

ДАЙДЖЕСТ АКЦИЙ США

В погоне за американской мечтой

Рассматриваемые компании

Эмитент	Капитализация (\$млн)	ПОКУПКА как % всех реком-ий аналитиков
Интернет и технологии		
Apple	738 869	67%
Google	369 940	80%
Facebook	233 171	84%
Amazon.com	177 562	57%
Netflix	28 717	51%
Банки и кредитные карты		
JPMorgan Chase & Co	236 636	78%
Bank of America	164 223	55%
American Express	80 541	44%
Discover Financial	25 974	73%
Ритейл и развлечения		
The Walt Disney	181 020	58%
Nike	85 347	67%
Dollar General	22 826	60%
Michael Kors Holdings	12 872	48%
Tiffany & Co	11 516	53%
Ресурсы, альтернативная энергетика		
Alcoa Inc	16 244	65%
Chesapeake Energy Corp	9 824	33%
First Solar Inc	6 190	44%
Tesla Motors Inc	26 383	55%
Транспорт		
Delta Air Lines	35 501	85%
Plains All American	19 886	85%
Суммарная капит-ия	2 479 841	

Источник: Bloomberg

Фондовый рынок США продолжает оставаться одним из крупнейших и успешных инвестиционных рынков в мире. Неудивительно, что возможность инвестировать в американские компании привлекает и отечественного инвестора. Мы предлагаем краткий обзор некоторых американских эмитентов, которые, как мы надеемся, будут интересны клиентам, ищущим альтернативы инвестированию в отечественный рынок.

Необходимо отметить, что данный обзор является прежде всего материалом для ознакомления и не должен быть использован как инвестиционная рекомендация аналитиков компании Атон, так как нашей целью не была инициация аналитического покрытия рассматриваемых эмитентов.

Тем не менее, мы попытались помочь читателям составить представление о широком круге отраслей и компаний, которые могут быть наиболее интересны с точки зрения инвестиций.

В нашем выборе эмитентов мы ориентировались преимущественно на информацию, представленную в базах данных агентства *Bloomberg*: количество аналитиков, покрывающих ту или иную акцию, их консенсус-прогноз потенциальной стоимости акций и соответствующий потенциал роста котировок с нынешних уровней, соотношение числа рекомендаций покупать к общему количеству рекомендаций аналитиков и консенсус-рейтинг.

Несмотря на относительную перекупленность американского рынка, наши исследования показывают, что там все еще присутствуют эмитенты, акции которых, судя по консенсус-прогнозам и существенному потенциалу роста котировок, можно рекомендовать к приобретению.

Мы надеемся, что данный обзор поможет инвесторам в диверсификации их портфелей.

Содержание

Apple	3
Google	4
Facebook	5
Amazon.com	6
Netflix	7
JPMorgan Chase & Co	9
Bank of America	10
American Express	11
Discover Financial.....	12
The Walt Disney Company	13
Nike	14
Dollar General	15
Michael Kors Holdings.....	16
Tiffany & Co.....	17
Alcoa Inc.....	18
Chesapeake Energy Corp.....	20
First Solar Inc.....	22
Tesla Motors Inc.....	24
Delta Air Lines	26
Plains All American.....	27

APPLE

На зависть всем

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$140,84

Потенциал роста

11%

Код Bloomberg	AAPL US
Цена акции	126,85
Количество ао, млн	5 825
Рын. капитализация, \$ млрд	739
Дневной оборот, млн акций	48
Дивидендная доходность, %	1,46%

Финансовые показатели, \$ млрд	2014	2015П	2016П
Выручка	183	226	238
ЕБИТДА	60	77	82
ЕБИТ	53	67	70
Чистая прибыль	40	50	52
Всего активов	232		
Акц. капитал	112		
Чистый долг	-120	-138	-161
Капзатраты	-10	-12	-12
FCF	50	60	56
EPS, \$	6,49	8,65	9,39
DPS, \$	1,82	1,98	2,15

Оценки стоимости	2014	2015П	2016П
Рентабельность ЕБИТДА	33,1%	33,9%	34,5%
Рентабельность ЕБИТ	28,7%	29,8%	29,5%
Чистая рентабельность	21,6%	22,2%	22,0%
Чист. долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	15,6	14,7	13,5
P/CF (x)	10,3	10,1	10,3
EV/ЕБИТДА (x)	9,9	7,8	7,3
EV/Выручка (x)	3,3	2,6	2,5
P/BV (x)	5,3	5,5	4,5
RoE	33,6%	41,6%	35,4%

Динамика акций	
1М	2,6%
3М	15,5%
12М	70,2%
Максимум за 52 недели	\$133,6
Минимум за 52 недели	\$73,1

Источник: Bloomberg

Apple – крупнейшая корпорация в мире по рыночной капитализации, которая разрабатывает, производит и реализует мобильные устройства (iPhone и iPad), ноутбуки и ПК (Mac), в том числе через собственную розничную сеть, а также предоставляет сервисы по загрузке цифрового контента и приложений (iTunes Store, AppStore, iBooks Store). Apple продала более 700 млн смартфонов iPhone, и текущая база пользователей iPhone превышает 400 млн. Бренд Apple – самый дорогой в мире: он оценивается в \$123 млрд.

Факторы роста

- Рост сегмента премиальных смартфонов (стоимостью более \$250) опережает динамику рынка смартфонов эконом-класса. Основной рост в премиум-сегменте наблюдается в Китае, где у Apple в последние кварталы очень хорошие результаты: iPhone 6 там стал самым продаваемым смартфоном (ранее предыдущие модели iPhone не поднимались выше 4-го места по продажам в Китае).
- У Apple самая лояльная потребительская база с большим отрывом от конкурентов: самый высокий рейтинг удовлетворенности пользователей (99% по iPhone 6/6+) и самый высокий коэффициент удержания пользователей (84%). Даже в Китае у Apple коэффициент удержания около 83%, у ближайших преследователей Samsung и Xiaomi – лишь 36% и 28% соответственно.
- На конец 2014 г. около 38% владельцев iPhone использовали старые модели 3G, 4/4s, что указывает на потенциал обновления смартфонов.
- Запуск первой за последние несколько лет новой категории продукта – iWatch, развитие системы электронных платежей Apple Pay.
- Потенциальный выход на новые продуктовые рынки, такие как ТВ и авто.
- Возврат денег акционерам в виде дивидендов, сейчас у компании \$178 млрд денежных средств на балансе.

Риски

- Сильная зависимость от одного продукта, iPhone, который принес 69% выручки компании в четвертом квартале 2014 г. Большой экран был ключевым фактором рекордных продаж iPhone 6, которые будет сложно повторить, так как потенциал принципиального улучшения технических характеристик устройств и программного обеспечения практически исчерпан.
- По мере копирования технологий и дизайна Apple другими производителями устройств уменьшается дифференциация продуктов Apple, и усиливается конкуренция со стороны корейских и китайских производителей мобильных устройств и экосистемы Android, в том числе в премиум-сегменте. Привлекательность бренда Apple может уменьшиться со временем, сведя на нет его исключительность. Все это будет приводить к возрастающему ценовому давлению на продукцию Apple.
- Отсутствие серьезных инноваций и прорывных продуктов после смерти Стива Джобса.
- Спрос на iWatch может не оправдать высокие ожидания.
- Насыщение рынка и снижение продаж планшетов, падение рынка ПК.
- Риски регулирования в разных странах будут возрастать по мере распространения устройств Apple по всему миру.

GOOGLE

Лидер поиска

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$626

Потенциал роста

14%

Код Bloomberg	GOOGL US
Цена акции	\$549
Количество ао, млн	681
Рын. капитализация, \$ млрд	370
Дневной оборот, млн акций	1,9
Дивидендная доходность, %	н/д

Финансовые показатели, \$ млрд	2014			2015П			2016П		
	2014	2015П	2016П	2014	2015П	2016П	2014	2015П	2016П
Выручка	66	61	72						
ЕБИТДА	21	29	34						
ЕБИТ	16	24	28						
Чистая прибыль	14	20	23						
Всего активов	131								
Акц. капитал	105								
Чистый долг	-62	-63	-81						
Капзатраты	-11	-10	-11						
FCF	11	16	19						
EPS, \$	21,37	28,57	32,96						
DPS, \$	0,00	0,00	0,00						

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	32,5%	48,0%	47,4%
Рентабельность ЕБИТ	25,0%	39,5%	39,2%
Чистая рентабельность	21,9%	32,3%	31,9%
Чист. долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	25,6	18,7	16,0
P/CF (x)	16,0	15,4	13,5
EV/ЕБИТДА (x)	14,3	10,5	9,0
EV/Выручка (x)	4,7	5,0	4,3
P/BV (x)	3,5	3,0	2,6
RoE	14,5%	16,0%	16,1%

Динамика акций		
1М		-0,8%
3М		8,4%
12М		0,6%
Максимум за 52 недели		\$608,9
Минимум за 52 недели		\$490,9

Источник: Bloomberg

Google является крупнейшей в мире интернет-компанией, сайты которой характеризуются самой высокой посещаемостью. Лидируя в глобальной отрасли интернет-поиска с рыночной долей более 60%, она также владеет мобильной операционной системой Android, установленной на 77% проданных во всем мире смартфонов (4К14), и крупнейшим в мире видеосервисом YouTube (более 1 млрд пользователей). Около 90% выручки компания получает от рекламы, из которых 3/4 – от собственных веб-сайтов и 1/4 – от партнерской сети.

Факторы роста

- Лидерские позиции на рынке ОС и браузеров для мобильных устройств (Android) и ПК (Chrome), которые превращаются практически в монопольную позицию на рынке интернет-поиска и контекстной рекламы. Google – один из основных бенефициаров продолжающейся реаллокации бюджетов рекламодателей в Интернет вслед за изменениями в поведении потребителей.
- Улучшение монетизации на мобильных устройствах до такого же уровня, как на ПК, сильные позиции в самом быстрорастущем сегменте онлайн-рекламы – видео (YouTube).
- Увеличение числа пользователей Интернета в мире, в том числе за счет распространения смартфонов и планшетов.
- Несмотря на свой размер и долю рынка, Google остается растущей компанией (+18% г/г в 4К14), имеющей разумную рыночную оценку (2016П P/E 16,8x)
- Гигантское число пользователей и большие данные о их поведении могут предоставить уникальные возможности для предложения новых продуктов в долгосрочной перспективе.

Риски

- Смещение пользования Интернетом с ПК на мобильные устройства создает ряд рисков для Google. Во-первых, монетизация на мобильных девайсах пока существенно ниже, чем на ПК, и смещение в сторону первых приводит к размытию прибыльности при прочих равных. Во-вторых, использование мобильных устройств структурно отличается от ПК из-за приложений (которые подключаются к Интернету и решают задачи в обход браузера), что создает риски снижения пользования поиском в принципе.
- Проникновение сервисов Google уже очень высоко, что обуславливает замедление роста.
- Конкуренция со стороны прочих поисковиков (Yahoo, Bing), в том числе за каналы дистрибуции. Так, не был продлен контракт с Mozilla (ушла к Yahoo) и есть вероятность, что не будет продлен договор с Apple (по браузеру Safari).
- Конкуренция за деньги рекламодателей со стороны социальных сетей (Facebook) и прочих интернет-сервисов и мобильных приложений.
- Разрушение стоимости путем больших вложений в развитие новых бизнесов и невыгодных приобретений. Например, Google купила Motorola за \$12,5 млрд в 2012 г. и продала ее два года спустя лишь за \$2,9 млрд.
- Отсутствие существенных результатов в областях бизнеса помимо поиска.
- Антимонопольные разбирательства в Европе.
- Укрепление доллара приводит к сокращению выручки за пределами США.

FACEBOOK

Лидер коммуникаций

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$93

Потенциал роста

14%

Код Bloomberg	FB US
Цена акции	\$83
Количество ао, млн	2 809
Рын. капитализация, \$ млрд	233
Дневной оборот, млн акций	24,3
Дивидендная доходность, %	н/д

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	12,47	17,12	22,61
ЕБИТДА	6,24	10,38	13,73
ЕБИТ	4,99	8,43	11,57
Чистая прибыль	2,93	5,55	7,48
Всего активов	40,18		
Акц. капитал	36,10		
Чистый долг	-10,97	-15,25	-23,50
Капзатраты	-1,83	-2,88	-3,28
FCF	3,63	4,60	6,92
EPS, \$	1,12	1,95	2,54
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости			
Рентабельность	50,0%	60,7%	60,7%
ЕБИТДА			
Рентабельность	40,1%	49,3%	51,2%
ЕБИТ			
Чистая рентабельность	23,5%	32,4%	33,1%
Чистый долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	79,7	42,0	31,2
P/CF (x)	37,4	32,1	25,0
EV/ЕБИТДА (x)	35,6	21,4	16,2
EV/Выручка (x)	17,8	13,0	9,8
P/BV (x)	6,0	5,6	4,7
RoE	11,3%	11,0%	13,4%

Динамика акций	
1М	6,4%
3М	8,8%
12М	41,0%
Максимум за 52 недели	\$86,07
Минимум за 52 недели	\$54,66

Источник: Bloomberg

Facebook – крупнейшая в мире медиакомпания, предоставляющая глобальные коммуникационные интернет-сервисы. Ее основные активы включают крупнейшую в мире социальную сеть Facebook (1,4 млрд активных месячных пользователей), самый популярный в мире мессенджер WhatsApp (700 млн), мессенджер Facebook Messenger (500 млн), Instagram (300 млн). WhatsApp обрабатывает более 30 млрд сообщений в день, что, по некоторым оценкам, превышает глобальный SMS-трафик. Основной доход Facebook получает от рекламы, которую дают в социальной сети 2 млн компаний по всему миру.

