального бюджета на 2007 год"		
14.09	Арбитражный суд Москвы проведет слушания о недействительности решения ФАС в отношении СИБУРа и "СИБУР-Газсервиса"	Будут опубликованы данные о динамике импортных цен за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.9%)	Будут опубликованы данные о динамике затрат на оплату труда в странах евро-зоны за II квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.3% (предыдущее значение: 2.2%)
	Акционеры Международного Московского банка примут решение о допэмиссии акций на \$100 млн.	Будут опубликованы данные о динамике объема розничной торговли за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.2% (предыдущее значение: 1.4%) Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 10 сентября 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 310 тыс.)	
15.09	ЦБ РФ проведет аукцион по продаже ОБР выпуска N4-02-30BR0-4 объемом 98.5 млрд. руб.	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.4%)	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: -0.1%)
	Арбитражный суд Москвы возобновит рассмотрение иска "Юганскнефтегаза" о взыскании с ЮКОСа 21.5 млрд. руб. Убытков	Будут опубликованы данные о динамике промышленного производства за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.4%)	
	Акционеры "Кузбассугля" на внеочередном собрании утвердят устав компании в новой редакции	Будут опубликованы данные о загруженности производственных мощностей за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 82.5% (предыдущее значение: 82.4%)	Будет опубликовано значение торгового баланса стран евро-зоны за июль 2006 года. Предыдущее значение: €2.0 млрд.
	Арбитражный суд Москвы возобновит рассмотрение иска о возврате государству 20% акций ОАО "Апатит"	Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 84.0 пункта (предыдущее значение: 82.0 пункта)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель сумел удержаться от глубокого падения в условиях коррекции рынка, снизившись лишь на 0.09% на фоне падения индекса РТС на 1.78%.

Свою роль сыграло сокращение веса акций крупнейших нефтегазовых компаний, котировки которых (за исключением НОВАТЭКа) снизились за неделю на 2.5-8.1%.

Кроме того, заметную поддержку портфелю оказало повышение акций АФК "Система", "Вымпелкома" и "Комстар-ОТС", котировки которых выросли на 6.2%, 4.0% и 5.5% соответственно на фоне падающего рынка.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы сокращаем вес акций "Газпрома", поскольку в свете прозвучавших недавно заявлений менеджмента о повышении плана капвложений на 2006 год мечтам акционеров компании о свободном денежном потоке, очевидно, не суждено сбыться второй год подряд, несмотря на рекордные прибыли (см. стр. 1).

Взамен мы увеличиваем долю акций ГКМ "Норильский никель", которые остаются сильно недооцененными как на основе модели DCF, так и на основе сравнительной оценки с аналогами.

Кроме того, мы включаем в состав портфеля акции МТС, которые являются одними из немногих "голубых фишек", которые мы рекомендуем "Покупать". На наш взгляд, высокие финансовые результаты компании указывают на то, что рынок недооценивает потенциал роста.

