

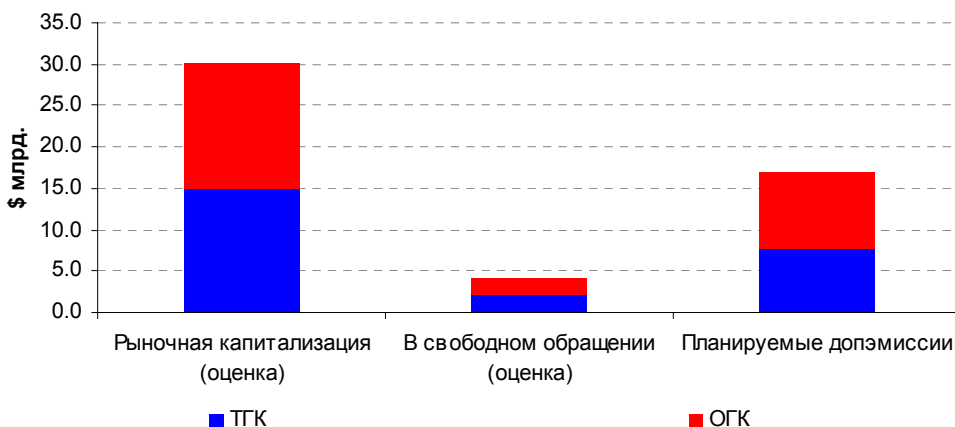
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Транснефть". Возобновление аналитического освещения компании. Рекомендация – "Держать"	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

КОММЕНТАРИЙ

Избыточное предложение акций – основной риск для генерирующих компаний

Объем планируемых допэмиссий генерирующих компаний вчетверо превышает объем акций в свободном обращении



Источник: РАО "ЕЭС России", оценки "Атона"

Приватизация генерирующих компаний продвигается. На этой неделе РАО "ЕЭС России" объявило о планах расширить список генерирующих компаний, акции которых могут быть предложены инвесторам путем допэмиссий. Изначально планировалась, что дополнительные акции на рынок выпустят пять "пилотных" генерирующих компаний – ОГК-3, ОГК-4, ОГК-5, ТГК-3 и ТГК-9, но теперь к ним могут добавиться еще 11 компаний сектора (три ОГК и восемь ТГК). Таким образом, общая сумма средств, которые РАО планирует привлечь в генерирующий сектор за счет допэмиссий в ближайшие два года, может превысить \$16.6 млрд., из которых \$8 млрд. придется на долю оптовых, а еще \$8.6 млрд. – на долю территориальных генерирующих компаний.

Избыточное предложение акций – один из основных рисков для сектора. Если все инициативы РАО будут претворены в жизнь, на рынке может появиться избыточное предложение бумаг генерирующих компаний. Исходя из объявленных цифр, объем планируемых допэмиссий, по нашим расчетам, составляет более 50% от суммарной капитализации генерирующих компаний и вчетверо превышает общий объем акций в свободном обращении (см. график). На наш взгляд, выброс такого количества акций на рынок в сжатые сроки окажет негативное влияние на котировки в среднесрочной перспективе. При этом мы не исключаем, что в краткосрочной перспективе новости о приходе частных инвесторов в сектор могут вызвать энтузиазм на рынке, учитывая также, что правительство будет наверняка делать воодушевляющие заявления в преддверии размещения акций.

Эффективность использования привлеченных средств – под вопросом. Полученные за счет допэмиссий средства должны пойти на развитие сектора, в том числе – на строительство новых мощностей, однако на практике никто не дает гарантии, что генерирующие компании смогут обеспечить возврат на вложенный капитал, превышающий WACC. При этом неэффективное использование средств от размещения приведет к существенному снижению стоимости акционерного капитала генерирующих компаний.

Приход стратегических инвесторов – одновременно потенциальная выгода и угроза. РАО "ЕЭС России" могло бы избежать риска избыточного предложения за счет размещения части или всех акций в пользу стратегических инвесторов. Однако, учитывая неопределенность в отношении будущих доходов генерирующих компаний (90% выручки которых по-прежнему регулируются по принципу "затраты плюс"), данные активы вряд ли окажутся привлекательными для стратегических инвесторов из-за высокой оценки (до \$300/кВт). Поэтому стратегические инвесторы могут приобретать акции генерирующих компаний, надеясь впоследствии вернуть затраченные средства путем поставки своего топлива на электростанции по завышенной цене (нефтегазовые компании) либо продажи электроэнергии своим предприятиям по сниженным тарифам (прочие промышленные группы). В обоих

случаях подобное развитие событий будет крайне невыгодным для миноритарных акционеров генерирующих компаний.

Исходя из нашей оценки на основе DCF, рекомендации "Покупать" заслуживают только акции ОГК-2, которая на сегодняшний день является одной из самых эффективных генерирующих компаний в России. Мы рекомендуем "Продавать" бумаги ОГК-3, ТГК-3, ТГК-5 и ТГК-6, поскольку их котировки уже превысили уровень прогнозируемой стоимости, и "Держать" акции ОГК-4 и ОГК-5.

Более подробный анализ российских генерирующих компаний представлен в нашем отчете от 18 сентября 2006 года.

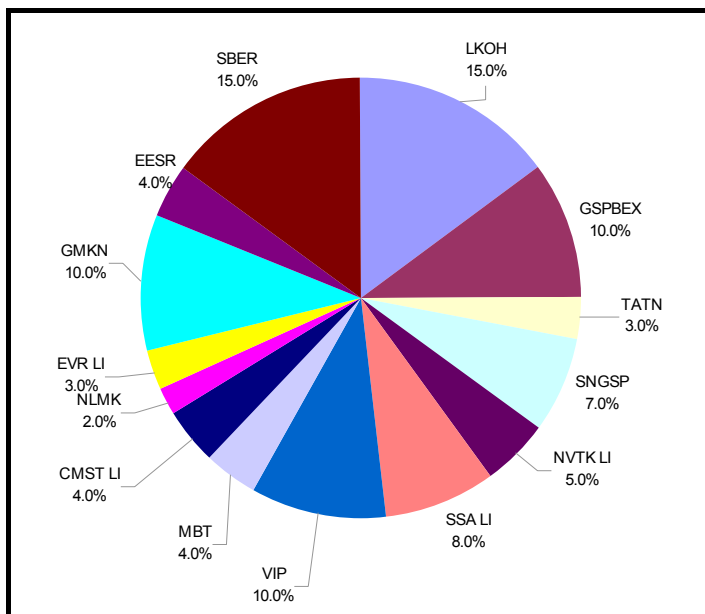
Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru

Дмитрий Скрыбин
skryabin@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
18.09	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "Вымпелкома" к Государственной комиссии по радиочастотам относительно использования радиочастот на Дальнем Востоке	Будут опубликованы данные об объеме чистых покупок американских ценных бумаг нерезидентами за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$70.0 млрд. (предыдущее значение: \$75.1 млрд.)	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства стран евро-зоны за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: -0.1%)
	Внеочередное собрание акционеров Челябинского цинкового завода	Будет опубликовано значение счета текущих операций за II квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$213.0 млрд. (предыдущее значение: -\$208.7 млрд.)	
19.09	Московский арбитражный суд рассмотрит апелляцию ЮКОСа на решение о банкротстве	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства за август 2006 год. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.1%)	Будет опубликовано значение индекса уверенности в экономике стран евро-зоны (ZEW) за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -4.0 пункта (предыдущее значение: 1.3 пункта)
	Московский арбитражный суд проведет слушания о недействительности решения ФАС в отношении СИБУРа и "СИБУР-Газсервиса"		
	В Иркутске начнет работу IV Байкальский экономический форум	Будут опубликованы значения показателей "ново строительство" и "разрешения на строительство" август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1750 тыс. и 1750 тыс. (предыдущие значения: 1795 тыс. и 1747 тыс.)	
20.09	Московский арбитражный суд рассмотрит иск "Ростелекома" о незаконности налоговых претензий на 3.47 млрд. руб.	Комитет ФРС по открытому рынку примет решение о процентной ставке. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.25% (предыдущее значение: 5.25%)	
	Акционеры "РуссНефти" на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о смене местонахождения компании		
21.09	Московский арбитражный суд продолжит рассмотрение иска Росимущества о возврате государству 20% акций ОАО "Апатит"	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 17 сентября 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 310 тыс. (предыдущее значение: 308 тыс.)	Будет опубликовано значение счета текущих операций стран евро-зоны за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€1.8 млрд. (предыдущее значение: €4.0 млрд.)
	Состоится аукцион на право разработки двух россыпных месторождений золота в Читинской области	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.2% (предыдущее значение: -0.1%)	
22.09	Дума рассмотрит проект бюджета на 2007 год в первом чтении	Будут опубликованы данные о динамике объема новых заказов на продукцию промышленных предприятий за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.2% (предыдущее значение: -2.5%)	
	НГДУ "Пензанефть" проведет совместное собрание акционеров с ОАО "Петролюкс"		
	Внеочередное собрание акционеров "Печоранефти"		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего портфеля снизилась на 1.69% на фоне падения индекса РТС на 2.54%.

Наилучшие результаты в условиях масштабной рыночной коррекции продемонстрировали акции "Вымпелкома", котировки которых выросли на 4.5%, подтверждая обоснованность нашего мнения о привлекательности сотовых операторов.

Кроме того, рост "против рынка" продемонстрировали акции РАО "ЕЭС России", хотя в данном случае рост был вызван не столько фундаментальными факторами, сколько спекуляциями вокруг предстоящей приватизации генерирующих активов.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

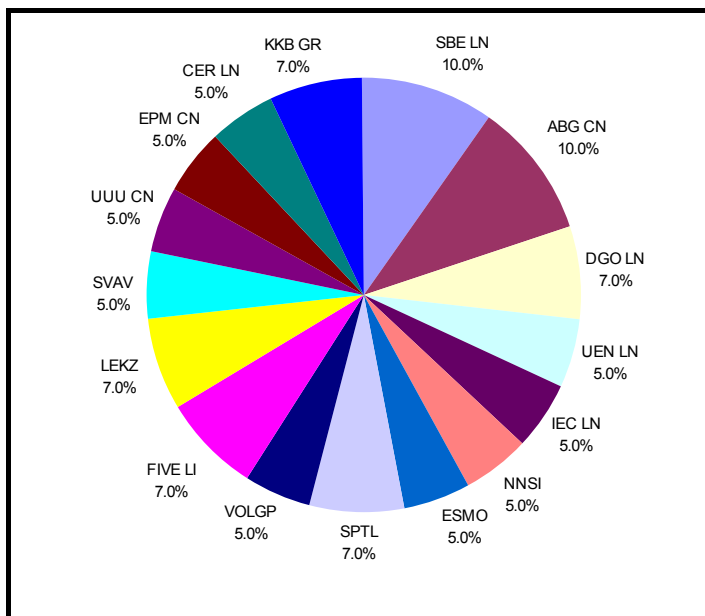
Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	-1.69%	-2.54%	0.85%	1.27%	-2.79%	4.07%	53.17%	37.76%	15.41%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 15/09, \$	Цена 8/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ		56.69%	40.0%	40.0%				
ЛУКОЙЛ	LKOH	14.15%	15.0%	15.0%	77.75	82.30	-5.5%	30.7%
Газпром	GSPBEX	14.89%	10.0%	10.0%	10.89	11.12	-2.0%	61.1%
Татнефть	TATN	2.25%	3.0%	3.0%	4.75	4.70	1.1%	45.3%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	3.70%	7.0%	7.0%	0.90	0.91	-1.0%	1.3%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.72%	5.0%	5.0%	46.00	49.00	-6.1%	110.0%
Телекоммуникации		8.61%	26.0%	26.0%				
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	8.0%	8.0%	28.05	28.25	-0.7%	16.4%
Вымпелком	VIP	0.00%	10.0%	10.0%	62.62	59.90	4.5%	39.5%
МТС	MBT	4.93%	4.0%	4.0%	39.65	40.72	-2.6%	12.5%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	4.0%	6.70	6.75	-0.7%	-6.8%
Металлургия		11.25%	15.0%	15.0%				
НЛМК	NLMK	1.26%	2.0%	2.0%	1.84	1.97	-6.4%	28.7%
"Евраз-групп"	EVR LI	0.00%	3.0%	3.0%	22.00	22.25	-1.1%	21.5%
ГМК Норильский никель	GMKN	6.19%	10.0%	10.0%	121.00	124.67	-2.9%	84.5%
Прочие		23.48%	19.0%	19.0%				
РАО ЕЭС России	EESR	3.68%	4.0%	4.0%	0.78	0.75	3.9%	83.5%
Сбербанк РФ	SBER	12.24%	15.0%	15.0%	2,160	2,200	-1.8%	64.9%
Всего			100%			-1.7%	53.2%	