Факторы роста

Несмотря на размер и высокий уровень проникновения сервисов среди пользователей, компания по-прежнему показывает высокие темпы роста: выручка выросла на 58% в четвертом квартале 2014 г. Драйверы роста в среднесрочном периоде:

- Улучшение таргетированности рекламы и, следовательно, кликабельности и конверсии рекламных объявлений.
- Видеоролики и видеореклама – новая большая возможность. Количество видеопросмотров в FB выросло с 1 млрд в день в сентябре 2014 г. до 3 млрд в день в декабре 2014 г.
- Реаллокация рекламных бюджетов рекламодателями в сегмент онлайн. Доля Facebook в рекламных бюджетах рекламодателей по-прежнему мала: например, в США пользователи проводят 25% своего времени, связанного с потреблением медиапродуктов, используя мобильные устройства, а доля мобильной рекламы в общем рекламном рынке – лишь 10%.
- Увеличение проникновения Интернета в мире, включая мобильные устройства, смартфоны и планшеты. Сейчас 2/3 населения Земли по-прежнему не имеют доступа в Интернет.
- В долгосрочной перспективе факторами роста могут стать продукты виртуальной реальности (Oculus), а также уникальный массив больших данных о поведении и предпочтениях пользователей.

Риски

- Высокие рыночные мультипликаторы, риски переоценки инвесторами перспектив технологических акций в целом.
- Снижение интереса пользователей к социальным сетям, уход пользователей в мессенджеры и другие средства коммуникаций, где уровень монетизации ниже.
- Конкуренция со стороны поисковиков (Google), других социальных сетей и мессенджеров (Twitter, Snapchat, Line, Kakao), интернет-каталогов за пользователей и деньги рекламодателей.
- Замедление темпов роста числа пользователей и выручки с увеличением проникновения FB на фоне повышающихся операционных затрат и капиталовложений, связанных с разработкой новых продуктов.
- Проблемы конфиденциальности, безопасности и регулирования, которые могут привести к оттоку пользователей в конкурирующие сервисы.

AMAZON

Лидер электронной коммерции

Рекомендация (консенсус)	покупка
Теор. цена (консенсус)	\$396
Потенциал роста	3%

Код Bloomberg	AMZN US
Цена акции	\$382
Количество ао, млн	464
Рын. капитализация, \$ млрд	178
Дневной оборот, млн акций	2,5
Дивидендная доходность, %	н/д

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	88,99	102,70	120,43
ЕБИТДА	4,92	8,43	10,33
ЕБИТ	0,18	1,13	2,55
Чистая прибыль	-0,24	1,64	2,74
Всего активов	54,51		
Акц. капитал	10,74		
Чистый долг	-1,33	-11,00	-16,75
Капзатраты	-4,89	-5,58	-6,41
FCF	1,95	2,81	4,54
EPS, \$	-0,52	3,13	5,07
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	5,5%	8,2%	8,6%
Рентабельность ЕБИТ	0,2%	1,1%	2,1%
Чистая рентабельность	-0,3%	1,6%	2,3%
Чистый долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	-736,8	108,2	64,8
P/CF (x)	21,0	27,0	23,6
EV/ЕБИТДА (x)	35,8	20,9	17,1
EV/Выручка (x)	2,0	1,7	1,5
P/BV (x)	13,4	15,1	12,6
RoE	-1,3%	6,8%	15,7%

Динамика акций	
1М	3,2%
3М	30,4%
12М	21,0%
Максимум за 52 недели	\$389,4
Минимум за 52 недели	\$284,0

Источник: Bloomberg

Amazon является крупнейшим мировым онлайн-ритейлером с более чем 270 млн активных покупателей, лидируя на рынке электронной коммерции в США с долей около 33% (выросла с 16% в 2010 г.). Компания выступает в качестве продавца товаров, а также платформы для реализации товаров другими продавцами. Amazon построила глобальную сеть центров выполнения заказов. В дополнение к розничной торговле компания выпускает электронные устройства (ридеры Kindle и планшеты Fire) и предоставляет услуги ИТ-инфраструктуры корпоративным клиентам через Amazon Web Services (AWS).

Факторы роста

- Общее развитие отрасли электронной торговли в США и в мире, увеличение доли покупок товаров потребителями через Интернет.
- Дальнейший рост доли на американском рынке за счет нескольких факторов. Во-первых, традиционное для компании сочетание низких цен и быстрой, часто бесплатной доставки. Во-вторых, расширение ассортимента товаров, включая одежду и товары для дома, дальнейшее увеличение доли рынка электронной коммерции в США и в мире. Сегмент продаж электроники и потребительских товаров Amazon в Северной Америке растет со средним темпом 29% последние три квартала. В третьих, развитие подписного сервиса Prime, пользователи которого тратят в среднем в несколько раз больше обычных покупателей. Доля пользователей Prime сейчас составляет около 15% активных покупателей.
- Зарубежная экспансия, включая возможное партнерство с JD.com в Китае.
- Развитие новых направлений бизнеса: облачной платформы Amazon Web Services для корпоративных клиентов и также, возможно, запуск физической розничной сети офлайн.
- Оптимизация затрат путем запуска новых центров обработки заказов.
- Снижение цен на нефть и топливо – позитивный фактор для маржи.

Риски

- Высокая и усиливающаяся конкуренция со стороны онлайн- и офлайн-ритейлеров, а также со стороны ИТ-компаний (вкл. Google и Microsoft) в сегменте облачных услуг.
- Динамика выручки от медиасегмента слабая (около нуля) и, как ожидается, составит порядка 22% от общей выручки в 2015 г. (против 44% в 2010 г.), частично из-за каннибализации со стороны сервиса Prime (в рамках которого предоставляется бесплатный доступ к части аудио- и видеоконтента).
- Ожидается замедление темпов роста общей выручки.
- Большие инвестиции в развивающиеся рынки, включая Индию и Китай, в расширение центров обработки заказов в США, в оригинальный контент для сервиса Prime, в потенциальные новые устройства, которые будут давить на прибыльность компании.
- Низкая маржинальность: компания по-прежнему сосредоточена на инвестициях, а не на повышении прибыльности.
- Негативный эффект от укрепления доллара, которое приводит к сокращению выручки за пределами США. Международные продажи составляют около 38% выручки.

NETFLIX

Лидер интернет-телевидения

**Рекомендация
(консенсус)**

покупка

**Теор. цена
(консенсус)**

\$461

Потенциал роста

-3%

Код Bloomberg	NFLX US
Цена акции	\$475
Количество ао, млн	60
Рын. капитализация, \$ млрд	28,72
Дневной оборот, млн акций	2,3
Дивидендная доходность, %	0,0%

Финансовые показатели, \$ млн			
	2014	2015П	2016П
Выручка	5 505	6 758	8 224
EBITDA	457	560	759
EBIT	403	469	728
Чистая прибыль	267	261	427
Всего активов	7 057		
Акц. капитал	1 858		
Чистый долг	-708	-556	-918
Капзатраты	-70	-84	-100
FCF	-53	-33	198
EPS, \$	4,44	4,40	6,73
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости			
Рентабельность EBITDA	8,3%	8,3%	9,2%
Рентабельность EBIT	7,3%	6,9%	8,9%
Чистая рентабельность	4,8%	3,9%	5,2%
Чистый долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	107,6	110,1	67,2
P/CF (x)	1 245,1	5 104,1	190,3
EV/EBITDA (x)	61,3	50,0	36,9
EV/Выручка (x)	5,1	4,1	3,4
P/BV (x)	11,1	13,8	11,7
RoE	16,7%	10,1%	13,7%

Динамика акций	
1М	8,3%
3М	46,4%
12М	43,2%
Максимум за 52 недели	\$489,3
Минимум за 52 недели	\$299,5

Источник: Bloomberg

Netflix – ведущий мировой оператор интернет-телевидения с более чем 50 млн пользователей в 50 странах, предоставляет доступ по подписке с разнообразных устройств, подключенных к Интернету, к своей библиотеке, которая включает оригинальные сериалы, документальные и полнометражные кинофильмы. Объем просмотров контента составляет 2 млрд часов в месяц.

Факторы роста

- Netflix предлагает принципиально новую по сравнению с традиционным платным ТВ модель телепросмотра, в которой за фиксированную ежемесячную плату пользователь получает неограниченный доступ к библиотеке кинофильмов и сериалов. Эта модель удобнее и выгоднее для многих пользователей.
- Компания занимает выигрышное положение в контексте глобальных трендов распространения устройств, подключенных к Интернету, и смещения предпочтений пользователей в сторону формата видео по требованию через Интернет вместо обычных ТВ-трансляций.
- Менеджмент планирует интенсивную международную экспансию в ближайшие два года (до 200 стран), а также дальнейшее развитие в США.
- Выигрыш от эффекта масштаба: количество пользователей имеет непропорционально большое влияние на прибыльность, поскольку большинство затрат Netflix относятся к категории постоянных.
- Производство собственного контента (House of Cards, Unbreakable Kimmy Schmidt, Bloodline) позволит привлечь новых пользователей и увеличить вовлеченность существующих, к тому же он обходится дешевле покупного.
- В дальнейшем компания может развивать и другие сервисы онлайн-ТВ, такие как реклама, программируемые каналы, спортивные трансляции.

Риски

- В цену акций эмитента заложены высокие темпы роста, и бумага торгуется с высокими мультипликаторами. Если компания не оправдает высокие ожидания по скорости роста базы пользователей и по динамике прибыли, то цена акций может серьезно скорректироваться.
- Высокая стоимость контента, включая собственный и международный.
- Международная экспансия сопровождается высокими затратами, включая покупку местного контента. Потребность в капитале для расширения зарубежного присутствия может породить риски размытия стоимости или увеличения долговой нагрузки, которая создаст угрозу устойчивости бизнеса в случае, если международная экспансия не увенчается успехом. Пока международный бизнес Netflix убыточен и может оставаться таковым еще несколько лет.
- Усиление конкуренции (Amazon, Yahoo, Hulu), при этом собственники контента могут развивать собственные стриминговые сервисы (HBO, CBS, ESPN) и ограничивать доступ к своему контенту или диктовать Netflix невыгодные условия пользования контентом (включая завышенные цены). Apple, продажи сервиса iTunes которой падают в том числе из-за оттока потребителей в стриминговые сервисы, также может предложить свой подписной продукт.
- Укрепление доллара, уменьшающее выручку за пределами США в долларовом выражении.

Сравнительная оценка интернет-компаний и производителей устройств

Компании	Страна	Цена акции	Рын.кап.	EV	Теор. цена (Bloomberg)	Потенциал	Всего рекомендаций	Всего рекомендаций	ПОКУПКА как % всех рек-ий	EV/ЕБИТДА (х)		P/E (х)		Чистый долг /ЕБИТДА
		(\$)	(\$ млн)	(\$ млн)	(\$)	(%)	аналитиков	ПОКУПКА		2015П	2016П	2015П	2016П	
Интернет-поиск														
Google Inc	США	548,64	369 940	307 703	624,08	14%	51	41	80%	10,5	9,0	18,7	16,0	-2,12
Baidu Inc	Китай	215,40	75 548	70 906	250,17	16%	38	31	82%	22,4	15,9	27,5	20,5	-1,62
Yandex NV	Россия	17,84	5 665	5 660	21,43	20%	25	16	64%	14,8	12,4	24,7	19,5	-0,01
NAVER Corp	Ю. Корея	591,99	19 514	18 593	839,16	42%	40	35	88%	17,4	13,5	29,4	22,3	-0,86
Yahoo Japan Corp	Япония	4,42	25 199	20 571	4,17	-6%	21	9	43%	11,4	10,8	22,9	22,5	-2,57
Социальные сети и коммуникации														
Facebook Inc	США	83,01	233 171	222 205	92,60	12%	56	47	84%	21,4	16,2	42,0	31,2	-1,06
Twitter Inc	США	51,62	33 441	31 427	53,60	4%	44	20	45%	53,7	30,7	130,5	57,5	-3,44
LinkedIn Corp	США	263,16	32 926	30 570	287,24	9%	44	31	70%	37,5	27,0	83,9	57,9	-2,90
Tencent Holdings Ltd	Китай	22,00	206 232	203 684	20,66	-6%	51	45	88%	29,8	23,5	41,7	32,4	-0,42
Daum Kakao Corp	Ю. Корея	97,24	5 769	5 196	131,35	35%	40	26	65%	17,6	14,3	30,0	23,0	-1,97
Mail.ru Group Ltd	Россия	22,50	4 705	3 930	21,21	-6%	23	13	57%	12,8	10,5	25,5	19,6	-2,52
Электронная коммерция														
Amazon.com Inc	США	382,36	177 562	176 235	393,90	3%	49	28	57%	20,9	17,1	108,2	64,8	-0,16
eBay Inc	США	56,94	69 048	66 577	59,51	5%	48	23	48%	11,2	10,1	18,9	16,6	-0,42
Netflix Inc	США	474,68	28 717	28 009	457,83	-4%	47	24	51%	50,0	36,9	110,1	67,2	-1,27
Alibaba Group Holding Ltd	Китай	84,28	207 751	197 599	108,78	29%	43	36	84%	30,2	22,5	38,0	28,2	-1,85
JD.com Inc	Китай	34,11	47 136	42 756	34,09	0%	27	18	67%	н/д	128,4	392,2	92,4	21,38
Vipshop Holdings Ltd	Китай	29,92	19 175	18 441	29,00	-3%	25	21	84%	51,4	30,6	61,3	37,9	-2,11
Rakuten Inc	Япония	19,29	25 646	15 399	17,49	-9%	22	13	59%	11,5	9,5	40,4	31,9	-7,69
MercadoLibre Inc	Аргентина	130,71	5 771	5 683	128,89	-1%	15	4	27%	27,5	22,3	44,5	34,2	-0,43
Производство устройств														
Apple Inc	США	126,85	738 869	597 317	140,84	11%	55	37	67%	7,8	7,3	14,7	14,1	-1,85
Samsung Electronics	Ю. Корея	1342,87	197 804	147 439	1525,20	14%	55	47	85%	3,4	3,2	9,1	8,5	-1,07
Lenovo Group Ltd	Китай	1,72	19 063	18 471	1,55	-10%	39	21	54%	12,3	10,4	21,5	17,4	-0,41
LG Electronics Inc	Ю.Корея	53,93	8 826	16 110	66,36	23%	47	28	60%	4,7	4,3	9,5	7,8	1,78
BlackBerry Ltd	Канада	9,62	5 089	3 905	9,08	-6%	35	4	11%	9,1	8,8	н/д	н/д	-2,77
HTC Corp	Тайвань	4,31	3 567	1 760	4,39	2%	31	3	10%	9,8	8,4	46,0	36,6	-10,03

Источник: Bloomberg

JP MORGAN

Первый среди главных

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$68,70

Потенциал роста

8%

Код Bloomberg	JPM US
Цена акции	\$63,47
Количество ао, млн	824
Рын. капитализация, \$ млрд	237
Дневной оборот, млн акций	15
Дивидендная доходность, %	2,52%

Финансовые показатели, \$ млрд

	2014	2015П	2016П
Чистая выручка	94,2	99,3	104,5
Чистый процентный доход	43,6	45,7	48,8
Чистая прибыль	21,8	22,1	24,3
Кредиты	757	787	825
Всего активов	2 573		
Акц. капитал	232,1		
Депозиты	1 363	1 342	1 391
BVPS, \$	57,1	61,0	65,6
EPS, \$	5,34	5,83	6,51
DPS, \$	1,58	1,69	1,85

Оценки стоимости

Чист. процент. маржа	2,18%	2,15%	2,24%
Доля просроч. задолженности	0,94%		
Кредиты/депозиты	56%	59%	59%
RoA	0,9%	0,9%	0,9%
RoE	10,8%	9,9%	10,3%
P/E (x)	10,67	10,89	9,74
P/BV (x)	1,10	1,04	0,97
Коэффициент дивид. выплат	30,2%	29,0%	28,4%

Динамика акций

1М	4,0%
3М	11,7%
12М	15,5%
Максимум за 52 недели	\$63,61
Минимум за 52 недели	\$52,97

Источник: Bloomberg

JP Morgan Chase (JPM) – крупнейший банк США (активы \$2,6 трлн на конец 2014 г.). Основными направлениями его деятельности являются розничный банковский бизнес, корпоративно-инвестиционный банкинг, коммерческий банкинг и управление активами. JPM занимает лидирующие позиции сразу на нескольких рынках: первое место по объему портфеля карточных кредитов в США, мировой лидер по выручке среди инвестбанков и третье место по объему активов в США среди управляющих компаний.