Обзор сравнительной доходности портфеля

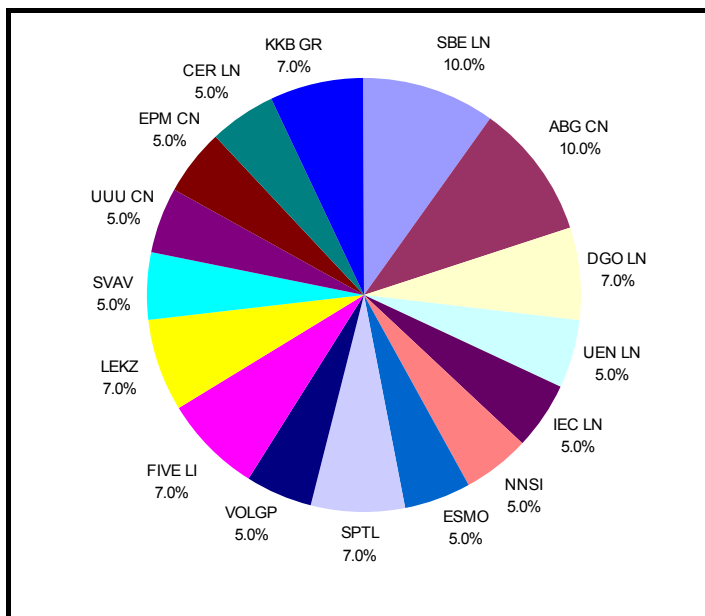
Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	-0.09%	-1.78%	1.70%	-1.69%	-3.99%	2.30%	55.80%	41.36%	14.44%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 8/09, \$	Цена 1/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙЛ	LKOH	14.46%	15.0%	82.30	84.40	-2.5%	38.3%
Газпром	GSPBEX	14.78%	10.0%	11.12	11.57	-3.9%	64.5%
Татнефть	TATN	2.50%	3.0%	4.70	5.10	-7.8%	43.7%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	3.77%	7.0%	0.91	0.99	-8.1%	2.4%
НОВАТЭК	NVTK LI	3.07%	5.0%	49.00	47.50	3.2%	123.7%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	8.0%	28.25	26.60	6.2%	17.2%
Вымпелком	VIP	0.00%	10.0%	59.90	57.59	4.0%	33.5%
МТС	MBT	5.61%	4.0%	40.72	37.61	8.3%	15.5%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	6.75	6.40	5.5%	-6.1%
Металлургия							
НЛМК	NLMK	1.52%	2.0%	1.97	1.97	0.0%	37.4%
"Евраз-групп"	EVRLI	0.00%	3.0%	22.25	21.35	4.2%	22.9%
ГМК Норильский никель	GMKN	6.89%	10.0%	124.67	134.00	-7.0%	90.0%
Прочие							
РАО ЕЭС России	EESR	3.84%	4.0%	0.75	0.74	1.4%	76.7%
Сбербанк РФ	SBER	13.44%	15.0%	2,200	2,084	5.6%	67.9%
Всего			100%			0.2%	55.8%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Прогнозируемая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Нефть и газ														
Газпром	10.54	3.8	3.5	3.6	8.7	8.2	9.0	12.0	11.4	13.1	11.7	10.8	10.0	IFRS
ЛУКОЙЛ	77.84	1.0	1.1	1.3	6.1	6.7	7.4	9.2	10.2	11.6	9.4	8.3	9.1	US GAAP
Роснефть	7.58	2.7	2.8	3.0	10.9	11.3	11.8	20.1	18.9	20.8	13.4	12.9	13.3	US GAAP
Сургутнефтегаз (без казн. акций)	N.A.	1.4	1.6	N.M.	4.7	4.9	N.M.	7.3	7.7	N.M.	6.4	5.8	N.M.	—
Сургутнефтегаз	1.54	2.3	2.4	2.5	5.5	6.1	6.2	14.9	14.0	13.2	8.2	8.8	8.9	RAS
Газпромнефть (Сибнефть)	4.17	1.2	1.3	1.5	5.2	6.2	7.6	6.8	9.2	13.6	5.7	5.9	7.0	US GAAP
Татнефть	5.53	0.7	0.8	0.9	3.9	5.1	5.6	6.7	9.3	10.6	5.3	6.3	7.0	US GAAP
Транснефть	2,285.09	0.4	0.4	0.4	0.9	0.8	0.8	1.7	1.6	1.6	1.2	1.1	1.1	IFRS
ТНК-ВР	2.81	1.5	1.2	1.3	5.8	5.6	6.0	8.9	8.6	9.6	9.4	8.3	7.4	US GAAP
НОВАТЭК	46.03	7.8	6.7	5.8	13.6	13.1	11.7	20.7	20.1	18.0	18.9	17.7	15.8	IFRS
Burren Energy	17.06	4.9	5.1	5.8	5.6	6.0	7.1	8.0	9.0	11.4	6.9	6.3	7.5	UK GAAP
Dragon Oil	4.79	3.5	2.9	3.0	4.1	3.3	3.5	7.7	6.3	7.0	7.7	6.3	4.9	IFRS
Телекоммуникации														
МТС	51.00	3.1	2.8	2.6	6.2	5.6	5.3	12.5	10.9	10.2	6.6	5.8	5.4	US GAAP
АФК Система	38.50	2.8	2.3	2.1	6.8	5.8	5.3	7.5	6.6	5.9	6.2	5.3	4.9	US GAAP
Вымпелком	79.00	3.2	2.7	2.4	6.4	5.4	5.0	13.9	10.2	9.5	7.5	5.6	5.0	US GAAP
Ростелеком	2.50	1.7	1.6	1.5	10.2	7.9	8.2	42.7	22.7	21.9	15.6	10.2	9.7	IFRS
МГТС	N.A.	2.5	2.2	N.M.	6.0	5.1	N.M.	11.4	9.3	N.M.	7.2	6.2	N.M.	US GAAP
Golden Telecom	42.00	1.3	1.1	0.9	4.0	3.4	2.8	9.5	10.0	7.8	5.1	4.2	3.5	US GAAP
РБК	12.90	5.1	3.9	3.1	17.5	12.5	9.3	40.0	26.8	17.4	32.2	21.4	15.1	IFRS
ЮТК	0.14	1.9	1.6	1.4	6.7	5.4	4.4	N.M.	N.M.	9.2	5.7	4.1	2.7	IFRS
Уралсвязьинформ	0.06	1.9	1.7	1.6	5.4	5.1	4.6	11.7	10.4	8.0	5.0	4.4	3.7	IFRS
ВолгаТелеком	5.10	1.8	1.6	1.5	4.6	4.4	4.2	10.8	9.7	7.8	5.0	4.8	4.0	IFRS
Сибирьтелеком	0.11	1.6	1.4	1.3	5.5	4.6	4.2	13.9	9.7	7.3	5.8	4.9	3.9	IFRS
С-3. Телеком	1.41	2.1	1.8	1.6	6.3	5.2	4.5	18.5	12.9	9.3	7.1	5.3	4.3	IFRS
Центртелеком	0.51	1.8	1.6	1.4	6.3	5.7	4.8	N.M.	45.1	14.5	5.4	4.8	3.7	IFRS
Дальсвязь	4.82	1.3	1.1	1.0	4.5	3.7	2.9	11.4	8.4	5.1	7.3	5.8	3.9	IFRS
Башинформсвязь	0.21	2.1	2.0	1.9	5.9	5.5	5.2	11.7	10.7	10.0	6.8	6.3	6.0	RAS
Электрэнергетика														
Мосэнерго	N.A.	2.2	N.M.	N.M.	29.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	38.7	N.M.	N.M.	IFRS
ОГК5	0.08	2.7	2.3	2.0	19.5	14.9	12.8	47.3	30.0	23.9	N.M.	52.4	15.7	RAS
ОГК3	0.07	3.2	2.5	2.2	25.3	18.6	15.6	57.1	35.0	27.4	N.M.	N.M.	19.7	RAS
Металлургия														
ГМК Норильский никель	175.67	2.1	2.1	2.1	3.3	3.2	3.2	4.8	4.6	4.7	4.6	4.2	4.2	IFRS
Северсталь	12.81	1.3	1.3	1.3	4.6	4.2	4.8	9.1	7.8	9.7	5.6	4.7	5.3	IFRS
НЛМК	2.08	1.9	1.9	2.0	4.3	4.2	4.6	8.0	8.0	9.0	5.2	6.3	6.8	US GAAP
НТМК	1.62	1.3	N.M.	N.M.	4.3	N.M.	N.M.	7.7	N.M.	N.M.	5.0	N.M.	N.M.	IFRS
ЗСМК	151.14	0.5	N.M.	N.M.	2.3	N.M.	N.M.	4.8	N.M.	N.M.	3.7	N.M.	N.M.	IFRS
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	2950.00	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	14.6	11.7	9.7	3.7	2.9	2.4	IFRS
Пятерочка	25.20	1.4	1.0	0.7	16.9	10.8	8.1	40.3	23.5	16.1	19.7	11.8	8.7	IFRS
Седьмой континент	23.30	1.6	1.2	1.0	13.9	10.7	9.0	23.9	18.7	16.0	15.8	12.2	10.3	IFRS
Efes Breweries	29.90	1.6	1.4	1.3	7.9	6.9	6.3	19.5	16.0	14.0	11.3	9.3	8.2	IFRS
Балтика	42.00	3.6	2.7	2.5	12.0	9.4	8.8	19.1	14.0	12.7	8.4	9.9	10.0	IFRS
Лебедянский	74.20	2.1	1.7	1.5	10.3	8.0	6.8	15.8	12.2	10.3	17.5	12.6	9.8	IFRS
Вимм-Билль-Данн	N.A.	1.2	1.0	0.9	9.9	7.5	6.2	25.0	15.8	12.2	15.0	10.5	8.4	US GAAP
Северсталь-Авто	28.59	0.8	0.7	0.6	5.7	4.8	3.6	11.1	8.8	5.9	4.6	3.7	2.7	IFRS
АвтоВАЗ	26.30	0.4	0.4	0.4	6.2	5.8	4.5	26.7	23.6	11.3	6.0	5.6	4.3	IAS
Oriflame, €	22.90	2.0	1.8	1.7	12.3	11.2	10.3	17.1	15.7	14.4	14.9	13.7	12.4	IFRS
Калина	36.40	1.3	1.2	1.2	7.8	7.4	7.0	14.9	13.6	13.0	16.7	11.9	10.9	IFRS
НПК Иркут	N.A.	1.2	N.A.	N.A.	5.2	N.A.	N.A.	6.9	N.M.	N.M.	19.7	N.M.	N.M.	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего портфеля акций "второго эшелона" снизилась на 1.21% на фоне падения индекса РТС на 1.78%.