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Нефть и газ														
Газпром	10.5	4.0	3.6	3.7	9.0	8.5	9.3	12.5	11.9	13.6	12.1	11.2	10.4	IFRS
ЛУКОЙЛ	77.8	1.0	1.1	1.3	6.2	6.8	7.5	9.4	10.4	11.8	9.6	8.5	9.3	US GAAP
Роснефть	7.58	2.8	2.9	3.1	11.3	11.6	12.1	20.9	19.6	21.5	13.9	13.4	13.8	US GAAP
Сургутнефтегаз (без учета казн. акций)	N.A.	1.7	1.8	1.9	4.1	4.6	4.6	8.9	8.4	7.9	4.9	5.3	5.3	—
Сургутнефтегаз	1.54	2.4	2.5	2.6	5.8	6.4	6.4	15.4	14.6	13.7	8.5	9.1	9.3	RAS
Газпромнефть (Сибнефть)	4.17	1.1	1.2	1.4	4.9	5.8	7.1	6.3	8.5	12.7	5.3	5.5	6.5	US GAAP
Татнефть	5.53	0.7	0.8	0.9	4.0	5.3	5.8	6.8	9.5	10.8	5.5	6.4	7.2	US GAAP
ТНК-ВР	2.81	1.5	1.2	1.3	5.9	5.7	6.1	9.0	8.7	9.7	9.6	8.4	7.5	US GAAP
НОВАТЭК	46.0	7.7	6.6	5.7	13.4	12.9	11.6	20.4	19.8	17.7	18.6	17.4	15.6	IFRS
Burgen Energy	17.1	5.3	5.6	6.4	6.1	6.6	7.8	8.7	9.8	12.4	7.5	6.8	8.2	UK GAAP
Dragon Oil	4.79	3.7	3.0	3.2	4.3	3.5	3.7	8.0	6.6	7.4	8.1	6.5	5.1	IFRS
Телекоммуникации														
МТС	51.0	3.1	2.8	2.6	6.2	5.6	5.3	12.6	10.9	10.2	6.6	5.9	5.5	US GAAP
АФК Система	38.5	2.8	2.3	2.1	6.8	5.9	5.3	7.6	6.6	5.9	6.2	5.4	4.9	US GAAP
Вымпелком	79.0	3.4	2.9	2.6	6.8	5.7	5.3	14.9	10.9	10.1	8.0	6.0	5.4	US GAAP
Ростелеком	2.50	1.7	1.6	1.5	10.3	8.0	8.3	43.0	22.9	22.0	15.7	10.2	9.7	IFRS
Golden Telecom	42.0	1.3	1.1	0.9	4.0	3.4	2.8	9.6	10.1	7.9	5.2	4.2	3.5	US GAAP
РБК	12.9	5.8	4.5	3.5	20.0	14.3	10.6	45.4	30.4	19.8	36.6	24.3	17.1	IFRS
ЮТК	0.14	1.9	1.6	1.4	6.7	5.5	4.4	N.M.	N.M.	9.2	5.7	4.1	2.7	IFRS
Уралсвязьинформ	0.06	2.1	1.8	1.7	5.7	5.4	4.9	12.8	11.4	8.7	5.4	4.8	4.0	IFRS
ВолгаТелеком	5.10	1.8	1.6	1.5	4.7	4.5	4.3	11.1	10.0	8.0	5.1	4.9	4.1	IFRS
Сибирьтелеком	0.11	1.7	1.5	1.4	5.8	4.9	4.4	15.0	10.5	7.9	6.3	5.3	4.3	IFRS
С-3. Телеком	1.40	2.2	1.8	1.6	6.4	5.3	4.6	19.0	13.2	9.6	7.3	5.4	4.4	IFRS
Центртелеком	0.51	1.8	1.7	1.5	6.5	5.9	5.0	N.M.	48.3	15.5	5.7	5.2	4.0	IFRS
Дальсвязь	4.82	1.3	1.1	1.0	4.6	3.8	3.0	11.6	8.6	5.2	7.4	5.9	4.0	IFRS
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	IFRS
ОГК5	0.080	2.7	2.3	2.0	19.4	14.9	12.8	47.2	29.9	23.9	54.0	47.7	16.5	RAS
ОГК3	0.066	3.1	2.5	2.1	24.9	18.3	15.4	56.4	34.5	27.1	51.6	38.5	20.9	RAS
Металлургия														
ГМК Норильский никель	176	2.2	2.1	2.1	3.4	3.3	3.3	4.9	4.8	4.8	4.7	4.3	4.3	IFRS
Северсталь	12.8	1.3	1.3	1.4	4.6	4.3	4.8	9.3	7.9	9.8	5.6	4.7	5.4	IFRS
НЛМК	2.08	1.8	1.8	1.9	4.0	3.9	4.3	7.6	7.5	8.4	4.9	5.9	6.4	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	2,950	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	14.7	11.7	9.7	3.7	2.9	2.4	IFRS
Пятерочка	25.2	1.5	1.0	0.8	18.3	11.7	8.8	44.4	25.9	17.7	21.7	13.0	9.6	IFRS
Седьмой континент	23.3	1.7	1.3	1.1	14.5	11.2	9.4	24.9	19.6	16.7	16.5	12.8	10.7	IFRS
Efes Breweries	29.9	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	42.0	3.5	2.7	2.5	12.0	9.3	8.8	19.0	14.0	12.6	8.4	9.8	10.0	IFRS
Лебедянский	74.2	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	43.0	1.3	1.1	0.9	10.7	8.1	6.7	24.3	17.2	13.0	15.3	11.5	9.1	US GAAP
Северсталь-Авто	28.6	0.9	0.8	0.6	6.1	5.2	3.8	12.2	9.7	6.5	5.0	4.1	2.9	IFRS
АвтоВАЗ	26.3	0.4	0.4	0.4	6.2	5.9	4.5	26.9	23.7	11.4	6.0	5.7	4.3	IAS
Oriflame, €	22.9	2.0	1.8	1.7	12.2	11.1	10.3	17.0	15.7	14.3	14.9	13.6	12.3	IFRS
Калина	36.4	1.3	1.2	1.2	7.9	7.4	7.1	15.0	13.7	13.0	16.8	12.0	11.0	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" на минувшей неделе практически повторил динамику рынка, снизившись на 2.00% на фоне падения индекса РТС на 2.54%.