Среди сильных сторон JPM прежде всего следует отметить прочную позицию по капиталу, огромную подушку ликвидности и впечатляющий финансовый результат за последние пять лет: суммарно за указанное время банк заработал \$97 млрд, несмотря на \$22 млрд судебных издержек и \$13 млрд дополнительных расходов, связанных с ужесточением регулирования. Капитал (TBV) за соответствующий период вырос с \$27,09 до \$44,69 на акцию.

Акции JPM торгуются с мультипликатором около 11x по 2015П P/E, т.е. ниже большинства других крупнейших американских банков и сильно ниже S&P500 (17x). После недавнего увеличения дивиденда дивидендная доходность составляет 3%, превосходя показатели конкурентов. Хорошей новостью также является намерение нынешнего CEO банка Джеймса Даймона, чье влияние на развитие банка сложно переоценить, остаться на своем посту еще на пять лет.

Факторы роста

- Рост ставок в американской экономике окажет сильное положительное влияние на финансовые результаты JPM. Если ФРС поднимет ставки, это станет серьезным катализатором увеличения прибыли: сам банк оценивает эффект от повышения ставок на 1 п.п. в \$2,9 трлн, или в \$0,50 на акцию.
- Сильные результаты за первый квартал 2015 г.
- Ожидания роста прибыли на акцию: повышение с \$5,34 в 2014 г. до \$6,50 в 2016 г. (Bloomberg).

Риски

- Сохраняются риски дополнительных судебных расходов (в основном из-за разбирательств по обвинению в сговоре по валютным торговым операциям и манипуляции ставками LIBOR) и издержек, связанных с ужесточением регулирования.
- Риски снижения активности на финансовых рынках, а также риски замедления развития американской экономики.
- Огромная позиция в деривативах (\$63 трлн). Сам банк утверждает, что многое в данных позициях взаимно учитывается, а кредитный риск составляет \$59 млрд, и почти 90% этой суммы — долг инвестиционной категории).

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын.кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	P/B		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Goldman Sachs	GS US	87 808	196,42	1%	1,11	1,05	11,44	10,58
Morgan Stanley	MS US	72 006	36,52	8%	1,01	0,95	12,66	11,05
Citigroup Inc	C US	159 941	52,70	17%	0,73	0,68	9,82	9,02
Медиана					1,01	0,95	11,44	10,58
JPMorgan	JPM US	236 636	63,47	8%	1,04	0,97	10,89	9,74

Источник: Bloomberg

BANK OF AMERICA

Оправдана ли слабая динамика акций?

Рекомендация

(консенсус)

покупка

Теор. цена

(консенсус)

\$18,38

Потенциал роста

18%

Код Bloomberg	BAC US
Цена акции	\$15,61
Количество ао, млн	10 520
Рын. капитализация, \$ млрд	164,2
Дневной оборот, млн акций	83
Дивидендная доходность, %	0,77%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Чистая выручка	84,2	86,7	91,8
Чистый процентный доход	40,0	40,6	43,3
Чистая прибыль	4,8	16,1	18,5
Кредиты	894	893	919
Всего активов	2 105		
Акц. капитал	243,5		
Депозиты	1 119	1 138	1 158
BVPS, \$	21,3	22,5	24,0
EPS, \$	0,36	1,40	1,65
DPS, \$	0,12	0,22	0,29

Оценки стоимости			
Чист. процент. маржа	2,25%	2,26%	2,33%
Доля просроч. задолженности	1,33%		
Кредиты/депозиты	80%	78%	79%
RoA	0,7%	0,8%	0,9%
RoE	6,6%	6,7%	7,3%
P/E (x)	12,95	11,17	9,49
P/BV (x)	0,84	0,69	0,65
Коэффициент дивид. выплат	33,3%	15,9%	17,9%

Динамика акций	
1М	-1,1%
3М	-8,1%
12М	-3,2%
Максимум за 52 недели	\$18,21
Минимум за 52 недели	\$14,37

Источник: Bloomberg

Bank of America (BAC) занимает ведущие позиции в розничном и коммерческом банкинге в США. Локомотив роста бизнеса BAC – подразделение управления активами (Global Wealth and Investment Management), доля которого в консолидированной выручке достигла 22% в 2014 г. против 15% в 2009 г. За указанное время банк укрепил свое лидирующее положение розничного брокера в США, и этот бизнес приносит ему доходность на капитал более 20%. Интеграция подразделений после поглощения Merrill Lynch еще продолжается, и дальнейшее сокращение совокупных издержек может позволить довести данный показатель до 30%. Банк также работает над более эффективным взаимодействием между подразделением управления активами и сегментом коммерческого банкинга, что поможет усилить синергию.

В последние месяцы акции BAC показывали слабую динамику, при этом улучшение финансовых показателей может привлечь внимание инвесторов к отстающей бумаге. В марте 2014 г. результаты стресс-теста оказались достаточно слабыми, и, в частности, выкуп акций с рынка пришлось отменить из-за не самых высоких показателей достаточности капитала первого уровня. В марте 2015 г. BAC прошел стресс-тест лучше и прошлого результата, и ожиданий рынка, и лучше многих других банков.

Факторы роста

- Ключевым позитивным фактором может оказаться рост ставок: если ФРС поднимет ставки, это станет сильным катализатором увеличения чистой процентной маржи банка и, как следствие, роста прибыли.
- Устойчивому повышению прибыли могут способствовать и другие факторы: дальнейшая реализация программы по сокращению издержек, потенциальное снижение стоимости риска в ипотечном кредитовании, уменьшение расходов на судебные разбирательства.
- Потенциальное возобновление роста кредитного портфеля и отвоевывание утраченной в последнее время доли на рынке.
- Ожидания роста прибыли на акцию: повышение с \$0,36 в 2014 г. до \$1,65 в 2016 г. (Bloomberg), прогнозируемая доходность на капитал (ROTE) 11% в 2016 г.

Риски

- Доля на рынке может снижаться и дальше.
- Риск ухудшения общих экономических условий и замедления экономики США.
- Более высокие расходы на резервы по ипотечному портфелю.
- Неблагоприятные изменения в регулировании банковского сектора.
- Сохраняются риски дополнительных судебных расходов (LIBOR, FX).

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын.кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	P/B		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Goldman Sachs	GS US	87 808	196,42	1%	1,11	1,05	11,44	10,58
Morgan Stanley	MS US	72 006	36,52	8%	1,01	0,95	12,66	11,05
Citigroup Inc	C US	159 941	52,70	17%	0,73	0,68	9,82	9,02
Медиана					1,01	0,95	11,44	10,58
Bank of America	BAC US	164 223	15,61	18%	0,69	0,65	11,17	9,49

Источник: Bloomberg

AMERICAN EXPRESS

И для молодых, и для богатых

**Рекомендация
(консенсус)**

покупка

**Теор. цена
(консенсус)**

\$87,12

Потенциал роста

10%

Код Bloomberg	AXP US
Цена акции	\$79,30
Количество ао, млн	1 016
Рын. капитализация, \$ млрд	80,5
Дневной оборот, млн акций	6,5
Дивидендная доходность, %	1,27%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Чистая выручка	34,3	34,2	34,7
Чист. процент. доход	5,5	5,8	5,6
Чистая прибыль	5,9	5,5	5,5
Кредиты	71,3	86,3	83,8
Всего активов	159		
Акц. капитал	20,7		
Депозиты	44,2	46,9	50,4
BVPS, \$	20,2	21,1	22,0
EPS, \$	5,58	5,49	5,76
DPS, \$	1,01	1,13	1,22

Оценки стоимости			
Чистая процент. маржа	7,42%	8,30%	8,26%
Доля просроч. задолженности	0,34%		
Кредиты/депозиты	161%	184%	166%
RoA	3,6%	3,4%	3,5%
RoE	27,8%	26,6%	27,1%
P/E (x)	17,47	14,46	13,76
P/BV (x)	4,60	3,76	3,61
Коэффициент дивид. выплат	18,1%	20,7%	21,2%

Динамика акций	
1М	-1,6%
3М	-8,9%
12М	-7,3%
Максимум за 52 недели	\$96,24
Минимум за 52 недели	\$77,12

Источник: Bloomberg

American Express (AXP) – одна из крупнейших компаний в сегментах кредитных карт, платежных карт и дорожных чеков.

В последнее время рынок был сосредоточен на негативных моментах, связанных с AXP. Во-первых, AXP объявила о прекращении сотрудничества с Costco (крупнейшая в мире сеть складов самообслуживания клубного типа и одно из ведущих розничных торговых предприятий в США) после истечения текущего контракта (март 2016 г.). Кобрендовая карта AmEx Costco была важным источником роста выручки AXP, и объем сделок, совершенных с ее помощью, в 2014 г. составил 8% общего объема всего оборота по картам AmEx. Компания заявила, что не смогла договориться с Costco о взаимовыгодных условиях, но при этом приложит все усилия, чтобы удержать пользователей кобрендовой карты Costco. Во-вторых, судебное решение относительно возможности торговых сетей предлагать своим клиентам перейти на карты, отличные от AmEx, было вынесено отнюдь не в пользу AmEx.

Однако вполне вероятно, что негатив уже учтен в цене акций эмитента. В то же время нельзя не отметить позитивные моменты: ключевые продукты компании (премиальные по сравнению с другими карточными системами) по-прежнему пользуются устойчивым спросом. Более того, компания теперь сфокусировалась не только на премиальном сегменте, но и на ориентированных на более широкую (и молодую) публику продуктах (включая карты BlueBird и EveryDay). При этом AXP на протяжении долгого времени демонстрирует высокую прибыльность (доходность на капитал в 2014 г. составила 29%).

Факторы роста

- Компания наращивает привлечение новых клиентов.
- Рост в результате нескольких ключевых инициатив (включая новые продукты).
- У AXP есть избыточный капитал, который можно направить на новые партнерские программы и другие точки роста.
- Контроль над операционными расходами может позволить показать лучшую динамику EPS по сравнению с ожиданиями рынка.

Риски

- Удержание клиентов кобрендовой карты Costco потребует значительных инвестиций, а успех не гарантирован.
- Усиление конкуренции в сегменте кредитных карт может стать причиной снижения чистой процентной маржи AXP.
- Осложнение геополитической обстановки в мире может привести к снижению выручки от дорожных чеков.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	P/B		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Capital One	COF US	44 473	80,94	13%	0,94	0,87	10,65	10,09
Discover Financial	DFS US	25 974	58,22	21%	2,19	2,04	10,97	10,12
Synchrony Financial	SYF US	25 463	30,54	11%	2,03	1,77	11,85	11,39
Медиана					2,03	1,77	10,97	10,12
American Express	AXP US	80 541	79,30	10%	3,76	3,61	14,46	13,76

Источник: Bloomberg

DISCOVER FINANCIAL

Вам и карты в руки

**Рекомендация
(консенсус)**

покупка

**Теор. цена
(консенсус)**

\$70,68

Потенциал роста

21%

Код Bloomberg	DFS US
Цена акции	\$58,22
Количество ао, млн	446
Рын. капитализация, \$ млрд	26,0
Дневной оборот, млн акций	3,39
Дивидендная доходность, %	1,58%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Чистая выручка	8,48	9,02	9,46
Чистый процентный доход	6,46	6,80	7,21
Чистая прибыль	2,32	2,34	2,38
Кредиты	70,0	73,8	78,3
Всего активов	83,1		
Акц. капитал	11,1		
Депозиты	46,1	48,1	50,3
BVPS, \$	23,5	26,6	28,5
EPS, \$	4,91	5,31	5,75
DPS, \$	0,92	1,08	1,19

Оценки стоимости			
Чист. процент. маржа	8,30%	9,69%	9,57%
Доля просроч. задолженности	0,26%		
Кредиты/депозиты	152%	154%	156%
RoA	3,0%	2,7%	2,7%
RoE	23,1%	21,1%	20,9%
P/E (x)	12,62	10,97	10,12
P/BV (x)	2,78	2,19	2,04
Коэффициент дивид. выплат	18,9%	20,4%	20,7%

Динамика акций	
1М	-1,9%
3М	-4,7%
12М	5,3%
Максимум за 52 недели	\$66,75
Минимум за 52 недели	\$54,02

Источник: Bloomberg

Discover Financial (DFS) – одна из ведущих компаний в сегментах кредитных карт и электронных платежей в США. Она предлагает кредитные карты, студенческие кредиты, розничные кредиты (на личные нужды), депозитные сертификаты и обладает собственной сетью ATM и POS-терминалов.