Несмотря на впечатляющий рост котировок "ЦентрТелекома" и Kazkommertsbank на 8.5% и 8.6% соответственно, коррекция в нефтегазовом секторе, спровоцированная снижением цен на нефть, не обошла стороной независимых производителей из России/СНГ. В результате котировки акций Sibir Energy, Arawak Energy, Dragon Oil и Imperial Energy снизились за неделю на 6.4-13.1%, потянув за собой весь портфель.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 8/09, \$	Цена 1/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	10.0%	10.0%	8.30	8.87	-6.4%	31.8%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.26	2.42	-6.9%	63.0%
Dragon Oil	7.0%	7.0%	3.07	3.30	-7.1%	-10.2%
Urals Energy	5.0%	5.0%	8.62	8.62	0.0%	91.8%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	13.26	15.26	-13.1%	70.2%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	4.00	3.94	1.5%	2.3%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.53	0.48	8.5%	5.0%
С-3 Телеком	7.0%	7.0%	1.12	1.09	2.3%	21.4%
Кубаньэнерго	0.0%	0.0%	33.00	33.00	0.0%	83.3%
Брянскэнерго	0.0%	0.0%	4.70	4.70	0.0%	67.9%
Калугаэнерго	0.0%	0.0%	0.75	0.75	0.0%	15.4%
Дагэнерго	0.0%	0.0%	0.02	0.02	-1.6%	42.3%
Волжская ГЭС, прив.	5.0%	5.0%	0.22	0.22	0.0%	5.2%
Пятерочка	7.0%	7.0%	18.50	18.00	2.8%	28.5%
Лебедянский	7.0%	7.0%	70.50	69.05	2.1%	11.9%
Северсталь-Авто	5.0%	5.0%	19.10	19.00	0.5%	10.1%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.59	2.71	-4.7%	38.6%
European Minerals	5.0%	5.0%	0.75	0.77	-2.5%	-11.1%
Celtic Resources	5.0%	5.0%	4.36	4.36	0.0%	36.5%
Kazkommertsbank	7.0%	7.0%	234.46	215.93	8.6%	58.5%
Всего	100%				-1.2%	184.6%

КОМПАНИИ

ЛУКОЙЛ

Тикер	ЛКОН
Рекомендация	Держать
Цена, \$	82.3
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	77.8
Потенциал роста/снижения	-5%

Понижение рекомендации до "Держать" в связи с пересмотром прогнозируемой цены

После внесения изменений в модель оценки стоимости с учетом наших новых прогнозов макроэкономического развития России и предположений, касающихся самой компании, прогнозируемая цена акций ЛУКОЙЛа на конец 2007 года составила \$77.8, что подразумевает потенциал снижения на 5% по сравнению с текущими котировками. Относительно высокие оценочные коэффициенты ЛУКОЙЛа в настоящий момент (акции торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2006П-2007П на уровне 6.3-6.9) также свидетельствуют об ограниченном потенциале роста котировок. Поэтому мы понижаем рекомендацию по акциям ЛУКОЙЛа до "Держать" в связи со снижением оценки стоимости компании. Однако мы по-прежнему отводим ЛУКОЙЛу (а также "Роснефти") более значительную долю в портфеле по сравнению с акциями других крупнейших российских нефтегазовых компаний, учитывая уникальную базу запасов ЛУКОЙЛа, высокое качество корпоративного и операционного управления, а также существенные перспективы роста компании.

Динамика котировок акций



Последние несколько лет мы считали акции ЛУКОЙЛа наиболее привлекательными среди бумаг крупнейших нефтегазовых компаний. После публикации 2 сентября 2003 года нашего отчета "\$33.9 или Почему реальная стоимость ЛУКОЙЛа гораздо больше, чем думают многие?", котировки акций компании выросли на 318%, значительно опередив индекс РТС, который вырос на 194% за тот же период.