Заметный рост котировок акций "Пятерочки", "ЦентрТелекома" и "Северсталь-Авто" на 5.9%, 6.7% и 7.3% соответственно оказался нивелирован падением акций European Minerals на 22.5%. Кроме того, негативный вклад в динамику портфеля внесли акции Arawak Energy, Urals Energy и Celtic Resources, котировки которых снизились на 5.0%, 6.5% и 9.6% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

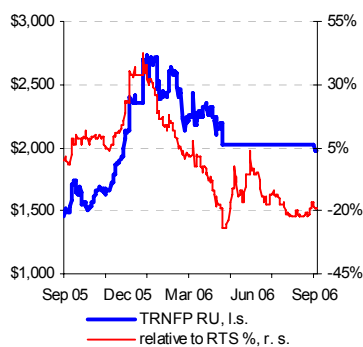
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 15/09, \$	Цена 8/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	10.0%	10.0%	7.99	8.30	-3.7%	26.9%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.14	2.26	-5.0%	54.9%
Dragon Oil	7.0%	7.0%	3.10	3.07	1.0%	-9.3%
Urals Energy	5.0%	5.0%	7.85	8.40	-6.5%	74.7%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	13.07	13.26	-1.5%	67.7%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	4.05	4.00	1.3%	3.6%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.56	0.53	6.7%	12.0%
С-3 Телеком	7.0%	7.0%	1.12	1.12	0.0%	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	21.6%	73.1%
Волжская ГЭС, прив.	5.0%	5.0%	0.22	0.22	0.0%	5.2%
Пятерочка	7.0%	7.0%	19.60	18.50	5.9%	36.1%
Лебедянский	7.0%	7.0%	70.50	70.50	0.0%	11.9%
Северсталь-Авто	5.0%	5.0%	20.50	19.10	7.3%	18.2%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.49	2.59	-3.6%	33.6%
European Minerals	5.0%	5.0%	0.58	0.75	-22.5%	-31.1%
Celtic Resources	5.0%	5.0%	3.94	4.36	-9.6%	23.4%
Kazkommertsbank	7.0%	7.0%	227.86	234.46	-2.8%	54.1%
Всего	100%				-2.0%	178.9%

КОМПАНИИ

"ТРАНСНЕФТЬ"

Тикер	TRNFP
Рекомендация	Держать
Цена, \$	2,000
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	1,951
Потенциал роста /снижения	-2%

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	Обыкн.	Прив.
Рын. кап., \$ млн.	9,328	3,110
Чистый долг 2005, \$ млн.	-412	
EV, \$ млн.	12,451	
Кол-во акций, млн.	4.7	1.6
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	0%	100%
Кол-во акций на ADR	N.A.	N.A.
Дивиденды 2005, \$	6.83	10.98
Дивидендная доходность	N.A.	0.5%

МСФО, \$ млн.	2006П	2007П	2008П
Выручка	6,957	7,623	8,001
ЕБИТДА	3,618	3,857	3,948
Чистая прибыль (скорректированная)*	2,043	2,158	2,183
Операционный денежный поток	2,529	2,701	2,764
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	3.4	3.2	3.2
P/E	6.1	5.8	5.7
P/CF	4.9	4.6	4.5

Возобновление аналитического освещения компании. Рекомендация – "Держать"

Мы возобновляем аналитическое освещение "Транснефти" с рекомендации "Держать" привилегированные акции компании. Мы внесли изменения в нашу модель с учетом фактических результатов компании за 2005 и I квартал 2006 года, а также учли в ней наш новый прогноз макроэкономических показателей России. Наша новая прогнозируемая цена на конец 2007 года на основе DCF составляет \$1951, что не оставляет потенциала роста котировок по сравнению с текущим уровнем. Хотя "Транснефть" сохраняет высокие темпы роста выручки и прибыли, большой размер существующих и планируемых капиталовложений способствовал понижению нашей оценки стоимости компании. Мы придерживаемся нейтрального мнения об акциях компании, так как невысокий уровень оценки стоимости более чем оправдан в связи с проблемами корпоративного управления и последствиями ареста акций для настроений инвесторов, а также ростом капиталовложений.

В минувшую пятницу российские биржи возобновили торги акциями "Транснефти". Торги по привилегированным акциям "Транснефти" возобновились в минувшую пятницу, через четыре месяца после их приостановки по требованию Генпрокуратуры. Торги акциями "Транснефти" в РТС в минувшую пятницу открылись на уровне \$2000, но к моменту завершения сессии котировки опустились до \$1980, что на 10% ниже уровня закрытия последних торгов в мае (\$2200). На ММВБ котировки привилегированных акций компании также снизились с 57000 руб. (\$2130) на момент открытия торгов до 53133 руб. (\$1986).

Наше положительное мнение о фундаментальных показателях "Транснефти" остается без изменений. Мы всегда высоко оценивали качество и эффективность бизнес-модели "Транснефти", и в последние отчетные периоды компания по-прежнему добивалась высоких темпов роста выручки и чистой прибыли. Опубликованные летом этого года результаты I квартала 2006 года также содержали ряд приятных сюрпризов, так как показатели ЕБИТДА и чистой прибыли выросли на 20-30% при увеличении выручки всего лишь на 8%, так как компании удавалось удерживать затраты под контролем, прежде всего – расходы на персонал и материалы. Поэтому мы прогнозируем, что "Транснефть" добьется значительных темпов роста выручки и ЕБИТДА в 2006-2008 годах.

Результаты "Транснефти" продолжали расти в I квартале 2006 года

\$ млн.	I кв. 05	I кв. 06	Изм.
Выручка	1,675	1,808	8%
ЕБИТДА	859	1,112	29%
ЕБИТ	695	909	31%
Чистая прибыль	488	593	21%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы также обновили нашу модель с учетом фактических показателей 2005 года и I квартала 2006 года и с учетом изменения наших прогнозов макроэкономических показателей. Мы повысили наши прогнозы показателя ЕБИТДА и чистой прибыли на 2006-2008 годы на 5%, но несколько понизили прогнозируемую стоимость на основе DCF (с \$2260 до \$1951) в связи с увеличением фактического объема капиталовложений в 2005 году и прогнозируемой суммы капиталовложений на 2006 год. "Транснефть" затратила \$1.98 млн. на капиталовложения в 2004 году и \$2.36 млрд. в 2005 году. Компания прогнозирует, что в 2006 году сумма капиталовложений составит \$2.33 млрд. Хотя капиталовложения включают ряд мер, направленных на расширение пропускной способности трубопроводов компании (БТС и пр.), большая часть капиталовложений идет на поддержание существующей системы трубопроводов в рабочем состоянии, расходы на которое мы раньше оценивали на уровне около \$1.5 млрд.

Следует отметить, что наша модель не включает капиталовложения на строительство недавно утвержденного Восточного трубопровода и выручку от его эксплуатации, так как экономическая сторона данного проекта остается весьма неопределенной.

Низкие коэффициенты оценки компании, заложенные в текущие котировки, более чем оправданы в связи с проблемами корпоративного управления и возможными негативными последствиями ареста акций компании. Политика "Транснефти", направленная на вывод чистой прибыли из холдинга в дочерние компании, приводит к тому, что чистая прибыль по РСБУ значительно отстает от чистой прибыли по МСФО, в связи с чем дивиденды по привилегированным акциям существенно занижаются. Чистая прибыль "Транснефти" за 2005 год по РСБУ составила лишь \$163 млн., тогда как этот же показатель по МСФО достиг \$1.82 млрд. В результате компания выплатила дивиденды в размере лишь \$11 на одну

привилегированную акцию, что соответствует доходности в размере 0.5% по цене закрытия в минувшую пятницу.