На протяжении продолжительного периода компания неизменно демонстрирует результаты лучше ожиданий и при этом улучшает прогнозы на последующий период. DFS поддерживает рост (высокий, по меркам американского рынка) – более 5% в годовом сопоставлении против 1-2% в среднем по сегменту, сохраняя высокие стандарты выдачи кредитов и таким образом поддерживая качество портфеля на должном уровне. Одной из ключевых точек роста являются потребительские кредиты, портфель которых увеличился на 19% в 2014 г. Аналитики отмечают серьезные улучшения в работе с торговыми сетями, инновационные продукты (IT Card), а также очень привлекательную бонусную программу.

Для привлечения депозитов DFS в основном полагается на удаленные каналы (Интернет), в отличие от привлечения денег в сети отделений, что дает операционные преимущества. При этом, для удержания клиентов (интернет-вкладчики могут уйти к конкурентам, повышающим ставки, так же быстро, как и пришли) компания в основном предлагает депозитные сертификаты (т.е. вклады с фиксированным сроком).

DFS отличает очень устойчивая ситуация с капиталом: достаточность капитала первого уровня на конец 2014 г. составила 14,9%.

Факторы роста

- Высокие уровни достаточности капитала позволяют компании возвращать деньги инвесторам как через дивиденды, так и посредством программы выкупа акций с рынка.
- Недавно запущенные продукты (точки роста) – кредиты на образование и ипотека – могут превзойти ожидания рынка.
- Рост экономики США может оказать дополнительную поддержку увеличению кредитного портфеля.

Риски

- Замедление роста до уровней (значительно) ниже ожиданий рынка.
- Кредитный риск: замедление экономики может привести к повышенным расходам на создание резервов по проблемным кредитам.
- Снижение прибыльности из-за изменений потребительских предпочтений.
- Действия регуляторов по дальнейшему ограничению рисков в финансовом секторе в целом и в сегментах кредитных карт и кредитов на образование в частности могут привести к повышению требований достаточности капитала и неблагоприятно отразиться на прибыльности DFS.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	P/B		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
American Express	AXP US	80 541	79,30	10%	3,76	3,61	14,46	13,76
Capital One	COF US	44 473	80,94	13%	0,94	0,87	10,65	10,09
Synchrony Financial	SYF US	25 463	30,54	11%	2,03	1,77	11,85	11,39
Медиана					2,03	1,77	11,85	11,39
Discover Financial	DFS US	25 974	58,22	21%	2,19	2,04	10,97	10,12

Источник: Bloomberg

THE WALT DISNEY COMPANY

Да пребудет с тобой сила!

**Рекомендация
(консенсус)** **покупка**
**Теор. цена
(консенсус)** \$107,77
Потенциал роста 1%

Код Bloomberg	DIS US
Цена акции	\$106,5
Количество ао, млн	1 700
Рын. капитализация, \$ млрд	181,02
Дневной оборот, млн акций	5
Дивидендная доходность, %	1,08%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	48,81	52,26	55,91
ЕБИТДА	13,66	15,52	16,97
ЕБИТ	11,37	13,37	14,82
Чистая прибыль	7,50	8,39	9,29
Всего активов	84,19		
Акц. капитал	48,18		
Чистый долг	11,42	10,90	8,47
Капзатраты	-3,31	-4,26	-3,19
FCF	6,47	6,40	8,46
EPS, \$	4,31	4,90	5,57
DPS, \$	0,86	1,12	1,25

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	27,98%	29,71%	30,35%
Рентабельность ЕБИТ	23,29%	25,60%	26,51%
Чистая рентабельность	15,37%	16,06%	16,62%
Чист. долг/ акц. капитал	н/д		
P/E (x)	20,52	21,72	19,14
P/CF (x)	15,79	13,90	15,19
EV/ЕБИТДА (x)	14,36	12,63	11,56
EV/Выручка (x)	4,02	3,75	3,51
P/BV (x)	3,36	3,89	3,52
RoE	16,9%	17,9%	21,6%

Динамика акций	
1М	0,1%
3М	13,0%
12М	37,2%
Максимум за 52 недели	\$108,9
Минимум за 52 недели	\$76,3

Источник: Bloomberg

The Walt Disney Company (Disney) – ведущая компания в сфере развлечений и медиа с узнаваемым брендом и диверсифицированным бизнесом в пяти сегментах: медиатрансляции, тематические парки развлечений, киностудии, потребительские товары и интерактивные продукты (видеоигры).

Выручка в сегменте медиатрансляций растет преимущественно благодаря доходам от рекламы и подписки на кабельный телеканал ESPN, а также благодаря усилению глобальных позиций Disney Channel. Парки развлечений (направление, выгодно отличающее компанию от конкурентов) демонстрируют устойчивый рост количества посещений наряду с постоянным увеличением расходов посетителей. Лидерские позиции компании в производстве фильмов и другого контента обеспечили рекордные результаты соответствующего сегмента в 2014 г.: целенаправленные приобретения успешных брендов (например, Star Wars в 2013 г.) и акцент на франшизу – основные составляющие успеха.

Долгосрочная стратегия Disney предполагает создание и усиление точек роста за счет распространения франшизы во все бизнес-сегменты, что обеспечивает стабильную генерацию значительных потоков выручки. Disney защищена высокими входными барьерами: благодаря уникальному портфелю объектов интеллектуальной собственности компания недостижима для конкурентов. Это обуславливает премию, с которой акции Disney торгуются к аналогам по мультипликатору 2015П P/E.

Результаты эмитента превосходят ожидания на протяжении пяти последних кварталов (результаты за 2К15 будут объявлены 5 мая 2015 г.).

Факторы роста

- Способность компании монетизировать контент и бренды через все сегменты бизнеса – долгосрочный катализатор.
- Ожидается, что релиз Star Wars в конце 2015 г. будет успешным, создав перспективу для дальнейшей монетизации соответствующего контента в других сегментах бизнеса.
- Открытие нового парка Shanghai Disney Resort в первом квартале 2016 г. и дальнейшее усиление позиций потребительских товаров Disney на китайском рынке.

Риски

- Падение рекламных доходов ESPN и ABC, основных драйверов развития медиасегмента.
- Сокращение посещаемости парков развлечений.
- Волатильность бизнеса киностудий: снижение количества релизов фильмов.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/ЕБИТДА		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Twenty-First Century	FOXA	71 705	34,06	0,15	12,62	10,97	20,21	16,73
Time Warner	TWX US	70 187	84,51	0,10	11,35	9,94	18,17	14,63
CBS Corporation	CBS US	30 441	61,32	0,08	11,01	10,08	17,07	14,10
Медиана					11,35	10,08	18,17	14,63
Disney	DIS US	181 020	106,51	0,01	12,63	11,56	21,72	19,14

Источник: Bloomberg

NIKE INC.

Спорт на каждый день

Рекомендация (консенсус)

покупка

Теор. цена (консенсус)

\$109,77

Потенциал роста

11%

Код Bloomberg	NKE US
Цена акции	\$99,27
Количество ао, млн	682
Рын. капитализация, \$ млрд	85,35
Дневной оборот, млн акций	4
Дивидендная доходность, %	1,05%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	27,80	30,52	32,44
ЕБИТДА	4,20	4,80	5,23
ЕБИТ	3,68	4,19	4,59
Чистая прибыль	2,69	3,14	3,43
Всего активов	18,59		
Акц. капитал	10,82		
Чистый долг	-3,77	-3,43	-3,81
Капзатраты	-0,88	-0,99	-1,09
FCF	2,12	2,88	2,59
EPS, \$	3,05	3,55	3,96
DPS, \$	0,93	1,06	1,19

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	15,10%	15,72%	16,12%
Рентабельность ЕБИТ	13,24%	13,72%	14,14%
Чистая рентабельность	9,69%	10,29%	10,56%
Чист. долг/акц. капитал	н/д		
P/E (x)	25,87	27,96	25,04
P/CF (x)	22,62	22,24	20,51
EV/ЕБИТДА (x)	19,35	16,94	15,53
EV/Выручка (x)	2,92	2,66	2,50
P/BV (x)	6,18	6,84	6,23
RoE	24,5%	27,3%	27,8%

Динамика акций	
1М	3,6%
3М	5,9%
12М	37,3%
Максимум за 52 недели	\$103,79
Минимум за 52 недели	\$71,10

Источник: Bloomberg

Nike Inc. – международная компания, занимающаяся дизайном, производством и продажей спортивной обуви, одежды и оборудования. Она является самым крупным ритейлером в своем сегменте, реализуя продукцию через собственные магазины и вебсайт, мультибрендовых ритейлеров и независимых дистрибьютеров. Офисы и подразделения Nike есть в 52 странах мира.

Рост популярности спортивного стиля одежды, а также мода на спортивный образ жизни способствует тому, что темпы роста спортивных ритейлеров опережают ритейлеров одежды в целом. При этом дальнейшему развитию способствует усиление диверсификации товаров как по видам спорта, так и для разных категорий потребителей: в частности, Nike планирует увеличить продажи на \$2 млрд к 2017 г. только за счет продажи спортивной одежды для женских видов спорта.

Важнейшим рынком для компании являются США: доля в совокупных продажах составляет 46%. Однако Nike активно наращивает долю на внешних рынках, в частности восстанавливает свои позиции в Китае (рост выручки +15% в третьем квартале 2015 финансового года). На протяжении последних кварталов компания улучшает валовую рентабельность за счет смещения фокуса в сторону высокомаржинальных товаров (45,9% в 3К15 vs 45,1% во 2К15).

Уникальной особенностью Nike можно считать повышенное внимание к инновациям (технологии Dri-Fit, Free, Lunar и Flywire), что позволяет успевать за изменениями потребительского спроса и отражается в сильных квартальных результатах. С целью увеличения узнаваемости бренда Nike заключает спонсорские контракты со многими спортивными звездами и командами в различных видах спорта.

У Nike действует четырехлетняя программа выкупа акций на общую сумму \$8 млрд, из которых еще осталось выкупить около \$3 млрд.

Факторы роста

В перспективе Nike может повысить рентабельность за счет увеличения доли продаж одежды по сравнению с обувью, наращивания доли розничных продаж по сравнению с оптовыми и расширения присутствия на внешних рынках.

Риски

- Неблагоприятная ситуация на рынке труда может способствовать снижению расходов потребителей.
- Ослабление конкурентной позиции на рынке в США.
- Существенное увеличение затрат на спонсорство.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/ЕБИТДА		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Under Armour	UA US	18 338	85,11	-6%	35,60	27,78	77,73	59,31
Lululemon	LULU US	9 682	68,20	0%	19,76	16,69	35,19	29,26
Adidas AG	ADS GR	15 955	76,26	-7%	11,69	10,53	22,64	19,56
Медиана					19,76	16,69	35,19	29,26
Nike	NKE US	85 347	99,27	11%	16,94	15,53	27,96	25,04

Источник: Bloomberg

DOLLAR GENERAL CORP.

«Доллар» цент бережет

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$81,65

Потенциал роста

9%

Код Bloomberg	DG US
Цена акции	\$75,16
Количество ао, млн	304
Рын. капитализация, \$ млрд	22,83
Дневной оборот, млн акций	4
Дивидендная доходность, %	0,0%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	17,50	20,52	22,39
ЕБИТДА	2,07	2,32	2,53
ЕБИТ	1,74	1,95	2,14
Чистая прибыль	1,03	1,16	1,28
Всего активов	10,87		
Акц. капитал	5,40		
Чистый долг	2,31	2,77	3,03
Капзатраты	-0,54	-0,55	-0,59
FCF	0,67	0,74	0,86
EPS, \$	3,17	3,94	4,56
DPS, \$	0,00	0,88	0,75

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	11,82%	11,31%	11,31%
Рентабельность ЕБИТ	9,92%	9,51%	9,54%
Чистая рентабельность	5,86%	5,67%	5,73%
Чистый долг/акц. капитал	0		
P/E (x)	17,46	19,06	16,49
P/CF (x)	14,99	15,91	13,88
EV/ЕБИТДА (x)	12,08	10,77	9,86
EV/Выручка (x)	1,43	1,22	1,12
P/BV (x)	3,31	4,13	3,95
RoE	20,1%	24,5%	25,6%

Динамика акций	
1М	1,2%
3М	11,1%
12М	36,2%
Максимум за 52 недели	\$76,39
Минимум за 52 недели	\$53,00

Источник: Bloomberg

Dollar General Corporation – крупнейший ритейлер бюджетного сегмента в США по количеству магазинов (более 11 800 магазинов у дома в 43 штатах). Ассортимент торговой сети состоит из брендированной продукции и качественных товаров частных марок, включая товары для ежедневного потребления, сезонную продукцию, товары для дома и одежду.

Dollar General нацелена на агрессивный рост: в конце января менеджмент прогнозировал открытие 730 магазинов и модернизацию еще 875 магазинов в 2015 г., а также открытие 900 магазинов в 2016 г.

В 2014 г. сопоставимая выручка Dollar General повысилась 25-й год подряд, что свидетельствует о практически полной нецикличности бизнеса сети. Кроме того, в течение года компании удалось наращивать сопоставимые продажи последовательно в каждом квартале (1,5%, 2,1%, 2,8%, 4,9%), что существенно поддержало совокупную выручку. Рост притока покупателей обеспечен реализацией потребительских товаров в ценовой категории до \$25, причем на конец 2014 г. около 75% всех товаров находились в ценовой категории до \$5 включительно. Низкие цены достигаются за счет ограниченного количества наименований в каждой категории товара.

Основными конкурентными преимуществами Dollar General являются лучшее ценообразование, политика максимального сдерживание затрат, широкий ассортимент частных марок, а также эффективное управление запасами.

Компания проводит выкуп акций: в 2014 г. было приобретено акций на сумму \$800 млн, и недавно было объявлено о продолжении программы выкупа еще на \$1 млрд. Кроме того, Dollar General инициировала выплату квартального дивиденда в размере 22 центов на акцию.