Мы считаем, что в дальнейшем ажиотаж вокруг цен на нефть постепенно сойдет на нет, и в сочетании с ростом курса рубля и инфляции это увеличит риск снижения прибыли. На прошлой неделе цена нефти сорта Brent опустилась ниже скользящего среднего уровня за последние 200 дней, что является важным техническим индикатором, снизившись до отметки \$63.6/брр. — самого низкого уровня за последние пять месяцев. Хотя основания для сохранения цен на энергоносители на высоком уровне в долгосрочной перспективе сохраняются, в ближайшее время крупнейшие российские нефтегазовые компании могут оказаться в невыгодном положении, если снижение цен на нефть продолжится. Мы изменили наш прогноз средних цен на нефть сорта Brent на 2006 год с \$66/брр. на \$67/брр., чтобы привести его в соответствие с уровнем цен с начала 2006 года и на данный момент. Однако мы ожидаем снижения цен до более умеренного уровня в \$60/брр. в 2007 году (предыдущий прогноз — \$57/брр.), и по-прежнему прогнозируем, что средняя цена нефти в 2008 году и последующие годы останется на уровне \$50/брр. Наши новые прогнозы макроэкономических показателей предполагают несколько более высокий уровень индекса потребительских цен и курса рубля, в особенности — в среднесрочной перспективе, как следует из нашего последнего отчета о стратегии.

В обновленной модели DCF мы переносим горизонт прогнозирования на конец 2007 года и повышаем стоимость акционерного капитала до 11.8%. Кроме всего прочего, мы внесли следующие изменения в наши модели DCF для анализируемых нами компаний из России и стран СНГ, в том числе в модель ЛУКОЙЛа:

- Мы перенесли горизонт прогнозирования с конца 2006 года на конец 2007 года, так как до конца этого года остается всего лишь 4 месяца, и 15-месячный горизонт инвестирования представляется нам более уместным.
- Мы повысили базовую стоимость акционерного капитала для российских компаний с 11.5% до 11.8%. Это отражает снижение безрисковой ставки (средний уровень за последние пять лет снизился до 5.2% с 5.5% на момент нашего последнего отчета о стратегии). Кроме того, свою роль сыграло повышение волатильности российского фондового рынка, проявившееся в ходе коррекции в мае-июне 2006 года.

В результате прогнозируемая стоимость снизилась до \$77.8 за акцию; рекомендация понижена до "Держать". После пересмотра нашей модели с учетом изменений прогноза макроэкономических показателей, указанных выше допущений в модели DCF, а также фактических результатов I квартала 2006 года и операционных показателей за первое полугодие 2006 года, мы понизили нашу прогнозируемую цену акций компании с \$87.1 до \$77.8 за одну акцию. Так как новая прогнозируемая цена подразумевает потенциал снижения котировок, мы понизили нашу рекомендацию до "Держать". Достаточно высокие коэффициенты оценки ЛУКОЙЛа (акции компании торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2006П-2007П на уровне 6.5-7.0) также свидетельствуют об ограниченном потенциале дальнейшего роста акций компании. Понизив рекомендацию по акциям ЛУКОЙЛа, мы остались без рекомендаций "Покупать" акции крупнейших российских нефтегазовых компаний, которые мы считаем в полной мере оцененными.

Капитализация и данные об акциях	
Рын. кап., \$ млн.	67,980
Чистый долг 2005, \$ млн.	3,229
EV, \$ млн.	72,228
Кол-во акций, млн.	826
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	65%
Кол-во акций на ADR	1.00
Дивиденды 2005, \$	1.22
Дивидендная доходность	1.5%

US GAAP, \$ млн.	2006П	2007П	2008П
Выручка	67,930	62,017	55,150
EBITDA	11,377	10,417	9,397
Чистая прибыль (скорректированная)*	7,072	6,398	5,632
Операционный денежный поток	6,928	7,815	7,161
Оценка стоимости			
EV/EBITDA	6.3	6.9	7.7
P/E	9.6	10.6	12.1
P/CF	9.8	8.7	9.5

*Чистая прибыль скорректирована на прибыль/убыток от курсовых разниц, прибыль/убыток от инфляции и прочие одноразовые статьи