В период ареста акций "Транснефть" опубликовала результаты по РСБУ за первое полугодие 2006 года, отразив снижение чистой прибыли по сравнению с соответствующим периодом прошлого года еще на 24.9% до 2.5 млрд. руб. (\$92 млн.), и это в очередной раз подтверждает, что компания не планирует делиться прибылью с миноритариями. Так как стоимость любой регулируемой государством естественной монополии, по нашему мнению, заключена в потенциале выплаты дивидендов, упорные и успешные усилия "Транснефти", направленные на уклонение от выплаты справедливых дивидендов по привилегированным акциям, более чем оправдывают наши низкие коэффициенты оценки стоимости компании.

Мы также считаем, что планомерные действия Генеральной прокуратуры, направленные на прекращение торгов по акциям "Транснефти", и неоднократные апелляции на судебные решения об отмене ареста акций позволяют предположить, что акции "Транснефти" не в последний раз стали предметом судебного разбирательства. Кроме того, многие инвесторы, пережившие четырехмесячный запрет на операции с акциями компании, могут свести к минимуму долю акций "Транснефти" в своих портфелях, так как они утратили статус "безопасной гавани", в связи с чем на рынке в ближайшие месяцы может сложиться избыточное предложение акций компании.

Мы возобновляем аналитическое освещение "Транснефти" с рекомендации "Держать" привилегированные акции компании. Новая прогнозируемая цена на конец 2007 года составляет \$1951 за акцию. Хотя компания сохраняет высокие темпы роста выручки и прибыли, значительные текущие и прогнозируемые капиталовложения снижают нашу оценку стоимости компании на основе DCF. Поэтому мы придерживаемся нейтрального мнения об акциях компании, так как невысокие, на первый взгляд, коэффициенты оценки (EV/EBITDA 2006-2008П на уровне 3 и P/E 2006-2008 на уровне 6) более чем оправданы, учитывая качество корпоративного управления, возможные негативные последствия ареста акций и рост капиталовложений.

Необходимо также отметить, что низкие коэффициенты оценки "Транснефти" на основе прибыли и денежных потоков являются в значительной степени обманчивыми, так как обыкновенные акции компании не торгуются на рынке, а использование привилегированных акций для оценки рыночной стоимости компании (стандартный подход, к которому прибегают аналитики), как правило, приводит к искусственному занижению коэффициентов. Мы считаем, что если бы обыкновенные акции торговались на рынке, они были бы гораздо дороже привилегированных, так как они дают акционерам право голоса, в результате чего коэффициенты оценки существенно повысились бы.

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru

Артем Кончин
konchin@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	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	99.19	99.44	9.05	8.81	463	365	2.13	2.12
Алроса 08	\$500	BB-/Ba3	6/5/2008	8.125	103.20	103.20	6.04	7.87	140	52	1.46	1.51
Алроса 14	\$300	BB-/Ba3	17/11/2014	8.875	113.12	113.50	6.73	7.83	217	102	5.71	6.46
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.70	100.70	5.93	7.70	68	35	0.38	0.39
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.50	100.50	7.44	7.71	288	198	1.61	1.61
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	100.00	101.00	8.48	8.58	421	298	3.37	3.38
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8.000	103.50	103.50	6.71	7.73	219	116	2.54	2.63
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	101.25	102.25	6.88	7.25	248	130	3.45	3.51
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	100.65	101.65	7.11	7.34	647	146	5.02	5.08
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.500	100.15	101.15	7.31	7.45	299	176	3.42	3.45
БинБанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.500	100.63	100.88	9.15	9.50	475	376	2.22	2.24
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.75	102.13	7.24	8.34	267	178	1.49	1.52
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	102.75	102.75	5.55	6.69	93	-2	2.00	2.05
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB+	12/10/2011	7.500	106.13	106.50	6.04	7.05	163	39	4.04	4.29
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB	4/2/2010	6.315	101.00	101.50	5.90	6.24	141	30	2.95	2.99
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB+	2/7/2035	6.250	100.25	100.25	6.21	6.23	161	45	6.52	6.54
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	107.25	107.25	7.05	9.32	253	153	2.32	2.48
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	101.50	102.50	7.32	7.84	285	179	2.88	2.94
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	103.37	104.37	7.45	8.06	311	187	3.94	4.09
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	100.74	100.76	8.13	8.19	360	246	6.35	6.40
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.125	101.75	102.25	5.73	8.95	78	19	0.57	0.58
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.50	113.25	113.75	5.68	9.25	112	9	2.55	2.89
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.625	118.25	119.00	6.09	8.11	158	41	4.86	5.77
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.25	99.25	5.91	5.67	74	30	2.53	2.51
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	104.62	105.50	6.02	6.85	142	27	4.10	4.30
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	124.50	125.75	6.63	6.89	191	46	11.57	14.47
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	102.15	102.65	6.02	7.08	142	48	1.88	1.92
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	97.38	97.81	6.86	6.66	228	113	6.41	6.26
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.05	100.05	5.12	8.87	-14	-61	0.01	0.01
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.00	109.75	7.21	9.94	270	170	2.42	2.65
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	100.00	100.50	8.21	8.23	370	255	6.09	6.10
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.00	100.75	8.34	8.59	379	295	1.33	1.34
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.02	100.03	8.07	9.37	293	247	0.02	0.02
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.91	100.09	7.48	7.50	759	205	1.12	1.12
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.72	99.78	7.39	6.82	221	188	0.40	0.40
МДМ Банк 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.750	102.99	103.39	8.92	9.75	468	343	3.72	3.84
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	101.63	102.12	7.33	7.85	286	181	2.72	2.77
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.37	102.37	7.02	7.85	246	153	1.83	1.86
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	97.07	97.47	6.00	4.50	137	47	1.65	1.61
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	104.00	104.50	6.46	9.35	179	97	1.25	1.30
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.12	104.00	7.35	8.09	295	180	3.27	3.38
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	101.25	102.25	7.59	7.86	325	201	4.21	4.29
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	100.61	100.69	7.67	8.94	253	220	0.47	0.47
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	100.88	101.75	7.29	8.39	285	165	4.91	4.97
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.59	100.69	7.48	9.07	230	197	0.39	0.39
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	99.64	100.14	8.29	8.26	384	285	2.25	2.25
Норникель 09	\$500	BBB-/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.87	101.87	6.44	6.99	191	88	2.58	2.63
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	100.84	100.94	6.68	8.92	147	113	0.38	0.39
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	99.85	100.31	7.96	7.99	348	250	2.13	2.13
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	101.16	101.41	8.12	8.39	376	261	3.21	3.25
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB	29/7/2008	6.875	100.88	101.13	6.10	6.81	147	57	1.70	1.72
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BBB-	29/9/2010	6.200	98.81	99.06	6.50	6.27	213	91	3.37	3.34
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	100.08	100.33	6.38	6.49	178	87	1.73	1.74
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.59	103.84	7.24	9.40	-170	182	1.39	1.44
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	101.13	101.16	6.15	12.61	95	52	0.17	0.17
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB+	27/11/2010	6.875	101.15	101.65	6.49	6.78	207	89	3.49	3.54
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB+	16/5/2013	7.175	102.85	102.13	6.70	7.18	220	104	5.07	5.20
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	100.62	101.00	7.28	8.66	232	181	0.53	0.54
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.00	101.00	7.29	7.76	261	185	0.93	0.94
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	101.00	101.00	7.44	8.04	286	199	1.41	1.43
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	96.78	97.03	8.41	7.74	407	292	3.27	3.16
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	98.92	99.17	8.88	8.71	464	339	3.59	3.55
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	98.70	98.95	9.21	8.98	499	376	3.35	3.31
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB+	15/5/2013	6.480	101.00	102.00	6.20	6.38	167	51	5.18	5.26
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	100.40	100.65	6.05	6.20	157	46	2.97	2.99
Северсталь 09	\$325	BB-/B2/BB-	24/2/2009	8.625	102.75	103.25	7.26	8.37	273	176	2.14	2.20
Северсталь 14	\$375	BB-/B2/BB-	19/4/2014	9.250	106.50	107.50	8.00	8.64	352	238	5.22	5.58
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/5/2009	9.000	101.00	101.25	8.51	8.90	407	308	2.23	2.25