Факторы роста

- Бизнес-модель компании позволяет открывать магазины в населенных пунктах до 1 500 человек, что обеспечивает обширные возможности для дальнейшего роста.
- Постоянный мониторинг всех открытых магазинов: своевременное переоборудование или перенос магазинов в более прибыльные районы.
- Включение в ассортимент новых товарных категорий (например, табак в 2013 г.), что будет поддерживать рост покупательского трафика.

Риски

- Усиление позиций конкурентов за счет более агрессивных промокампаний.
- Увеличение затрат (расходов на персонал, топливо).

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/ЕБИТДА		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Dollar Tree	DLTR US	16 835	81,82	4%	11,47	10,58	23,33	20,47
Family Dollar	FDO US	9 105	79,51	-4%	12,52	11,63	29,19	26,45
Big Lots	BIG US	2 536	47,03	18%	6,94	6,43	16,38	13,66
Медиана					11,47	10,58	23,33	20,47
Dollar General	DG US	22 826	75,16	9%	10,77	9,86	19,06	16,49

Источник: Bloomberg

MICHAEL KORS HOLDINGS

Мода проходит, рост остается

Рекомендация (консенсус)	ПОКУПКА
Теор. цена (консенсус)	\$86,36
Потенциал роста	35%

Michael Kors Holdings – растущий мировой бренд в сегменте товаров роскоши, объединяющий производство одежды, обуви и аксессуаров. Компания реализует продукцию через собственные магазины (розничный сегмент – 48% выручки), оптовую торговлю (48% выручки) и посредством онлайн-торговли. Кроме того, Michael Kors заключает лицензионные соглашения на продвижение своих аксессуаров (4% выручки).

Michael Kors активно развивает сегмент онлайн-продаж, который становится важным каналом дистрибуции на рынке роскоши и имеет все шансы стать существенным источником роста доходов в среднесрочной перспективе: на данный момент на него приходится около 7% выручки внутреннего рынка. Что касается оптового сегмента, то в рамках его оптимизации компания предпринимает шаги по реформированию бизнеса в сторону открытия корнеров в формате *shop-in-shop*, которые укрепляют бренд и способствуют увеличению выручки.

Michael Kors может успешно расширять присутствие на международном рынке (сейчас 15% от выручки): прирост выручки в Европе и Японии составил 72% в третьем квартале 2015 финансового года. Компания планирует активно развивать восточное направление (Китай, Южная Корея, Юго-Восточная Азия): на данный момент основным рынком для продвижения товаров компании является Япония (один из самых перспективных рынков товаров роскоши), где планируется открыть 100 магазинов.

Michael Kors характеризуется сильной денежной позицией (\$950 млн на конец 3К15) и стремится возвращать стоимость акционерам. В частности, компания запустила программу выкупа акций на сумму порядка \$1 млрд (в 3К15 было выкуплено бумаг на сумму около \$400 млн).

Факторы роста

Основным драйвером роста остается увеличение торговых площадей по всему миру. Менеджмент планирует открыть 700 магазинов в течение ближайших нескольких лет (400 на внутреннем рынке, 200 в Европе и 100 в Японии). Одновременно с этим эффект от четкой диверсификации бизнеса в разрезе географии, продуктового ассортимента и каналов продаж продолжит поддерживать рентабельность.

Риски

Как у любой растущей компании в сфере ритейла, существует риск замедления темпов открытий, что может сказаться на динамике выручки. Вместе с тем мы обращаем внимание на проблему сохранения эффективности бизнеса при достаточно агрессивной экспансии, решить которую, однако, может сильный менеджмент.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын.кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/EBITDA		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
Ralph Lauren Corp.	RL US	12 008	137,53	9%	8,62	9,15	17,63	18,86
Coach Inc.	COH US	11 720	42,49	-5%	10,84	10,11	22,43	21,11
Macy's Inc	M US	23 622	69,15	0%	7,21	7,05	14,55	13,22
Медиана					8,62	9,15	17,63	18,86
Michael Kors	KORS US	12 872	64,12	35%	8,51	7,58	14,93	13,42

Источник: Bloomberg

Код Bloomberg	KORS US
Цена акции	\$64,12
Количество ао, млн	201
Рын.капитализация, \$ млрд	12,87
Дневной оборот, млн акций	3
Дивидендная доходность, %	0,0%

Финансовые показатели, \$ млрд	2014	2015П	2016П
Выручка	3,31	4,38	5,10
EBITDA	1,09	1,40	1,57
EBIT	1,01	1,27	1,41
Чистая прибыль	0,66	0,88	0,97
Всего активов	2,22		
Акц. капитал	1,81		
Чистый долг	-0,96	-1,09	-1,64
Капзатраты	-0,18	-0,40	-0,40
FCF	0,45	0,50	0,64
EPS, \$	3,27	4,30	4,78
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости	2014	2015П	2016П
Рентабельность EBITDA	32,86%	31,98%	30,86%
Рентабельность EBIT	30,45%	29,00%	27,74%
Чистая рентабельность	19,98%	20,18%	18,93%
Чист. долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	28,77	14,93	13,42
P/CF (x)	29,74	16,75	13,28
EV/EBITDA (x)	10,96	8,51	7,58
EV/Выручка (x)	3,60	2,72	2,34
P/BV (x)	10,49	5,72	4,25
RoE	46,4%	41,4%	35,7%

Динамика акций	
1М	-1,0%
3М	-3,6%
12М	-26,4%
Максимум за 52 недели	\$98,96
Минимум за 52 недели	\$63,06

Источник: Bloomberg

TIFFANY & CO.

Роскошь как она есть

**Рекомендация
(консенсус)**

покупка

**Теор. цена
(консенсус)**

\$97,47

Потенциал роста

9%

Код Bloomberg	TIF US
Цена акции	\$89,08
Количество ао, млн	129
Рын. капитализация, \$ млрд	11,52
Дневной оборот, млн акций	2
Дивидендная доходность, %	1,66%

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	4,03	4,31	4,61
ЕБИТДА	0,48	1,09	1,22
ЕБИТ	0,30	0,89	1,00
Чистая прибыль	0,18	0,54	0,62
Всего активов	4,75		
Акц. капитал	2,73		
Чистый долг	0,64	0,24	0,13
Капзатраты	-0,22	-0,26	-0,27
FCF	-0,07	0,47	0,41
EPS, \$	1,42	4,20	4,77
DPS, \$	1,34	1,58	1,70

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	12,03%	25,28%	26,45%
Рентабельность ЕБИТ	7,55%	20,67%	21,74%
Чистая рентабельность	4,50%	12,59%	13,36%
Чист. долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	21,46	21,22	18,67
P/CF (x)	68,76	16,03	15,36
EV/ЕБИТДА (x)	24,57	10,94	9,78
EV/Выручка (x)	2,96	2,76	2,59
P/BV (x)	3,92	3,70	3,39
RoE	18,8%	18,0%	19,1%

Динамика акций	
1М	3,8%
3М	2,7%
12М	5,0%
Максимум за 52 недели	\$110,60
Минимум за 52 недели	\$82,64

Источник: Bloomberg

Tiffany & Co. – один из самых узнаваемых мировых брендов, 92% выручки компании приходится на сегмент ювелирных украшений, который является одним из самых быстрорастущих сегментов рынка роскоши благодаря фундаментальным изменениям. В частности, доля брендированной продукции удвоилась за последние десять лет, но все еще составляет 20% рынка, что открывает возможности для дальнейшего роста.

Высокий спрос на товары люксовой категории в развивающихся странах Азии (и особенно в Китае) оказывает существенную поддержку производителям и ритейлерам данного сегмента. Выручка Tiffany за последние четыре года выросла на 38% благодаря исключительной динамике продаж в Азиатско-Тихоокеанском регионе (+88%, преимущественно за счет Китая). Тем не менее, в последнее время сильный доллар негативно влияет на результаты компании в иностранной валюте (52% от выручки). Кроме того, расходы потребителей во время путешествий (данный фактор серьезно воздействует на спрос на ювелирные украшения) тоже находятся под давлением из-за непривлекательных курсовых разниц и геополитических конфликтов.

Долгосрочная стратегия Tiffany сводится к завоеванию ключевых рынков, которое будет способствовать повышению выручки (как пример – открытие первого магазина в Москве). Новая амбициозная команда менеджеров уже проявляет себя: основные усилия направлены на укрепление люксового бренда посредством запуска коллекции «Т», смещения акцента с серебряных изделий на золотые, повышения класса магазинов за счет более роскошного внешнего вида и других маркетинговых усилий.

Факторы роста

Запуск масштабной коллекции «Т» в 2014 г. в сочетании с энергичной маркетинговой кампанией и верным позиционированием обеспечивает растущий приток покупателей, способствуя увеличению выручки.

Риски

- Неблагоприятные колебания валютных курсов.
- Инвестиции в открытие магазинов, рекламу и поддержание бренда на внешних рынках могут оказывать давление на прибыль.
- Повышение цен на используемые материалы.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/ЕБИТДА		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016
Signet	SIG US	10 914	136,00	2%	12,56	10,92	20,14	17,00
Pandora A/S	PNDORA DC	86 094	672,00	-1%	15,28	13,11	19,20	15,91
Chow Tai Fook	1929 HK	89 600	8,96	18%	10,98	9,45	14,52	12,55
Медиана					12,56	10,92	19,20	15,91
Tiffany & Co.	TIF US	11 516	89,08	9%	10,94	9,78	21,22	18,67

Источник: Bloomberg

ALCOA INC

Впереди планеты всей

Рекомендация (консенсус)	покупка
Теор. цена (консенсус)	\$18,40
Потенциал роста	37%

Код Bloomberg	AA US
Цена акции	\$13,29
Количество ао, млн	1 222
Рын. капитализация, \$ млрд	16,24
Дневной оборот, млн акций	30
Дивидендная доходность, %	0,90%

	Финансовые показатели, \$ млн		
	2014	2015П	2016П
Выручка	23 906	24 242	26 224
ЕВITDA	2 389	4 210	4 573
ЕВIT	1 017	2 864	3 245
Чистая прибыль	268	1 287	1 553
Всего активов	37 399		
Акц. капитал	14 794		
Чистый долг	6 975	6 433	5 685
Капзатраты	-1 219	-1 380	-1 353
FCF	455	732	1 412
EPS, \$	0,21	1,06	1,22
DPS, \$	0,12	0,12	0,13

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕВITDA	10,0%	17,4%	17,4%
Рентабельность ЕВIT	4,3%	11,8%	12,4%
Чистая рентабельность	1,1%	5,3%	5,9%
Чистый долг / акц. капитал	0,5		
P/E (x)	17,9	12,6	10,9
P/CF (x)	11,0	7,6	7,0
EV/ЕВITDA (x)	11,5	6,5	6,0
EV/Выручка (x)	1,1	1,1	1,0
P/BV (x)	1,7	1,3	1,1
RoE	9,7%	9,2%	10,6%

Динамика акций	
1М	-2,1%
3М	-11,1%
12М	3,3%
Максимум за 52 недели	\$17,75
Минимум за 52 недели	\$12,50

Источник: Bloomberg

Alcoa – крупнейшая частная компания на рынке алюминия и один из пионеров в производстве алюминия (ее история началась в конце 19-го века). Alcoa позиционирует себя как разработчик, внедряющий технологии по производству и промышленному использованию легких металлов. Ключевым отличием компании от крупнейших конкурентов является диверсификация бизнеса благодаря выпуску продукции глубоких уровней передела, с высокой добавленной стоимостью.

Последние новости и тенденции отрасли и компании. После сильного роста в 2014 г. алюминий снова начинает сдавать позиции, уже потеряв в стоимости около 5% с начала 2015 г. Против него играют несколько фундаментальных факторов: продолжающийся рост производства конечного металла в Китае и, как следствие, растущий экспорт из страны. Кроме того, реализуемая реформа правил складирования Лондонской биржи металлов (LME) должна сделать физические поставки металла более доступными. Это уже привело к существенному падению премий за физическую поставку алюминия (один из ключевых факторов выживания для отрасли в последние годы), которые после роста в среднем с \$280/т до \$490/т в 2014 г. и пика в \$600/т в начале 2015 г. откатились примерно на 20-40%, в зависимости от региона.

Alcoa не изменила своей традиции открывать период отчетности американских (а сейчас и мировых) компаний, обнародовав 8 апреля результаты за первый квартал 2015 г. Несмотря на относительно холодную реакцию рынка, результаты были существенно лучше показателей предыдущего года и смогли превзойти ожидания. Компания добилась заметного сокращения затрат за счет закрытия убыточных мощностей, увеличив загрузку более эффективных предприятий. Программа оптимизации объемов производства продолжается.

Факторы роста. В последние несколько месяцев Alcoa объявила о покупке или закрыла сделки по приобретению нескольких компаний в сегменте высоких переделов (RTI, TITAL, Firth Rixson), с особым упором на авиакосмическую отрасль. Их успешная интеграция должна позволить Alcoa увеличить выручку примерно на 10% и еще больше сократить зависимость от волатильного рынка первичного алюминия. Кроме того, компания продолжает реализовывать стратегическую программу оптимизации мощностей по производству глинозема и первичного алюминия. В результате она хочет добиться снижения себестоимости по этим продуктам до 38-го и 21-го перцентилей соответственно.

Риски. Цены на алюминий остаются под давлением из-за перепроизводства металла. Ситуация обостряется и из-за резкого сокращения премий на поставки физического металла на всех основных рынках. К тому же риск замедления глобального экономического роста может привести к сокращению спроса в сегментах-потребителях продукции высокого передела (аэрокосмическая отрасль, автомобилестроение и т.д.).

Инвестиционная оценка. Акции Alcoa торгуются с существенным дисконтом (около 20%) к крупнейшим отраслевым эквивалентам по показателю EV/ЕВITDA и около 10-15% по P/E, хотя эмитент отличается гораздо лучшей ситуацией с долгом и хорошей диверсификацией бизнеса, а следовательно, большей стабильностью в сравнении с конкурентами.