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доход- ность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	99.24	99.49	9.02	8.81	458	363	2.15	2.13
Алроса 08	\$500	BB-/Ba3	6/5/2008	8.125	102.87	103.37	6.10	7.88	147	59	1.47	1.52
Алроса 14	\$300	BB-/Ba3	17/11/2014	8.875	114.00	114.00	6.63	7.79	203	92	5.73	6.53
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.37	100.37	6.80	7.72	160	126	0.39	0.39
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.50	101.00	7.29	7.69	272	183	1.62	1.63
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	100.00	101.00	8.48	8.58	419	299	3.38	3.39
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8.000	103.50	103.50	6.71	7.73	216	117	2.55	2.64
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	102.12	102.50	6.73	7.21	230	115	3.46	3.54
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	101.25	101.75	7.05	7.34	639	140	5.03	5.11
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.500	101.00	102.00	7.08	7.39	272	151	3.44	3.49
БинБанк 09	\$200	B-n.r./B-	18/5/2009	9.500	100.63	100.88	9.15	9.50	472	376	2.23	2.25
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.62	102.37	7.22	8.33	264	176	1.50	1.53
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	102.13	102.13	5.84	6.73	122	29	2.00	2.05
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB+	12/10/2011	7.500	105.85	106.35	6.09	7.07	166	44	4.04	4.29
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB	4/2/2010	6.315	100.50	101.50	5.98	6.25	147	39	2.96	2.99
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB+	2/7/2035	6.250	101.69	101.69	6.00	6.15	135	24	6.56	6.67
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	107.75	108.50	6.72	9.25	216	119	2.33	2.52
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	101.87	102.75	7.22	7.82	272	169	2.90	2.96
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	103.75	104.62	7.37	8.04	301	180	3.95	4.12
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	100.68	100.93	8.12	8.18	355	246	6.36	6.41
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.125	102.00	102.20	5.62	8.94	68	8	0.58	0.59
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.50	113.25	113.75	5.70	9.25	111	11	2.56	2.90
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.625	118.12	118.62	6.14	8.13	160	46	4.87	5.77
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.25	99.75	5.81	5.65	62	21	2.54	2.53
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	104.75	105.25	6.02	6.86	139	32	4.11	4.31
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	135.00	135.25	6.00	6.38	119	-15	12.11	16.36
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	102.00	103.00	5.98	7.07	136	44	1.89	1.93
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	97.75	97.75	6.84	6.65	222	111	6.42	6.28
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.05	100.05	6.70	8.87	152	105	0.02	0.02
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.38	110.37	7.04	9.90	249	152	2.43	2.67
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	100.50	101.25	8.11	8.18	356	245	6.11	6.16
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.62	101.00	8.03	8.56	347	262	1.34	1.35
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.07	100.07	7.08	9.37	192	146	0.03	0.03
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.80	100.04	7.55	7.51	766	213	1.13	1.13
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.73	99.79	7.37	6.82	220	186	0.41	0.41
МДМ Банк 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.750	102.88	103.28	8.95	9.75	468	347	3.73	3.85
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	101.50	102.25	7.33	7.85	283	182	2.73	2.78
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.81	102.25	6.94	7.84	237	145	1.84	1.88
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	97.02	97.42	6.02	4.50	140	50	1.66	1.62
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	103.87	104.37	6.58	9.36	193	110	1.26	1.31
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.62	104.00	7.28	8.07	285	173	3.28	3.41
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	101.75	102.37	7.52	7.84	315	194	4.23	4.31
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	100.47	100.55	7.98	8.95	290	253	0.47	0.48
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	100.88	101.75	7.30	8.39	282	166	4.92	4.98
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.50	101.00	7.26	9.06	209	175	0.40	0.40
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	99.60	100.10	8.31	8.26	383	287	2.26	2.26
Норникель 09	\$500	BBB-/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.50	102.00	6.48	7.00	192	93	2.59	2.64
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	100.85	100.95	6.71	8.92	151	116	0.39	0.40
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	99.74	100.19	8.02	8.00	351	256	2.14	2.14
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	101.73	101.98	7.95	8.35	356	244	3.23	3.29
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB	29/7/2008	6.875	100.75	101.25	6.10	6.81	148	58	1.71	1.73
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BBB-	29/9/2010	6.200	98.50	99.50	6.48	6.26	208	89	3.38	3.35
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	100.03	100.28	6.41	6.49	180	90	1.74	1.75
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.50	104.50	2.89	9.38	-186	-275	1.47	1.53
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	101.25	101.28	5.88	12.59	67	25	0.18	0.19
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB+	27/11/2010	6.875	101.00	101.50	6.53	6.79	208	93	3.50	3.55
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB+	16/5/2013	7.175	102.85	102.25	6.69	7.18	215	103	5.08	5.21
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	100.75	101.25	6.98	8.66	202	149	0.54	0.55
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.25	100.75	7.29	7.76	261	186	0.94	0.95
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	100.50	101.00	7.61	8.06	305	218	1.42	1.43
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	96.83	97.08	8.39	7.74	403	290	3.28	3.18
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	98.95	99.20	8.87	8.71	460	339	3.60	3.57
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	99.09	99.34	9.10	8.95	484	364	3.37	3.34
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB+	15/5/2013	6.480	101.35	101.85	6.18	6.38	161	49	5.19	5.28
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	100.38	100.88	6.02	6.19	151	43	2.98	3.00
Северсталь 09	\$325	BB-/B2/BB-	24/2/2009	8.625	103.88	103.88	6.88	8.30	231	137	2.15	2.24
Северсталь 14	\$375	BB-/B2/BB-	19/4/2014	9.250	107.00	108.00	7.92	8.60	339	229	5.24	5.63
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/5/2009	9.000	100.97	101.22	8.52	8.90	405	309	2.24	2.26