Рынок внутреннего долга

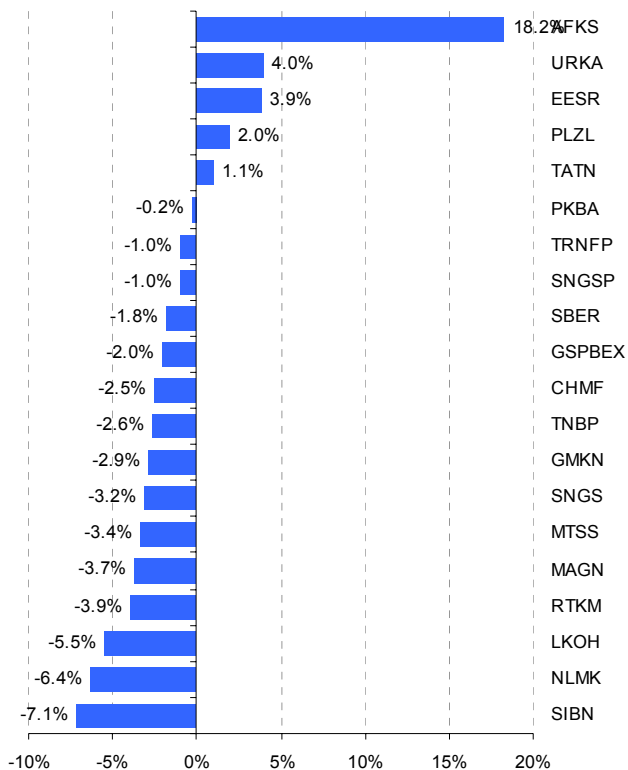
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	100.05	100.35	100.10	-	7.79	(0)	292	0.73	0.73
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.30	-	5.96	(0)	140	0.49	0.49
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	100.40	-	5.65	(0)	97	0.59	0.59
ВТБ-6*	15,000	6/7/2016	18/7/2007	6.50	-	-	100.00	-	6.66	0	173	0.79	0.79
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.85	101.10	100.98	-	5.25	(2)	91	0.34	0.34
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.51	104.62	104.45	73,210.78	6.85	2	74	2.93	3.06
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	-	102.00	101.95	203,900.00	5.75	(5)	62	0.99	1.01
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.35	100.75	100.45	228,144.61	6.89	2	82	2.57	2.58
ГазпромБ 1	5,000	27/1/2011		7.10	99.15	99.85	99.40	3,001.88	7.39	1	109	3.67	3.65
ГидроОГК-1	5,000	29/6/2011		8.10	103.00	103.30	103.30	1,434,660.57	7.40	(23)	107	3.88	4.00
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.60	101.37	101.25	124,099.23	8.54	(2)	250	3.20	3.24
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.65	101.89	101.65	701.39	5.86	(0)	62	1.10	1.12
Мосэнерго2	5,000	23/2/2012		7.65	100.22	100.59	100.40	25,099.50	7.70	(4)	133	4.38	4.39
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.97	102.00	102.00	48,051.15	8.09	(1)	250	1.55	1.59
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.70	102.30	101.70	-	6.37	(0)	110	1.13	1.15
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.20	104.58	104.25	-	6.95	(0)	85	2.74	2.86
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.30	100.70	100.50	-	5.97	(0)	112	0.71	0.71
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	99.90	100.05	99.92	89,918.00	6.82	1	103	2.13	2.13
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.60	101.75	101.62	91,487.08	7.01	1	76	3.46	3.51
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.65	102.80	102.65	178,717.69	7.13	0	71	4.76	4.89
РосселхБ 2	7,000	16/2/2011		7.85	101.15	101.35	101.15	66,921.50	7.76	(1)	145	3.63	3.67
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.61	100.78	100.65	15,922.83	7.10	15	234	0.64	0.64
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	-	-	99.90	-	7.38	0	118	1.79	1.79
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	101.01	101.10	101.00	10,179.21	8.93	7	302	1.95	1.97
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.50	105.80	105.60	21,121.06	8.11	6	203	2.61	2.76
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	103.77	103.96	104.00	12,460.54	7.40	(28)	267	0.75	0.78
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.90	102.25	102.25	15,301.02	7.83	(10)	223	1.43	1.46
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	104.05	104.25	104.20	4,376.88	8.27	(0)	201	3.41	3.55
ТМК-03 обл*	5,000	15/2/2011	19/2/2008	7.95	100.20	100.30	100.40	-	7.79	(0)	255	1.33	1.33
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	102.40	102.60	102.40	31.74	3.15	(146)	-102	0.20	0.21
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.88	103.20	103.00	85,798.26	7.29	4	211	1.03	1.06
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	102.00	102.70	102.00	-	7.97	(0)	238	1.41	1.44
ФСК ЕЭС 2	5,000	18/12/2007		8.80	102.90	103.15	103.00	39,140.00	6.37	(9)	107	1.16	1.20
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	103.95	104.00	104.00	107,223.90	7.14	(0)	100	3.16	3.29
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	100.12	100.25	100.15	182,798.80	7.14	0	122	2.01	2.01
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	114.10	114.50	114.10	2,296.40	8.46	(23)	242	2.42	2.76
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.20	102.50	102.45	20,480.00	8.13	6	227	1.57	1.61
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	101.96	102.15	101.75	768.21	9.34	35	0	0.95	0.97
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10.50	102.11	102.40	102.40	77,914.12	9.02	(0)	313	1.74	1.78
Субфедеральные облигации													
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.16	-	103.18	1,031.80	5.28	(14)	55	0.65	0.67
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	-	105.20	-	4.15	(2)	-84	0.87	0.91
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	-	106.00	106.00	-	4.51	(1)	-66	1.04	1.11
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	106.70	107.00	106.70	153,145.25	5.93	(7)	17	1.54	1.65
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	108.40	109.00	108.50	124,775.00	6.00	3	17	1.98	2.15
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	-	-	108.60	-	6.58	(0)	43	3.21	3.48
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.00	113.70	113.15	-	6.54	(0)	27	3.45	3.91
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	109.85	109.95	109.85	62,608.10	6.84	(1)	34	5.62	6.18
МГор 44	10,000	24/6/2015		10.00	109.80	109.90	109.80	195,329.90	6.84	(0)	30	6.06	6.66
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	100.00	104.80	104.33	-	6.20	(1)	120	0.87	0.91
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	110.20	110.35	110.20	6,055.04	6.86	(3)	92	2.24	2.47
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.61	107.85	107.70	163,496.99	6.90	(0)	92	2.26	2.43
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	107.73	107.90	107.80	475,439.25	7.11	5	80	3.64	3.93
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.16	-	103.18	1,031.80	5.28	(14)	55	0.65	0.67
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	-	105.20	-	4.15	(2)	-84	0.87	0.91