Сопоставимые компании металлургического сектора

Компания	Страна	Цена акции (\$)	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	Теор. цена (Bloomberg) (\$)	Потенциал (%)	Всего рекомендаций аналитиков	Всего рекомендаций ПОКУПКА	ПОКУПКА как % всех рек-ий	EV/EBITDA (x)		P/E (x)		Чистый долг /EBITDA 2015П
										2015П	2016П	2015П	2016П	
Производители алюминия														
Aluminum Corp of China Ltd	Китай	0,66	13 581	28 970	0,46	-30%	17	3	18%	22,2	15,1	н/д	н/д	10,40
Norsk Hydro ASA	Норвегия	5,47	11 317	12 050	6,23	14%	30	21	70%	6,0	5,7	12,6	11,9	-0,03
United Co RUSAL PLC	Россия	0,64	9 703	18 553	0,87	36%	18	11	61%	7,5	7,7	5,4	5,0	3,56
Shandong Nanshan Aluminum	Китай	1,87	5 298	6 446	н/д	н/д	2	2	100%	17,4	15,9	32,6	29,2	2,35
Hindalco Industries Ltd	Индия	2,18	4 503	13 649	2,77	27%	39	21	54%	8,3	7,0	10,7	8,5	5,39
Aluar Aluminio Argentino	Аргентина	1,16	2 908	3 000	1,03	-11%	2	1	50%	8,5	6,5	15,5	12,8	0,18
Kaiser Aluminum Corp	США	76,34	1 333	1 439	80,50	5%	10	7	70%	7,6	6,8	16,1	14,0	0,56
Century Aluminum Co	США	13,37	1 191	1 282	20,57	54%	10	5	50%	4,5	4,3	6,6	6,1	0,32
Отраслевая медиана										8,0	6,9	14,0	12,4	
Alcoa Inc	США	13,29	16 244	26 139	17,83	34%	20	13	65%	6,5	6,0	12,6	10,9	1,81
премия / дисконт										-18%	-13%	-10%	-12%	
Крупные диверсифицированные металлургические и добывающие компании														
BHP Billiton	Австралия	20,77	115 485	146 748	23,50	13%	33	14	42%	6,1	6,6	14,4	16,3	1,03
Rio Tinto	Велик-ия	41,28	75 979	96 586	48,19	17%	34	18	53%	7,1	6,2	13,6	11,7	0,90
Anglo American	Велик-ия	14,65	20 535	38 082	18,08	23%	33	9	27%	6,1	5,1	12,2	9,3	1,89
Glencore	Швейцария	4,18	54 700	107 476	4,76	14%	29	14	48%	9,0	7,4	17,0	11,2	4,19
Отраслевая медиана										6,6	6,4	14,0	11,4	
Alcoa Inc	США	13,29	16 244	26 139	17,83	34%	20	13	65%	6,5	6,0	12,6	10,9	1,81
премия / дисконт										-1%	-6%	-10%	-4%	

Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 1. Alcoa: форвардный мультипликатор EV/EBITDA



График 2. Alcoa: форвардный мультипликатор P/E



Источники: Bloomberg, оценка Атона

CHESAPEAKE ENERGY CORP

Прав ли Карл Айкан?

Рекомендация
(консенсус)

ДЕРЖАТЬ

Теор. цена
(консенсус)

\$18,16

Потенциал роста

20%

Код Bloomberg	CHK US
Цена акции	\$14,77
Количество ао, млн	665
Рын. капитализация, \$ млрд	9,82
Дневной оборот, млн акций	25
Дивидендная доходность, %	2,37%

	Финансовые показатели, \$ млн		
	2014	2015П	2016П
Выручка	19 557	14 371	14 596
ЕБИТДА	4 998	3 055	3 399
ЕБИТ	2 083	428	523
Чистая прибыль	1 917	-116	50
Всего активов	40 751		
Акц. капитал	18 205		
Чистый долг	7 427	10 439	11 619
Капзатраты	-6 618	-3 909	-3 853
FCF	-1 984	-1 227	-1 042
EPS, \$	1,93	-0,07	0,17
DPS, \$	0,35	0,35	0,34

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	25,6%	21,3%	23,3%
Рентабельность ЕБИТ	10,7%	3,0%	3,6%
Чистая рентабельность	9,8%	-0,8%	0,3%
Чистый долг / акц. капитал	0,4		
P/E (x)	25,7	н/д	89,5
P/CF (x)	2,8	4,6	3,4
EV/ЕБИТДА (x)	4,3	7,1	6,4
EV/Выручка (x)	1,1	1,5	1,5
P/BV (x)	0,9	0,7	0,7
RoE	3,7%	1,4%	2,7%

Динамика акций	
1М	7,0%
3М	-21,3%
12М	-41,6%
Максимум за 52 недели	\$29,92
Минимум за 52 недели	\$13,38

Источник: Bloomberg

Chesapeake Energy – один из лидеров среди производителей сланцевого газа в США (второе место по объемам добычи в стране после ExxonMobil). В последнее время компания активно наращивала долю производства сланцевой нефти и конденсата. Акции Chesapeake сильно пострадали на фоне ослабления цен на нефть и природный газ в США, показав один из худших результатов с начала года среди компонентов индекса S&P500.

История и последние тенденции. За Chesapeake все еще тянется скандальный шлейф от наследия, доставшегося от предыдущего менеджмента. Обри Макклendon – один из основателей компании, некогда председатель ее совета директоров и главный исполнительный директор – вывел Chesapeake в лидеры среди независимых нефтегазовых компаний в США, активно скупая земельные участки для разведки и добычи нефти. В результате Chesapeake присутствует практически в каждом значимом районе добычи сланцевой нефти и газа в США. К сожалению, такой прирост активов финансировался за счет заемных средств и подписания многочисленных контрактов на транспортировку газа и нефти, которые накладывали на компанию существенные обязательства по объемам транспортировки. Наконец, Макклendon был уличен в провоцировании конфликта интересов при заключении ряда сделок с активами Chesapeake. В итоге, ряд инвесторов-активистов подняли вопрос о смене руководства. В их числе был Карл Айкан (известен по активной работе с Apple и Herbalife), впервые заявивший о своей доле в компании в 2012 г. После смены руководства в начале 2013 г. Chesapeake взяла курс на снижение долговой нагрузки, контроль над расходами и продажу активов. Айкан продолжает верить в будущее компании, увеличив свою долю до 11% в конце марта. Тогда же существенный пакет купил и председатель совета директоров Арчи Данэм.

Факторы роста. Компания может выиграть от разворота цен на газ (около 70% объемов производства). США находятся на пороге «эры экспорта газа», ожидая в ближайшие несколько лет ввода в эксплуатацию объектов по производству СПГ. Это должно уменьшить переизбыток предложения газа на внутреннем рынке. Кроме того, разворот на рынке нефти также позитивно повлияет на результаты Chesapeake. Компания готова и дальше избавляться от непрофильных активов и снижать долг. Вместе с тем подушка наличности около \$4 млрд делает ее готовой к поглощению более слабых конкурентов. Наконец, продолжается программа обратного выкупа акций на \$1 млрд.

Риски. Падение цен на нефть и газ может весьма негативно повлиять на финансовые показатели Chesapeake в 2015 г. В то же время, из-за обязательств по старым транспортным контрактам, превышающим требования компании к объемам транспортировки углеводородов, ее расходные статьи существенно завышены. Chesapeake все еще предстоит выплатить более \$11 млрд долга (правда, существенных выплат не ожидается до 2017 г.)

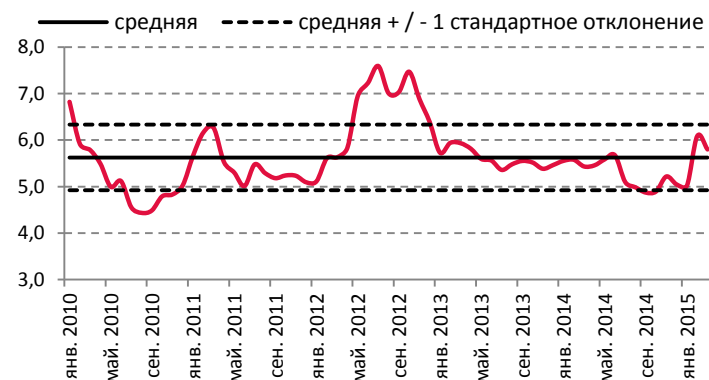
Инвестиционная оценка. Нам представляется, что большая часть вероятного негатива уже учтена в котировках. По показателю EV/ЕБИТДА эмитент является одним из самых дешевых в секторе (см. таблицу далее). Кроме того, несмотря на небольшой отскок котировок в последнее время, данный показатель незначительно превышает историческую среднюю (см. график ниже).

Независимые нефтегазовые компании

Компания	Страна	Цена акции (\$)	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	Теор. цена (Bloomberg) (\$)	Потенциал (%)	Всего рекомендаций аналитиков	Всего рекомендаций ПОКУПКА	ПОКУПКА как % всех рек-ий (%)	EV/ЕБИТDA (x)		P/E (x)		Чистый долг /ЕБИТDA 2015П
										2015П	2016П	2015П	2016П	
EOG Resources	США	94,04	51 578	55 400	100,53	7%	41	30	73%	12,3	9,0	212,7	44,1	0,85
Continental Resources	США	48,13	17 958	23 932	49,85	4%	30	14	47%	11,6	8,3	1040,6	41,7	2,89
EQT Corporation	США	83,38	12 633	16 334	96,71	16%	22	14	64%	10,8	8,9	46,0	32,8	1,27
Range Resources	США	55,24	9 335	12 408	69,03	25%	41	27	66%	12,3	10,7	84,3	66,1	3,04
Whiting Petroleum	США	34,30	7 014	12 573	42,84	25%	38	24	63%	7,9	6,0	н/д	32,1	3,49
EP Energy	США	12,37	3 038	7 614	13,83	12%	24	10	42%	4,8	5,3	18,7	62,5	2,91
WPX Energy	США	12,31	2 520	4 868	15,42	25%	15	11	73%	5,8	6,4	н/д	н/д	2,65
PDC Energy	США	52,63	2 073	2 722	64,00	22%	26	23	88%	6,5	5,6	28,1	25,6	1,56
Отраслевая медиана										9,4	7,6	67,0	42,8	
Chesapeake Energy	США	14,77	9 824	18 553	17,76	20%	33	11	33%	7,1	6,4	н/д	89,5	2,43
премия / дисконт										-25%	-16%	н/д	109%	

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Chesapeake Energy: форвардный мультипликатор EV/ЕБИТDA



Источники: Bloomberg, оценка Атона

FIRST SOLAR INC

В надежде на светлое будущее

Рекомендация (консенсус)

покупка

Теор. цена (консенсус)

\$66,77

Потенциал роста

9%

Код Bloomberg	FSLR US
Цена акции	\$61,41
Количество ао, млн	101
Рын. капитализация, \$ млрд	6,19
Дневной оборот, млн акций	2
Дивидендная доходность, %	0,00%

Финансовые показатели, \$ млн	2014	2015П	2016П
Выручка	3 392	3 596	3 943
ЕБИТДА	670	581	634
ЕБИТ	424	331	445
Чистая прибыль	397	258	346
Всего активов	6 724		
Акц. капитал	5 027		
Чистый долг	-1 774	-1 459	-1 764
Капзатраты	-258	-344	-325
FCF	423	-118	248
EPS, \$	3,97	2,90	3,32
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости	2014	2015П	2016П
Рентабельность ЕБИТДА	19,8%	16,2%	16,1%
Рентабельность ЕБИТ	12,5%	9,2%	11,3%
Чистая рентабельность	11,7%	7,2%	8,8%
Чистый долг / акц. капитал	н/д		
P/E (x)	12,2	21,2	18,5
P/CF (x)	6,6	10,6	9,1
EV/ЕБИТДА (x)	6,6	7,6	7,0
EV/Выручка (x)	1,3	1,2	1,1
P/BV (x)	0,9	1,2	1,1
RoE	7,8%	6,4%	5,8%

Динамика акций	
1М	1,3%
3М	45,2%
12М	-10,1%
Максимум за 52 недели	\$73,78
Минимум за 52 недели	\$39,18

Источник: Bloomberg

First Solar – один из крупнейших глобальных разработчиков и производителей солнечных панелей. Компания использует собственные разработки в производстве тонкопленочных полупроводниковых фотоэлементов, что делает ее практически единственным производителем в мире, не применяющим кремниевую основу при создании своих панелей. First Solar также считается одним из ведущих поставщиков решений для солнечной генерации. Компания спроектировала, профинансировала и ввела в эксплуатацию более 10 ГВт электрогенерирующих мощностей по всему миру.

Последние тенденции в секторе. Компании сектора альтернативных источников энергии пострадали из-за падения цен на нефть, которое усилило опасения инвесторов относительно того, что альтернативные источники энергии не смогут конкурировать с дешевой нефтью. Хотя косвенное влияние рынка углеводородов нельзя не учитывать, стоит отметить, что нефть не является прямым конкурентом альтернативных источников энергии, поскольку применение продуктов ее переработки в производстве электроэнергии крайне ограничено и характеризуется относительно высокой себестоимостью.

Вместе с тем агентство *Bloomberg* (функция LCOE) сообщает, что себестоимость производства электроэнергии для наиболее эффективных производителей на основе тонкопленочных полупроводников (*thin film photovoltaics*), с учетом капитальных затрат и стоимости капитала, снизилась к концу 2014 г. до \$80-90 за МВт*ч. Это уже сравнимо с угольными электростанциями (\$30-150 за МВт*ч) и газовыми когенераторами (\$50-160 за МВт*ч) – наиболее дешевыми производителями после гидрогенерации.

Факторы роста. В начале марта компания направила в американские уполномоченные органы запрос о регистрации СП с SunPower Corp, с последующим выводом созданной компании (8point3 Energy Partners LP) на IPO. Последнее должно послужить источником наличных средств для партнеров. Новая структура будет относиться к эмитентам с высокой дивидендной доходностью (выплата прибыли в виде дивидендов акционерам в обмен на низкое налогообложение), что должно еще больше повысить привлекательность акций материнской компании.

Риски. Цена нефти имеет косвенное влияние на себестоимость генерации электроэнергии. Главный риск мы видим в снижении цен на газ и уголь – основные (и наиболее дешевые) виды топлива для электрогенерации. Удешевление соответствующих форм генерации может помешать распространению и окупаемости альтернативных источников энергии. Кроме того, окупаемость альтернативной энергетики во многих странах, где присутствует First Solar, зависит от государственных дотаций и жесткости экологического законодательства, которые подвержены изменениям.