Рынок внутреннего долга

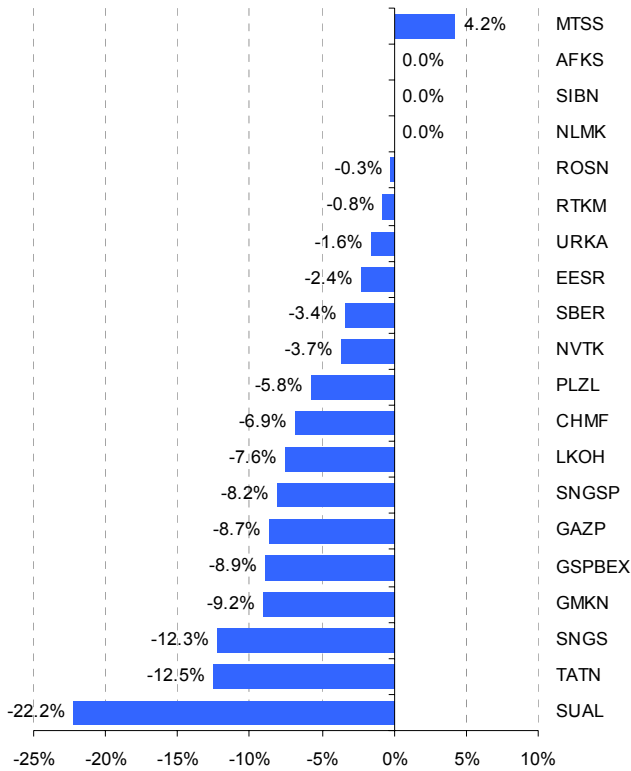
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	УТМ, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	100.10	100.35	100.10	60.06	7.79	(0)	290	0.74	0.74
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.30	-	5.96	(1)	217	0.50	0.50
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	100.40	20,080.00	5.65	16	142	0.59	0.60
ВТБ-6*	15,000	6/7/2016	18/7/2007	6.50	-	-	100.00	-	6.66	0	170	0.80	0.80
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.85	-	100.93	106,369.20	5.46	57	251	0.34	0.35
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.61	104.65	104.65	192,538.06	6.79	6	70	2.94	3.08
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.71	102.05	101.93	215,096.90	5.78	(34)	61	0.99	1.01
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.70	100.85	100.85	67,738.71	6.73	5	64	2.58	2.60
ГазпромБ 1	5,000	27/1/2011		7.10	96.75	99.79	99.90	16,484.25	7.25	3	92	3.68	3.68
ГидроОГК-1	5,000	29/6/2011		8.10	102.30	102.40	102.31	20,467.02	7.66	1	131	3.88	3.97
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.00	101.50	101.20	522.19	8.56	(6)	249	3.20	3.24
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.75	101.84	101.84	7,741.06	5.70	(5)	42	1.11	1.13
Мосэнерго2	5,000	23/2/2012		7.65	100.33	100.50	100.70	17,600.43	7.63	(7)	126	4.39	4.42
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.90	102.29	102.15	-	8.00	(5)	232	1.56	1.60
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.65	102.30	101.80	-	6.29	(1)	97	1.14	1.16
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.00	104.80	104.80	2.09	6.76	(6)	69	2.75	2.89
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.40	100.55	100.30	50,202.01	6.26	48	139	0.72	0.72
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	100.00	100.10	100.10	315,032.00	6.73	5	45	2.14	2.14
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.62	101.70	101.70	253,102.19	6.99	(7)	72	3.47	3.53
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.60	102.70	102.50	125,389.55	7.16	6	76	4.77	4.89
РосселхБ 2	7,000	16/2/2011		7.85	101.05	101.43	101.20	111,440.00	7.74	(17)	142	3.64	3.68
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.61	110.61	100.61	46,274.67	7.18	13	263	0.65	0.65
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	-	100.05	99.90	9,993.00	7.38	0	93	1.80	1.79
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.96	101.20	100.96	33,006.02	8.95	22	262	1.96	1.98
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.65	105.90	105.65	35,902.30	8.10	1	203	2.62	2.76
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	103.78	103.95	103.98	-	7.47	(5)	277	0.76	0.79
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.11	103.16	103.16	1.03	7.22	(72)	156	1.45	1.49
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	104.12	104.25	104.19	129,007.16	8.28	(6)	199	3.42	3.56
ТМК-03 обл*	5,000	15/2/2011	19/2/2008	7.95	100.20	100.35	100.40	40,121.00	7.79	1	251	1.33	1.34
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	102.20	-	103.00	51.50	0.90	(331)	-138	0.21	0.22
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.90	103.25	103.25	351.91	7.08	(16)	186	1.03	1.07
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	102.01	103.49	102.01	1.02	7.97	6	231	1.42	1.45
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.90	103.00	102.90	1.03	6.47	19	112	1.17	1.20
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	104.00	104.10	104.10	246,750.30	7.12	3	96	3.17	3.30
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	100.15	100.30	100.20	22,049.50	7.12	10	77	2.02	2.02
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	114.55	114.79	114.55	86,936.59	8.30	4	223	2.43	2.78
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.40	102.45	102.50	6,573.33	8.10	(8)	212	1.58	1.62
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	102.10	102.29	102.20	26,538.40	8.89	8	0	0.96	0.98
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10.50	-	-	102.25	-	9.11	(1)	323	1.70	1.74
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	100.01	100.14	100.14	30.04	5.77	(62)	474	0.03	0.03
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	101.52	105.00	103.78	-	1.16	(39)	-140	0.26	0.27
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	102.90	-	103.00	20,602.06	5.64	121	110	0.66	0.68
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	101.51	107.65	104.20	-	5.33	(4)	31	0.87	0.91
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	100.07	106.00	105.00	-	5.49	(3)	28	1.05	1.10
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	103.01	106.70	106.50	-	6.08	(2)	17	1.55	1.65
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	103.51	110.10	108.57	-	5.98	(1)	-33	1.99	2.16
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	105.51	109.00	108.60	-	6.59	(1)	42	3.22	3.49
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	111.45	113.70	113.10	11,318.38	6.56	3	26	3.46	3.92
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	109.81	109.99	109.90	214,681.54	6.83	1	31	5.63	6.19
МГор 44	10,000	24/6/2015		10.00	109.75	109.95	109.98	87,347.13	6.81	(2)	23	6.07	6.68
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	-	104.80	104.70	-	5.85	(4)	82	0.89	0.93
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	110.21	110.33	110.21	66,156.10	6.87	3	78	2.25	2.48
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.70	107.79	107.75	99,699.58	6.89	(1)	92	2.27	2.44
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	107.57	107.90	107.90	212,428.48	7.08	1	76	3.65	3.94

*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

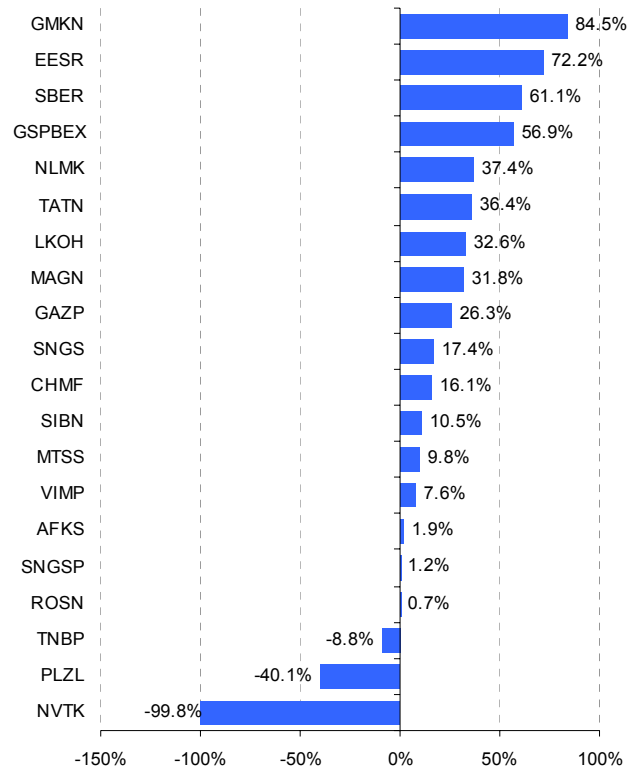
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