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

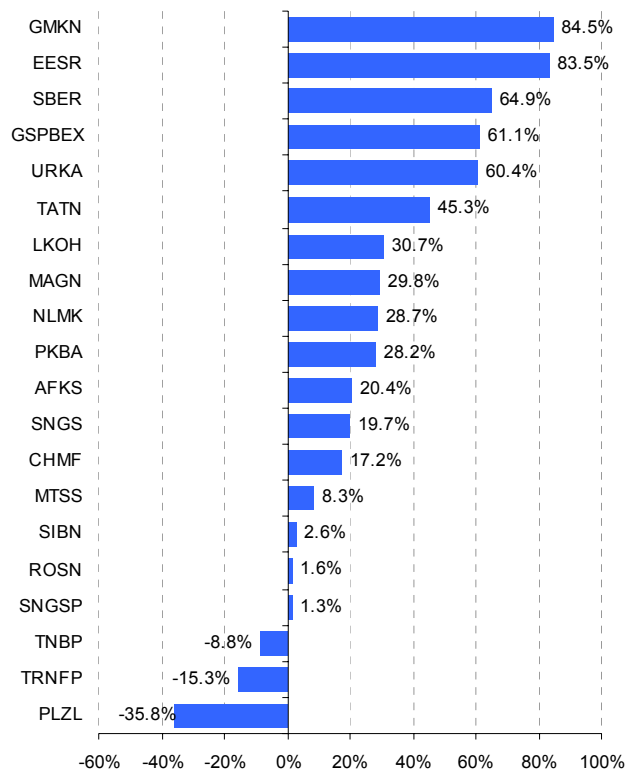
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

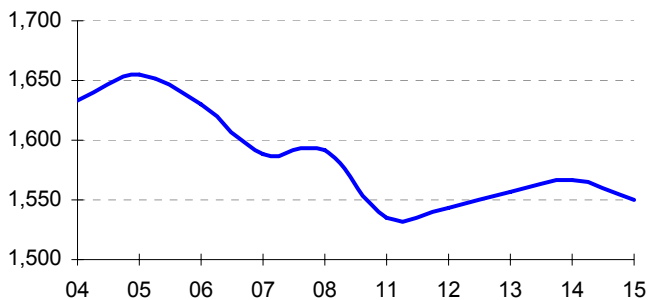
20 лидеров рынка – динамика за неделю



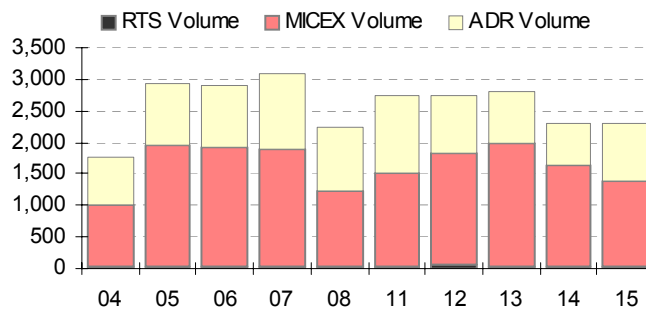
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



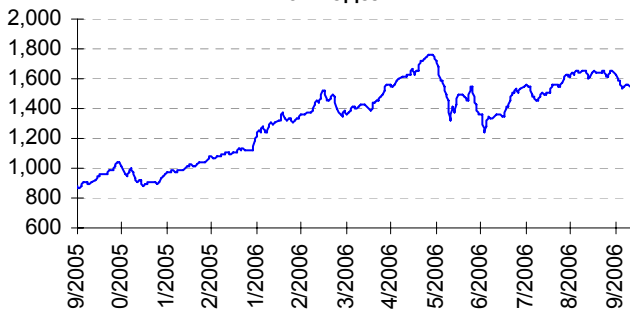
PTC за две недели



Объем торгов (\$ млн)