Инвестиционная оценка. First Solar относится к быстрорастущим компаниям, но ее выгодно отличает низкий уровень долга и существенный объем наличности на счетах (около \$2 млрд на конец 2014 г.). Акции эмитента торгуются с существенным дисконтом к отраслевым эквивалентам по показателю EV/ЕБИТДА 2015-2016П, на уровне близком к китайским конкурентам (см. таблицу ниже). Небольшая премия по P/E, на наш взгляд, оправдана низким долгом. Наконец, несмотря на сильный рост котировок за последние месяцы, форвардный показатель EV/ЕБИТДА акций First Solar все еще колеблется вблизи среднеисторического значения (*график 1*).

Компании сегмента альтернативной энергетики

Компания	Страна	Цена акции (\$)	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	Теор. цена (Bloomberg)		Всего рекомендаций аналитиков	Всего рекомендаций ПООУПКА	ПОКУПКА как % всех рек-ий (%)	EV/ЕБИТДА (x)		P/E (x)		Чистый долг /ЕБИТДА 2015П
					Потенциал (\$)	(%)				2015П	2016П	2015П	2016П	
TerraForm Power Inc	США	40,95	5 102	7 276	40,29	-2%	10	8	80%	19,0	11,9	105,4	62,3	2,95
SunPower Corp	США	32,50	4 273	4 570	42,00	29%	15	11	73%	14,5	11,7	22,7	15,2	0,72
NextEra Energy Partners	США	43,16	4 020	5 919	44,50	3%	14	6	43%	14,4	10,2	54,8	35,3	4,24
Pattern Energy Group Inc	США	29,56	2 041	3 971	34,21	16%	13	10	77%	14,5	10,7	60,4	29,5	5,10
Ormat Technologies Inc	США	37,90	1 847	2 820	34,25	-10%	7	2	29%	10,0	9,4	24,3	21,0	3,42
Canadian Solar Inc	Канада	35,22	1 933	2 409	47,61	35%	10	10	100%	5,9	3,6	10,2	7,4	1,12
Energy Developments Ltd	Австралия	5,38	921	1 339	5,55	3%	8	7	88%	8,2	7,7	19,9	16,0	2,57
Shanghai Aerospace	Китай	2,15	2 692	3 182	2,66	24%	4	4	100%	14,7	12,7	29,8	21,5	2,23
Trina Solar Ltd	Китай	12,31	1 134	1 899	15,37	25%	16	8	50%	6,3	4,9	11,4	9,1	2,45
JinkoSolar Holding Co Ltd	Китай	29,26	900	1 802	35,07	20%	10	8	80%	6,1	4,8	6,8	5,7	2,26
GCL-Poly Energy Holdings	Китай (Гонконг)	0,34	5 316	10 652	0,33	-5%	38	31	82%	8,1	6,7	15,1	11,1	3,79
Concord New Energy	Китай (Гонконг)	0,08	739	904	0,09	14%	10	9	90%	7,1	5,7	11,6	9,7	1,20
Neo Solar Power Corp	Тайвань	0,92	791	860	0,78	-16%	13	2	15%	12,9	14,6	н/д	н/д	0,82
Отраслевая медиана										10,0	9,4	21,3	15,6	
Отраслевая медиана (развитые рынки)										14,4	10,2	24,3	21,0	
Отраслевая медиана (развивающиеся рынки)										7,6	6,2	11,6	9,7	
First Solar Inc	США	61,41	6 190	4 415	65,93	7%	18	8	44%	7,6	7,0	21,2	18,5	-3,05
премия / дисконт										-24%	-26%	-1%	19%	

Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 1. FSLR: форвардный мультипликатор EV/ЕБИТДА



График 2. FSLR: форвардный мультипликатор P/E



Источник: Bloomberg

TESLA MOTORS INC

От эксклюзивной игрушки к массовому автомобилю?

Рекомендация (консенсус)	покупка
Теор. цена (консенсус)	\$257,83
Потенциал роста	27%

Код Bloomberg	TSLA US	
Цена акции	\$209,8	
Количество ао, млн	126	
Рын. капитализация, \$ млрд	26,38	
Дневной оборот, млн акций	6	
Дивидендная доходность, %	0,0%	

Финансовые показатели, \$ млн	2014	2015П	2016П
Выручка	3 198	5 712	8 744
ЕБИТДА	45	491	1 085
ЕБИТ	-187	96	626
Чистая прибыль	-294	80	538
Всего активов	5 849		
Акц. капитал	912		
Чистый долг	582	781	1 078
Капзатраты	-970	-1 582	-1 683
FCF	-1 027	-577	-320
EPS, \$	-2,36	0,53	3,73
DPS, \$	0,00	0,00	0,00

Оценки стоимости	2014	2015П	2016П
Рентабельность ЕБИТДА	1,4%	8,6%	12,4%
Рентабельность ЕБИТ	-5,8%	1,7%	7,2%
Чистая рентабельность	-9,2%	1,4%	6,1%
Чистый долг / акц. капитал	0,6		
P/E (x)	н/д	394,3	56,2
P/CF (x)	н/д	99,0	43,7
EV/ЕБИТДА (x)	596,0	54,9	24,9
EV/Выручка (x)	8,4	4,7	3,1
P/BV (x)	30,7	28,4	19,5
RoE	-37,2%	-1,2%	34,8%

Динамика акций	
1М	11,2%
3М	8,9%
12М	5,9%
Максимум за 52 недели	\$291,4
Минимум за 52 недели	\$177,2

Источник: Bloomberg

«Не просто автомобилестроитель, а высокотехнологичная компания, нацеленная на дизайн и инновации в энергетике», – так характеризует себя Tesla Motors, основанная в 2003 г. группой инженеров в Кремниевой долине, убежденных в превосходстве электромобилей над машинами, работающими на двигателях внутреннего сгорания. Собственные инновационные разработки в сочетании с прорывным дизайном, высококлассными методами производства и оригинальной моделью продаж призваны сделать компанию одним из лидеров на растущем рынке электромобилей.

Последние тенденции в секторе. Tesla начинает сталкиваться с растущей конкуренцией со стороны традиционных автопроизводителей, намеренных отвоевать для себя долю рынка электромобилей. И премиальные марки (BMW, Mercedes, Audi), и массовые производители (General Motors, Nissan и др.) на последних автошоу в США и Европе представили ряд моделей на роль конкурентов Tesla. Тем не менее, компания не отказывается от планов увеличить продажи флагманской Model S и приступить к выпуску новых моделей – Model X в нише SUV и Model 3 на массовом рынке.

Факторы роста

Компания стоит на пороге ряда серьезных изменений.

- Увеличение продаж Model S до 50 300 единиц в 2015 г. (Tesla реализовала почти 33 тыс. единиц в 2014 г. и уже более 10 тыс. автомобилей в первом квартале 2015 г.) и начало производства Model X (план на 2015 г. – 12,5 тыс. единиц). Компания планирует увеличить продажи до 500 тыс. к 2020 г., а с 2025 г. достигнуть показателя «миллионов» единиц.
- CEO Tesla Элон Маск в своем блоге объявил о готовящейся на 30 апреля презентации нового продукта, которым может стать Model 3 для широкого круга потребителей. От успеха данной модели зависит, станет ли Tesla массовой маркой или же останется нишевым производителем.
- В сотрудничестве с Panasonic компания начала строительство фабрики (*gigafactory*) по производству литий-ионных аккумуляторов. Основной целью является снижение себестоимости батарей, что должно стать основой для производства массовых моделей автомобилей.

Риски. Снижение цен на нефть вновь вызвало споры о том, смогут ли электромобили в ближайшее время потеснить стандартные модели, особенно в массовом сегменте. Выход на ежегодный уровень выпуска в несколько десятков тысяч единиц (против нескольких тысяч в прошлом) проверит способность компании адаптировать систему производства, логистики, маркетинга и продаж к новым реалиям и вызовам. В то же время основные конкуренты уже обладают производственными мощностями, позволяющими выпускать сотни тысяч электромобилей ежегодно.

Инвестиционная оценка. Как и все быстрорастущие компании, Tesla торгуется с существенной премией к сектору. Тем не менее, стоит отметить, что по показателю 2015-2016П EV/ЕБИТДА акции эмитента уже начинают приближаться к мультипликаторам ряда китайских производителей, т.е. таких компаний, которые нацелены на взрывной рост спроса на автомобили (см. таблицу ниже).

Компании сектора автомобилестроения

Компания	Страна	Цена акции	Рын.кап.	EV	Теор. цена (Bloomberg)	Потенциал	Всего рекомендаций аналитиков	Всего рекомендаций ПОКУПКА	ПОКУПКА как % всех рек-ий	EV/ЕБИТДА (x)		P/E (x)		Чистый долг /ЕБИТДА
		(\$)	(\$ млн)	(\$ млн)	(\$)	(%)		ПОКУПКА	(%)	2015П	2016П	2015П	2016П	2015П
Volkswagen AG	Германия	252,21	121 958	248 031	248,83	-1%	12	7	58%	8,5	7,6	9,7	8,7	4,29
Daimler AG	Германия	92,69	99 159	195 547	95,93	4%	39	23	59%	10,6	9,7	12,1	10,8	5,15
Bayerische Motoren Werke AG	Германия	122,61	78 840	160 870	123,37	1%	41	17	41%	11,3	10,8	11,7	11,0	5,74
Renault SA	Франция	94,52	27 951	54 754	97,99	4%	29	17	59%	10,7	9,5	10,1	8,1	5,13
Peugeot SA	Франция	17,00	13 372	13 079	16,95	0%	29	13	45%	3,1	2,8	18,1	10,0	-0,40
Toyota Motor Corp	Япония	68,60	234 481	364 001	77,60	13%	31	23	74%	11,8	10,3	13,0	11,6	3,99
Honda Motor Co Ltd	Япония	33,81	61 252	109 787	35,09	4%	29	13	45%	10,1	8,8	13,1	11,1	4,27
Nissan Motor Co Ltd	Япония	10,50	47 490	100 624	10,75	2%	31	11	35%	11,0	9,9	12,7	11,0	5,46
Fuji Heavy Industries Ltd	Япония	33,22	26 010	22 911	39,62	19%	22	13	59%	5,6	4,6	11,9	9,2	-0,77
Suzuki Motor Corp	Япония	30,99	17 385	14 837	31,04	0%	23	5	22%	5,6	5,0	19,1	16,4	-1,61
Mazda Motor Corp	Япония	19,27	11 558	13 994	24,37	26%	25	18	72%	6,0	5,4	8,2	8,4	0,97
Mitsubishi Motors Corp	Япония	8,82	8 672	6 240	9,33	6%	14	4	29%	3,9	3,8	8,9	9,4	-1,56
Daihatsu Motor Co Ltd	Япония	14,70	6 277	7 706	13,32	-9%	22	1	5%	5,4	5,2	12,2	12,2	0,28
Ford Motor Co	США	15,87	63 081	58 073	16,64	5%	26	10	38%	5,4	4,6	10,0	8,8	-0,50
General Motors Co	США	36,40	58 617	59 372	42,12	16%	24	14	58%	3,9	3,6	7,6	7,1	0,01
Fiat Chrysler Automobiles NV	Велик-ия	16,44	21 163	34 414	15,69	-5%	32	14	44%	3,4	3,0	14,9	9,3	1,27
Great Wall Motor Co Ltd	Китай	7,44	25 425	25 560	7,08	-5%	41	29	71%	10,2	8,4	13,9	11,4	0,05
Byd Co Ltd	Китай	6,18	20 517	25 284	5,70	-8%	22	11	50%	19,9	18,1	63,4	50,5	3,30
Chongqing Changan Automobile	Китай	2,73	14 664	15 838	3,42	25%	13	12	92%	21,5	16,8	8,6	7,1	1,63
Dongfeng Motor Group Co Ltd	Китай	1,80	15 542	16 511	1,89	5%	31	21	68%	39,1	34,9	7,4	6,6	1,68
Brilliance China Automotive	Китай (Гонконг)	2,12	10 661	10 809	2,08	-2%	36	23	64%	н/д	н/д	11,0	9,3	-13,11
Guangzhou Automobile Group	Китай	1,17	9 745	9 446	1,02	-13%	29	11	38%	67,5	51,7	14,8	12,1	-3,05
Geely Automobile Holdings Ltd	Китай	0,58	5 110	4 440	0,50	-14%	36	19	53%	6,5	5,5	12,4	10,4	-1,03
Anhui Jianghuai Automobile	Китай	2,46	3 166	3 515	2,43	-1%	14	12	86%	9,2	7,3	16,0	11,7	0,79
Tata Motors Ltd	Индия	8,91	28 223	31 961	10,36	16%	50	43	86%	4,7	4,1	9,7	8,1	0,53
Maruti Suzuki India Ltd	Индия	58,73	17 741	16 519	65,97	12%	59	48	81%	17,0	13,3	31,8	23,7	-1,26
Hero MotoCorp Ltd	Индия	41,35	8 257	7 699	48,76	18%	58	36	62%	13,0	11,3	19,8	17,1	-0,94
Kia Motors Corp	Ю.Корея	40,81	16 544	14 154	51,93	27%	46	37	80%	3,9	3,5	5,8	5,2	-0,65
Hyundai Motor Co	Ю.Корея	151,63	33 400	63 845	193,97	28%	47	38	81%	6,6	6,3	4,8	4,5	2,68
Ssangyong Motor Co	Ю.Корея	8,20	1 125	1 096	10,47	28%	5	2	40%	10,3	4,2	н/д	11,7	-0,28
Отраслевая медиана										9,1	7,5	12,2	10,6	
Tesla Motors Inc	США	209,78	26 383	26 965	257,83	23%	22	12	55%	54,9	24,9	394,3	56,2	1,19
										премия / дисконт	501%	233%	3142%	429%

Источники: Bloomberg, оценка Атона

DELTA AIR LINES

Вглядываясь в даль

**Рекомендация
(консенсус)**

ПОКУПКА

**Теор. цена
(консенсус)**

\$61,38

Потенциал роста

43%

Код Bloomberg	DAL US		
Цена акции	\$43,07		
Количество ао, млн	824		
Рын. капитализация, \$ млрд	35,50		
Дневной оборот, млн акций	12		
Дивидендная доходность, %	0,70%		

Финансовые показатели, \$ млрд			
	2014	2015П	2016П
Выручка	40,4	41,6	43,3
ЕБИТДА	4,0	8,7	9,7
ЕБИТ	2,2	7,0	7,8
Чистая прибыль	0,7	3,9	4,5
Всего активов	54		
Акц. капитал	8,8		
Чистый долг	6,5	3,9	-0,2
Капзатраты	-2,2	-2,7	-2,8
FCF	2,7	4,6	5,5
EPS, \$	0,79	4,72	5,60
DPS, \$	0,30	0,41	0,49

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕБИТДА	9,9%	21,0%	22,5%
Рентабельность ЕБИТ	5,5%	16,7%	18,0%
Чистая рентабельность	1,6%	9,3%	10,3%
Чист. долг / акц. капитал	0,73		
P/E (x)	10,24	9,12	7,69
P/CF (x)	8,31	5,20	4,62
EV/ЕБИТДА (x)	10,55	4,80	4,32
EV/Выручка (x)	1,04	1,01	0,97
P/BV (x)	4,61	2,82	2,08
RoE	39,7%	37,9%	33,3%

Динамика акций	
1М	-5,3%
3М	-4,9%
12М	35,7%
Максимум за 52 недели	\$51,06
Минимум за 52 недели	\$30,12

Источник: Bloomberg

Delta Air Lines (DAL) входит в «большую четверку» авиаперевозчиков в США (наряду с American Airlines, United и Southwest), которые контролируют около 80% рынка воздушного транспорта в США.