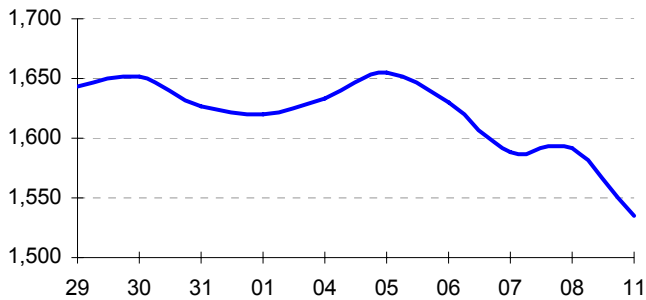
20 лидеров рынка – динамика за неделю



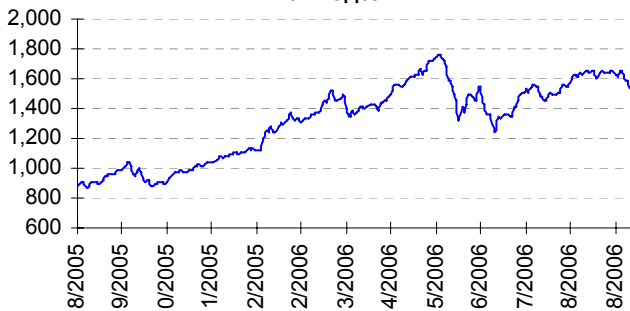
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



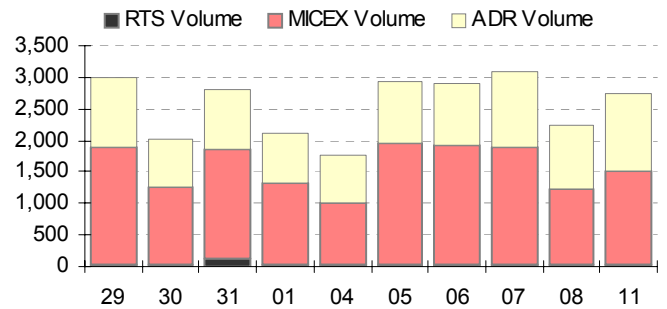
PTC за две недели



PTC 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

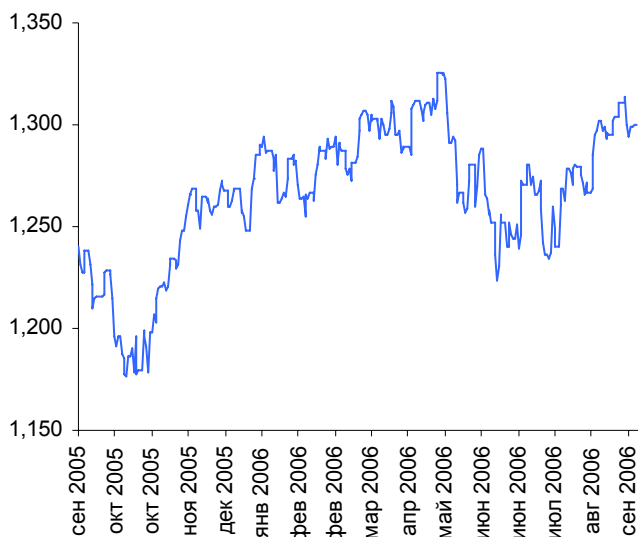


10 наиболее ликвидных акций PTC

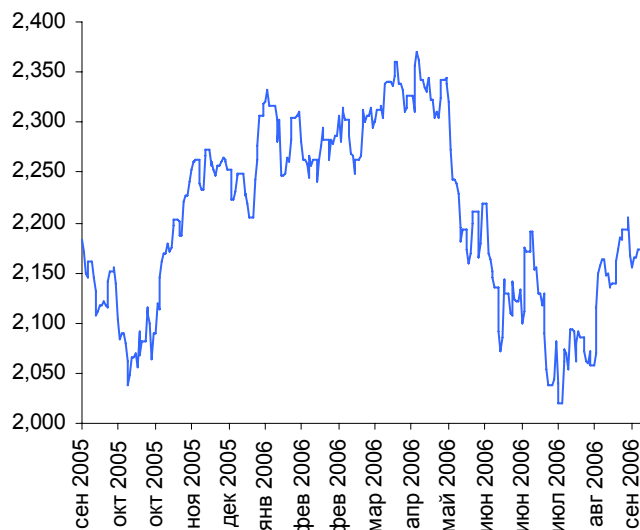
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-8.9	215.8
РАО ЕЭС России	-2.4	29.1
ГМК Норильский никель	-9.2	12.5
Сбербанк РФ	-3.4	7.9
ЛУКОЙЛ	-7.6	7.8
Полюс Золото	-5.8	3.1
Сургутнефтегаз, прив.	-8.2	2.7
Сургутнефтегаз	-12.3	2.6
Северсталь	-6.9	2.1
Татнефть	-12.5	1.9

