

## АЭРОФЛОТ

Восстановление завершилось, начинается рост

**ПОКУПАТЬ**  
Целевая цена  
Потенциал роста

**190 руб.**  
**31%**

## ДАННЫЕ ПО АКЦИЯМ

Bloomberg, лок.	AFLT RX
Цена (акция, руб.)	145
Кол-во об.к. акций (млн)	1 111
Рын. кап-я (\$ млн)	2 640
Чист. долг (\$ млн)	1 780
EV (\$ млн)	4 420
Ср.дн. об. за 3М (\$ млн)	6,5

## Осн. акционеры

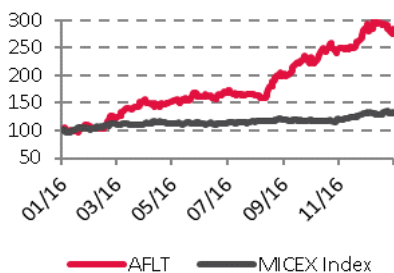
РФ	51,2%
Ростех	3,3%
Казн. акции	4,5%
Free float (%)	41,0%
Free float (млн)	1 082

ФИН. ПОК. (\$ млн)	2015	2016П	2017П
Выручка	6 850	7 795	8 553
Опер. затраты	6 151	6 649	7 589
ЕБИТДА	968	1 348	1 185
Рент-мь ЕБИТДА	14,1%	17,3%	13,9%
ЕБИТ	727	1 125	964
Чист. прибыль	-225	734	559
Чист. рент-мь	Отр.	9,4%	6,5%
Активы	5 677	5 394	5 408

## ОЦЕНКА

P/S	0,12	0,34	0,31
EV/S	0,47	0,59	0,50
EV/ЕБИТДА	3,35	3,39	3,58
EV/ЕБИТДАР	4,92	4,90	5,28
P/E	neg.	4,10	4,72
Див. дох-ть	-	14%	11%
Рост EPS	н/м	н/м	-24%

## ДИНАМИКА АКЦИЙ



Источник: Bloomberg, оценки Атона

Мы пересматриваем наши финансовые прогнозы для «Аэрофлота» с учетом последних опубликованных финансовых и операционных результатов. Мы повысили нашу целевую цену до 190 руб. со 125 руб. и подтверждаем рекомендацию ПОКУПАТЬ акции компании. Несмотря на трехкратный рост их стоимости в прошлом году на фоне великолепных финансовых результатов, инвестиционная привлекательность «Аэрофлота» остается высокой. Во-первых, национальный перевозчик является прямым бенефициаром восстановления российской экономики и роста доходов россиян, что должно поддержать сильный рост трафика в 2017. Во-вторых, в случае, если коэффициент дивидендных выплат составит 50% от чистой прибыли, в соответствии с планами правительства, «Аэрофлот» может выплатить дивиденды в размере более 20 руб. на акцию, что предполагает доходность около 15% – самую высокую среди ликвидных российских акций. И наконец, оценка компании не выглядит дорогой – компания торгуется с мультипликаторами EV/ЕБИТДАР 2017П равным 5.3x и P/E равным 4.7x, которые предполагают дисконт 10-50% к мировым аналогам.

Рост трафика на внутренних направлениях поддержал рынок авиаперевозок в России в 2016, международные направления окажут поддержку в 2017. Российский рынок авиаперевозок упал на 5,4% по показателю пассажиропотока за 11М16: -23% – на международных направлениях и +6,7% – на внутренних. При этом октябрь и ноябрь, стали особенными, поскольку пассажиропоток в России вышел в плюс и продемонстрировал очень сильные показатели – +4% в октябре (-1,8% на международных маршрутах и +8,2% на внутренних) и +16% в ноябре (+12,1% на международных маршрутах и 18,4% на внутренних). По нашим оценкам, около 31 млн россиян воспользовались международными рейсами в 2016. Это на 33% ниже по сравнению с самым высоким показателем, достигнутым в 2014 (46,9 млн) и близко к показателю 2011 (31,4 млн), хотя на статистику оказывает влияние украинский конфликт. Мы ожидаем увидеть сильный рост – не менее чем на 10% г/г на международных направлениях в 2017 за счет: а) возобновление полетов в Турцию и Египет, которые являются самыми популярными направлениями отдыха для россиян; б) укрепления рубля, которое сделает международные поездки более привлекательными для россиян; в) роста уверенности потребителей, который повысит спрос на услуги авиакомпаний. Внутренний рынок может вырасти, по крайней мере, на 7% в 2017, что соответствует показателю 2016, благодаря дальнейшему развитию бюджетных перевозок и притока пассажиров от РЖД.