Отрасль (американские авиалинии) сильно изменилась за последние годы: издержки компаний стали похожи, а тарифы разделились, произошла консолидация, новых участников мало, а менеджмент крупных компаний стал гораздо больше нацелен на создание акционерной стоимости. Вся отрасль стала интереснее для инвесторов, и при этом такие компании, как DAL, торгуются с очень привлекательными мультипликаторами.

Падение цен на нефть очень благоприятно повлияло на финансовые результаты DAL (сама компания оценивает, что в 2015 г. сэкономит более \$2 млрд по сравнению с 2014 г.), и даже значительное восстановление цены WTI оставит авиаперевозчика в хорошем положении. Нельзя не отметить, что и при сценариях роста нефти марки WTI до \$70/барр. многие аналитики прогнозируют прибыль на акцию в 2016 г. в \$4,40, а это дает очень привлекательный мультипликатор P/E 10x.

Менеджмент ожидает снижение доходности перевозок (PRASM) на 1,5% в годовом сопоставлении в первом квартале 2015 г., что в большей степени связано с международными перевозками, тогда как американский рынок остается сильным. Компания обновляет флот, заменяя старые воздушные суда на более экономичные (по расходу топлива). Также для роста выручки DAL изменила привычное разделение на первый и эконом-классы на пять новых классов и инвестирует \$750 млн в оснащение самолетов услугами Wi-Fi.

Факторы роста

- Низкая стоимость авиакеросина, сократившийся общий объем отрасли и растущий спрос на авиаперелеты – главные позитивные факторы для финансового результата DAL.
- Привлекательная оценка: DAL торгуется почти вдвое дешевле индекса S&P500 по мультипликатору 2015П P/E 9,12x против 17,75x).
- Разворот динамики доходности перевозок может сильно повлиять на положительную переоценку компании.

Риски

- Сильная чувствительность к спросу на авиаперелеты, что может негативно отразиться на финансовых результатах в случае более слабой динамики экономики США.
- Рост расходов выше ожиданий, в частности рост цен на авиатопливо либо рост затрат на персонал под давлением профсоюзов.
- Риски снижения спроса на авиаперелеты, связанные с возникновением эпидемий (к примеру, в случае появления аналога Эболы, передающегося воздушным путем) или актов терроризма на авиатранспорте.

Сравнительные мультипликаторы

Компания	Тикер	Рын. кап. (\$ млн)	Цена (\$)	Потенциал (консенсус)	EV/ЕБИТДА		P/E	
					2015П	2016П	2015П	2016П
American Airlines	AAL US	33 585	48,21	38%	4,52	4,67	4,69	5,51
United	UAL US	23 442	61,01	42%	4,17	4,09	5,50	5,83
Southwest	LUV US	28 863	42,76	29%	5,70	5,54	12,05	11,54
Медиана					4,52	4,67	5,50	5,83
Delta	DAL US	35 501	43,07	43%	4,80	4,32	9,12	7,69

Источник: Bloomberg

PLAINS ALL AMERICAN PIPELINE LP

Инфраструктурный хребет для американской нефти

Рекомендация
(консенсус)

покупка

Теор. цена
(консенсус)

\$59,19

Потенциал роста

20%

Код Bloomberg	PAА US
Цена акции	\$50,06
Количество ао, млн	397
Рын. капитализация, \$ млрд	19,89
Дневной оборот, млн акций	1
Дивидендная доходность, %	5,18%

	Финансовые показатели, \$ млн		
	2014	2015П	2016П
Выручка	43 464	42 453	43 851
ЕВITDA	2 183	2 409	2 741
ЕВIT	1 791	2 003	2 323
Чистая прибыль	1 384	937	1 145
Всего активов	22 256		
Акц. капитал	8 191		
Чистый долг	9 646	10 465	11 534
Капзатраты	-1 932	-1 966	-1 906
FCF	72	230	413
EPS, \$	2,39	2,28	2,52
DPS, \$	2,55	2,80	3,00

Оценки стоимости			
Рентабельность ЕВITDA	5,0%	5,7%	6,3%
Рентабельность ЕВIT	4,1%	4,7%	5,3%
Чистая рентабельность	3,2%	2,2%	2,6%
Чистый долг / акц. капитал	1,2		
P/E (x)	26,1	22,0	19,9
P/CF (x)	9,4	16,9	10,7
EV/ЕВITDA (x)	13,6	12,3	10,8
EV/Выручка (x)	0,7	0,7	0,7
P/BV (x)	2,4	2,2	2,1
RoE	9,3%	11,0%	14,5%

Динамика акций	
1М	6,8%
3М	4,6%
12М	-10,1%
Максимум за 52 недели	\$61,09
Минимум за 52 недели	\$43,61

Источник: Bloomberg

Plains – один из крупнейших независимых операторов инфраструктуры для перевалки, хранения и транспортировки нефти, конденсата, газа и нефтепродуктов, расположенных практически в каждом ключевом производственном регионе США и Канады. По оценке компании, по ее трубопроводам ежедневно транспортируется более 4 млн барр. нефти и конденсата. Компания относится к категории «Master Limited Partnership» (т.е., по сути, ТОО, но с акциями, торгующимися на бирже), что дает ей возможность не платить местные и федеральные налоги на прибыль, распределяя доход между акционерами в виде щедрых дивидендов.

Последние тенденции. Падение цен на нефть не могло не отразиться на компаниях, занятых ее транспортировкой. Тем не менее, предприятия сектора транспортировки нефти находятся в более выгодном положении по сравнению с промышленниками, так как их бизнес зачастую построен на обслуживании уже существующих производителей нефти и использовании долгосрочных контрактов с фиксированными тарифами и заранее законтрактованными объемами перевалки. Слабой стороной американского нефтяного рынка является недостаточная разветвленность транспортной инфраструктуры, которая не охватывает в должной степени ключевые производственные центры и не обеспечивает их связь с регионами, обладающими мощностями по хранению, переработке, а в перспективе и по экспорту нефти. Таким образом, многие нефтепромысловые регионы остаются фактически в изоляции, что существенно ограничивает их производственные возможности.

Факторы роста. Plains отличается от конкурентов широтой охвата инфраструктуры и присутствием в большинстве ключевых центров по производству, хранению и переработке нефти. В результате у компании есть понимание рынка и возможности быстро реагировать на изменения конъюнктуры. К достоинствам Plains можно отнести также опытную и консервативную команду менеджеров, пользующуюся уважением в отрасли, и прозрачную операционную систему, которая вызывает доверие у клиентов. Компания обладает существенным запасом ликвидности (\$3,6 млрд, включая \$400 млн наличности на конец 2014 г.), что открывает ей возможности по консолидации менее успешных конкурентов. В более отдаленной перспективе Plains может выиграть от растущего спроса на мощности по транспортировке и хранению нефти, рост которых существенно отстал от динамики нефтедобычи в США. Наконец, потенциальная отмена запрета на экспорт нефти из страны тоже может увеличить спрос на услуги компании благодаря ее присутствию как на Западном, так и на Восточном побережье США и в регионе Мексиканского залива.

Риски. Несмотря на относительную стабильность, бизнес компании все же косвенно связан с нефтедобычей. Падение активности в секторе добычи и снижение объемов производства может привести к сокращению спроса на услуги компании. Дополнительным риском являются и потенциальные изменения налогового регулирования, которые могут ограничить дивидендные выплаты.

Инвестиционная оценка. Компания торгуется с дисконтом к своим эквивалентам и по мультипликатору EV/ЕВITDA, и по P/E, уступая по этим показателям более загруженным долгом конкурентам (см. таблицу ниже). Клиентам, интересующимся сектором, мы также предлагаем обратить внимание на более мелких конкурентов Plains (DCP Midstream Partners, Kirby Corporation и Boardwalk Pipeline Partners), акции которых торгуются на привлекательных уровнях относительно остальных представителей сектора.

Компании сегмента нефтегазовой инфраструктуры

Компания	Страна	Цена акции (\$)	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	Теор. цена (Bloomberg) (\$)	Потенциал (%)	Всего рекомендаций аналитиков	Всего рекомендаций ПОКУПКА	ПОКУПКА как % всех рек-ий (%)	EV/EBITDA (x)		P/E (x)		Чистый долг /EBITDA 2015П	
										2015П	2016П	2015П	2016П		
Kinder Morgan Inc	США	42,98	92 605	133 569	47,64	11%	21	16	76%	17,8	16,2	48,3	40,6	5,41	
Spectra Energy Partners	США	52,66	15 839	22 059	57,07	8%	16	4	25%	12,8	11,7	16,9	15,8	3,47	
EnLink Midstream Partners	США	25,40	6 235	9 328	33,40	31%	13	9	69%	12,7	9,5	36,1	21,2	2,73	
MPLX	США	74,20	5 959	6 602	84,31	14%	10	6	60%	19,1	12,0	27,0	17,7	1,85	
EQT Midstream Partners	США	80,56	5 755	6 269	104,00	29%	10	9	90%	14,9	10,9	18,5	14,8	1,22	
NuStar Energy	США	63,82	4 971	7 743	65,22	2%	13	3	23%	12,9	11,9	23,2	20,7	4,63	
Genesis Energy	США	45,88	4 569	6 161	54,11	18%	11	7	64%	16,6	14,7	28,8	21,8	4,30	
Tesoro Logistics	США	55,95	4 485	7 494	67,00	20%	13	13	100%	11,4	9,2	19,4	13,9	3,92	
TC PipeLines	США	64,31	4 088	5 991	68,00	6%	10	1	10%	16,4	13,9	22,8	19,3	4,58	
Golar LNG Ltd	Бермуды	34,97	3 262	4 176	52,56	50%	23	17	74%	40,1	24,1	198,7	38,0	8,77	
Отраслевая медиана										13,9	11,8	23,2	20,9		
Plains All American Pipeline	США	50,06	19 886	29 590	59,23	18%	27	23	85%	12,3	10,8	22,0	19,9	4,00	
										премия / дисконт	-11%	-9%	-5%	-5%	
DCP Midstream Partners	США	38,12	4 344	6 663	46,80	23%	16	9	56%	10,1	9,1	14,6	11,9	3,47	
										премия / дисконт	-27%	-23%	-37%	-43%	
Kirby Corporation	США	78,89	4 394	5 098	88,25	12%	17	9	53%	8,2	7,8	17,0	15,7	1,11	
										премия / дисконт	-41%	-34%	-27%	-25%	
Boardwalk Pipeline Partners	США	16,35	3 977	7 660	21,88	34%	11	7	64%	10,7	10,1	17,2	15,2	5,16	
										премия / дисконт	-23%	-14%	-26%	-28%	

Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 1. Plains: форвардный мультипликатор EV/EBITDA

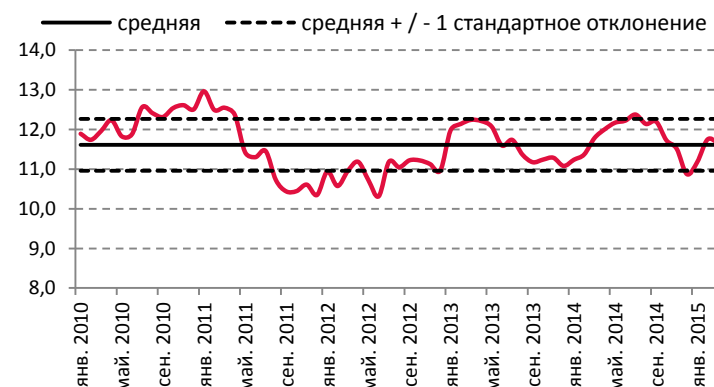
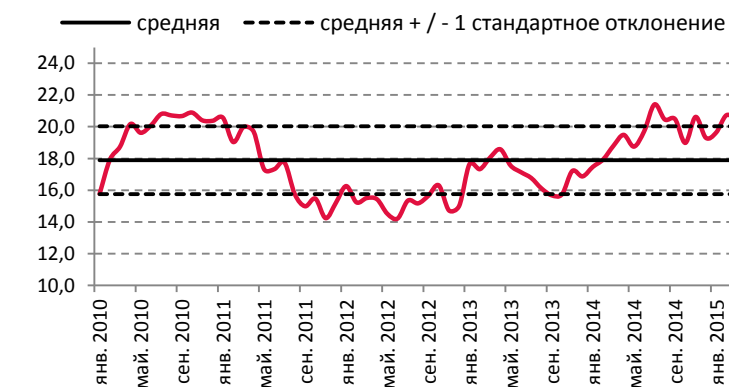


График 2. Plains: форвардный мультипликатор P/E



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Раскрытие информации

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

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

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

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

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

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

Инвестиционная рекомендация

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

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

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

© ООО «АТОН», 2015. Все права защищены.

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

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

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

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