МИРОВЫЕ РЫНКИ

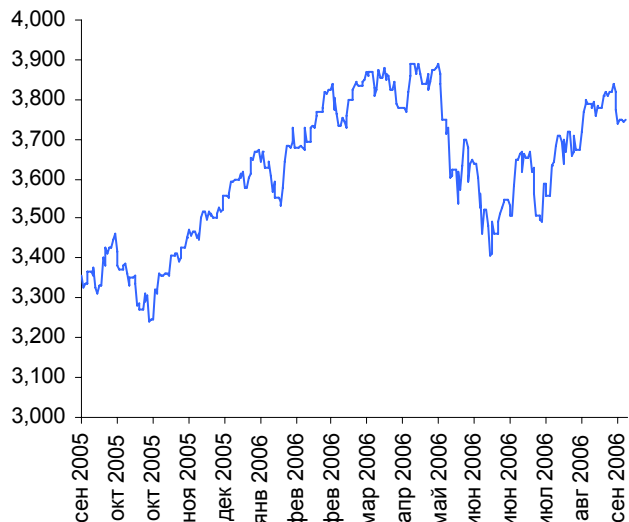
S&P 500



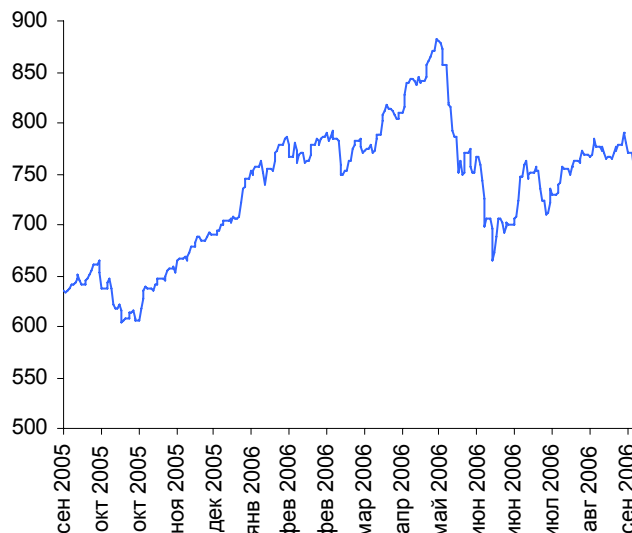
Nasdaq



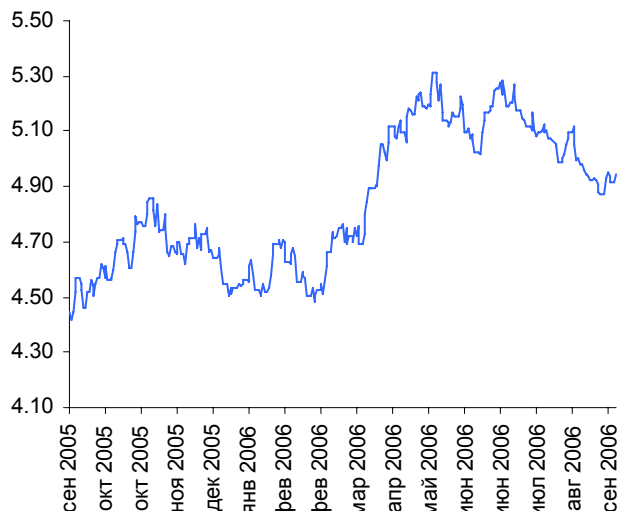
DJ Euro STOXX 50



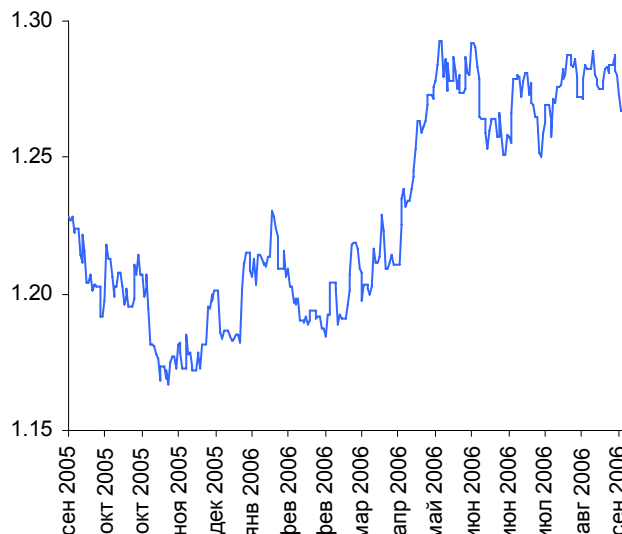
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
+7 (495) 777-8877
+7 (495) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru
RTS, MICEX, NAUFOR member

Трейдинг
Контакты:
Алексей Примак
primak@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставяемых компанией Aton LLC по акциям
Рекомендация Критерий

"Покупать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать" Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом Aton LLC или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. Компания Aton LLC рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные компанией Aton LLC, основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений Aton LLC (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. Компания Aton LLC прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

Компания Aton LLC и ее дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton LLC.

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton International Ltd.

Офис в Никосии
Office 201, Egli Building, 2nd Floor,
2 Vasileos Pavlou Street,
CY-1096 Nicosia, Cyprus
+357 (22) 661 114
+357 (22) 661 138, факс
atonint@atonint.com
www.atonint.com
LSE/FSE member

Офис в Лондоне
60 Lombard Street, London,
EC3V 9EA, UK
+44 (20) 7464 8891
+44 (20) 7464 8899, факс

Офис во Франкфурте
Zweigniederlassung Frankfurt am Main
Steinweg 3
60313 Frankfurt, Germany
+49 (0) 69 24757 59-0
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

Контакты:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASDAQ/SIPC member
+1 (212) 697-6099
+1 (212) 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonsecurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonsecurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор +7 (495) 777-8832
Бен Кэри, заместитель Директора
департамента +44 20 7464 8847

Нефть / газ

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
+7 (495) 777-8832

Телекоммуникации
Надежда Голубева, CFA
golubeva@aton.ru
+7 (495) 777-8834

Русскоязычная аналитика
Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3124

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
+7 (495) 777-8837

Энергетика
Сергей Аринин
arinin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3117

Металлургия
Крис Пирсон
pearson@atonint.com
+44 20 7464 8848

Артем Кончин
konchin@aton.ru
+7 (495) 777-8838

Дмитрий Скрыбин
skryabin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3114

Владимир Катунин
katunin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3118

Долговой рынок
Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
+7 (495) 777-8836

Потребительский сектор
Одиль Ланж-Брусси
odile@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3123

Дмитрий Коломыцын, MSC
kolomytsyn@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3112

Дмитрий Зеленкин
zelenkin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3128

Медиа / Промышленность
Татьяна Капустина
kapoustina@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3119

Финансы / Недвижимость
Рустам Боташев, CFA
botachev@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3129