PTC 52 недели

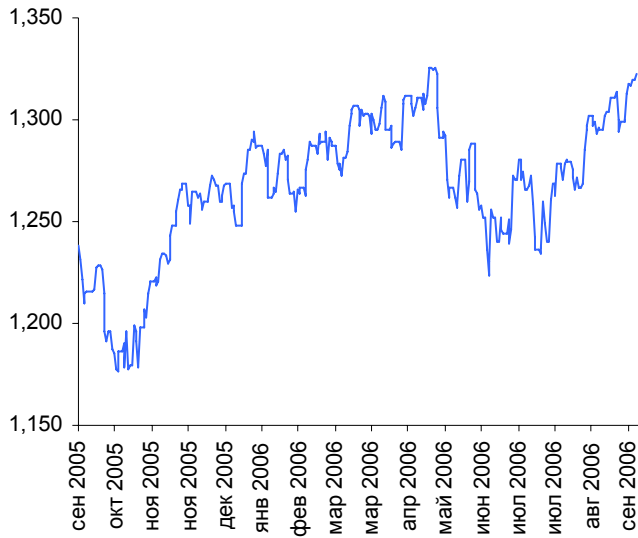


10 наиболее ликвидных акций PTC

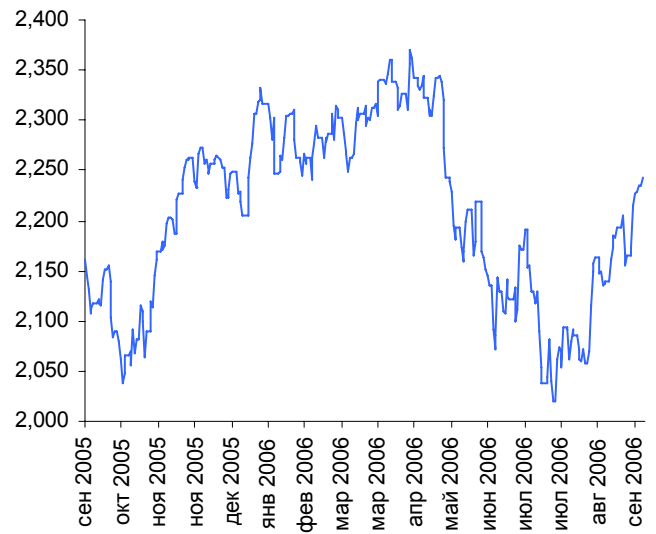
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-2.0	108.9
Роснефть	0.0	0.4
ЛУКОЙЛ	-5.5	49.9
Сургутнефтегаз	-3.2	2.4
ТНК-ВР	-2.6	0.1
Сбербанк РФ	-1.8	2.6
РАО ЕЭС России	3.9	47.7
ГМК Норильский никель	-2.9	5.5
Газпромнефть (Сибнефть)	-7.1	0.1
МТС	-3.4	0.5

МИРОВЫЕ РЫНКИ

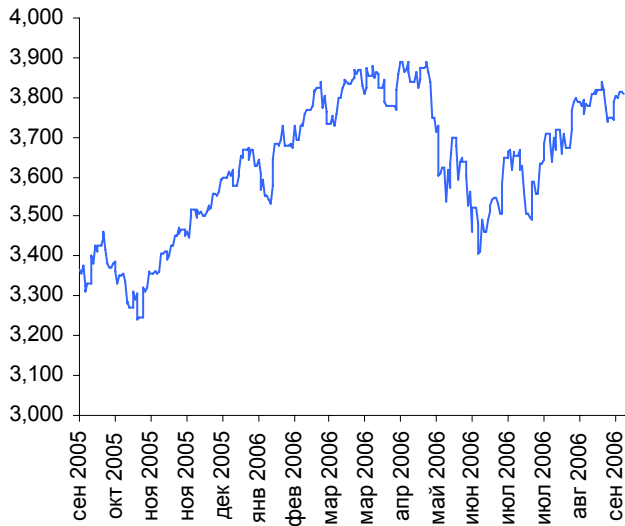
S&P 500



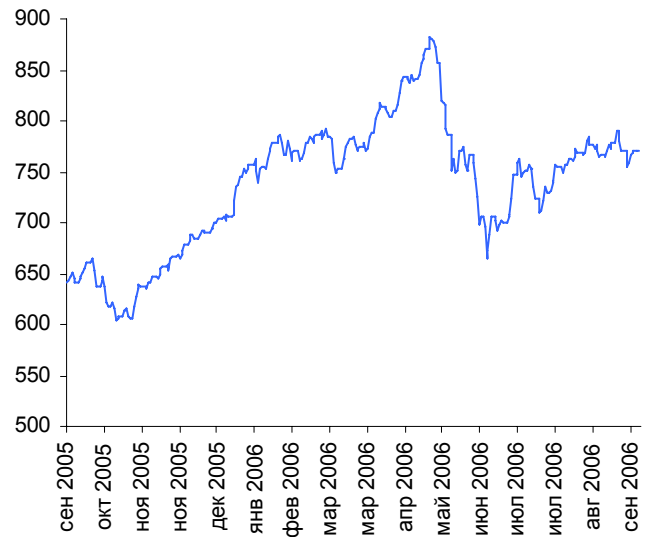
Nasdaq



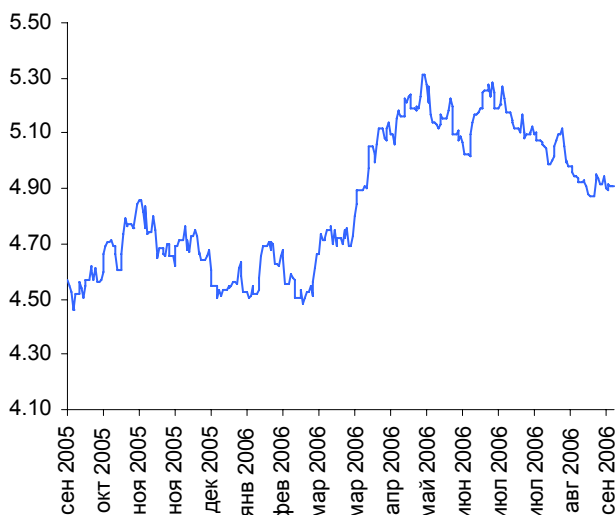
DJ Euro STOXX 50



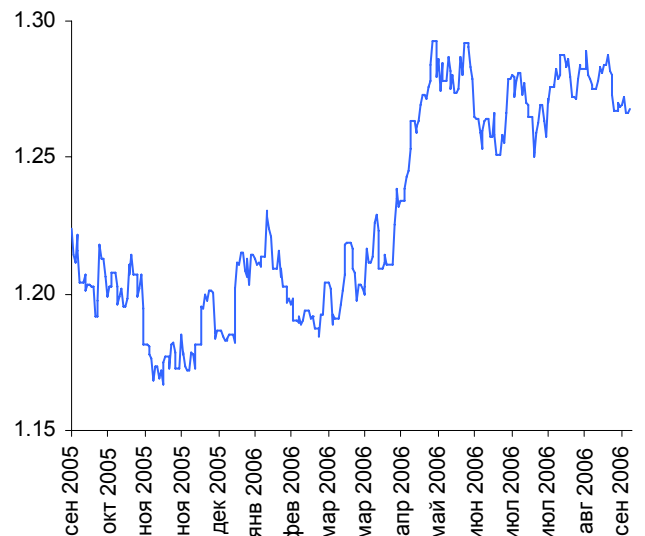
MSCI Emerging markets



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 связаться 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
NASD/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
Бен Кэри, заместитель Директора
департамента

+7 (495) 777-8832

+44 20 7464 8847

Нефть / газ

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

Телекоммуникации
Надежда Голубева, CFA
goloubeva@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