Дивидендная доходность «Аэрофлота» может вырасти вплоть до 15%. По нашим прогнозам, чистая прибыль «Аэрофлота» за 2016 составит 43,4 млрд руб., учитывая почти нулевую чистую прибыль за 4К16, которая будет считаться хорошим результатом, если учесть, что в предыдущие годы компания получала убытки. Существующая дивидендная политика «Аэрофлота» предполагает коэффициент выплат 25% от чистой прибыли по МСФО, однако во время встречи президента Владимира Путина с гендиректором компании Виталием Савельевым в прошлом году г-н Савельев сказал, что компания готова применять коэффициент выплат 50% как госкомпания, в соответствии с директивой правительства, если таковая будет. В этом случае «Аэрофлот» выплатит 21,7 млрд руб. или 21,8 руб. на акцию, что предполагает дивидендную доходность около 15%.

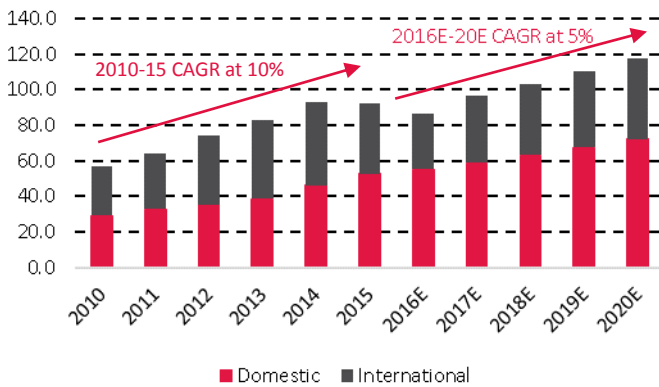
Оценка и катализаторы. Оценка «Аэрофлота» очень чувствительна даже к незначительным изменениям в переменных или целевых мультипликаторах. По нашим оценкам, компания торгуется с мультипликатором EV/ЕБИТДАР 2017П равным 5.3x против 5.7x у мировых аналогов. По мультипликатору P/E 2017П акции компании торгуются со значением 4.7x против 8.8x у мировых аналогов. Наша целевая цена представляет собой среднее арифметическое оценки по DCF, целевого мультипликатора EV/ЕБИТДАР равного 5.5x и P/E равного 6.0x. Краткосрочные катализаторы включают в себя публикацию месячных операционных результатов, результатов по МСФО за 2016 в конце марта, которые важны для дивидендов, и сами дивиденды, которые будут рекомендованы советом директоров в мае.

**Результаты «Аэрофлота» за 2017 по МСФО могут оказаться ниже предыдущего года.** По нашим прогнозам, EBITDA компании снизится на 13,5% г/г до 77 млрд руб. (1.8 млрд долл. при курсе 65 руб за долл), рентабельность EBITDA составит 13,9% (17,3% за 2016П), а чистая прибыль может сократиться на 23% г/г до 37 млрд руб. (570 млн долл.) На результаты могут повлиять следующие факторы:

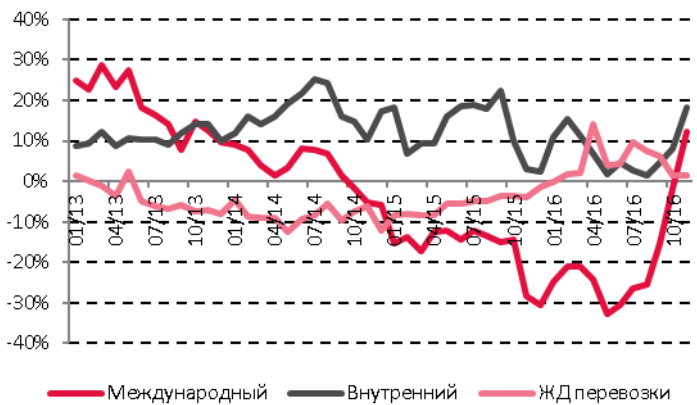
- Коэффициент занятости пассажирских кресел будет на 1-1,5% ниже по сравнению с 2016, поскольку ведущие российские перевозчики, включая «Аэрофлот», нарастили провозные емкости после банкротства «Трансаэро». Собственный парк самолетов «Аэрофлота» увеличится (нетто) на 37 самолетов в этом году, а его провозные емкости (ASK) прибавят 10% г/г.
- Ослабление евро относительно доллара может оказать давление на рентабельность «Аэрофлота», так как около 15% выручки от перевозок компания получает в евро. Возможный паритет доллара-евро может стоить «Аэрофлоту» 5-6 млрд руб. EBITDA.
- Ослабление рубля делает российских пилотов одними из самых низкооплачиваемых в мире. Кроме того, банкротство «Трансаэро» привело к временному избытку пилотов в России, однако мы ожидаем, что этот эффект уже исчерпывает себя, и авиакомпаниям вскоре придется повышать зарплаты. Мы ожидаем ускоренный рост затрат на персонал (пилотов) у «Аэрофлота» (+20% г/г).

Мы не уверены, что эти прогнозы могут материализоваться, но предпочитаем исходить из консервативных предположений. В то же самое время мы не думаем, что падение рентабельности будет негативно воспринято инвесторами, поскольку 2016 год, несомненно, был исключительным, и на нем сказались разовые факторы. Даже при наших прогнозах компания генерирует впечатляющий денежный поток, который будет стимулировать рост акций.

**Пассажиропоток российских авиалиний (млн)**

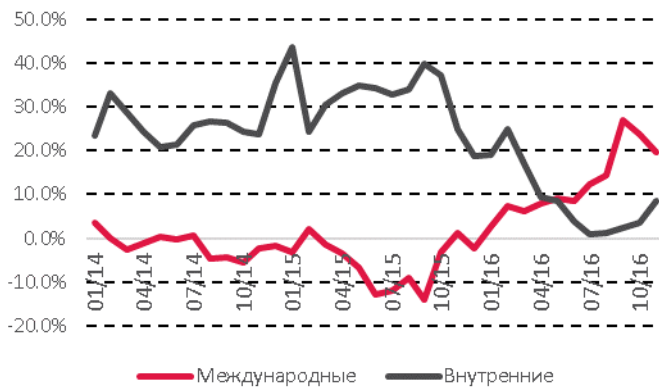


**Изменение пассажиропотока в России по месяцам, г/г**

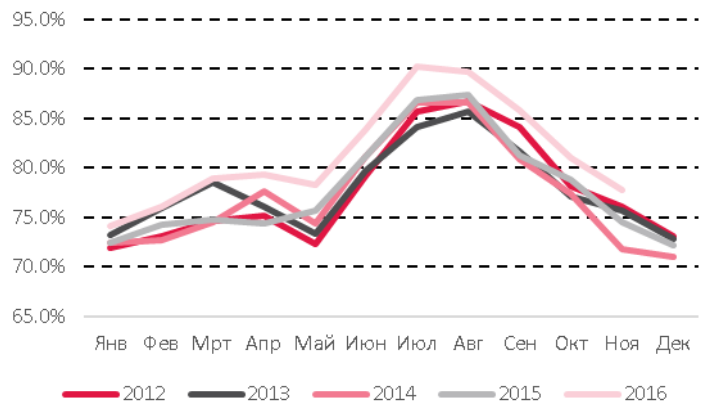


Источник: ФАВТ, оценки Атона

**Изменение пассажиропотока Аэрофлота по месяцам, г/г**

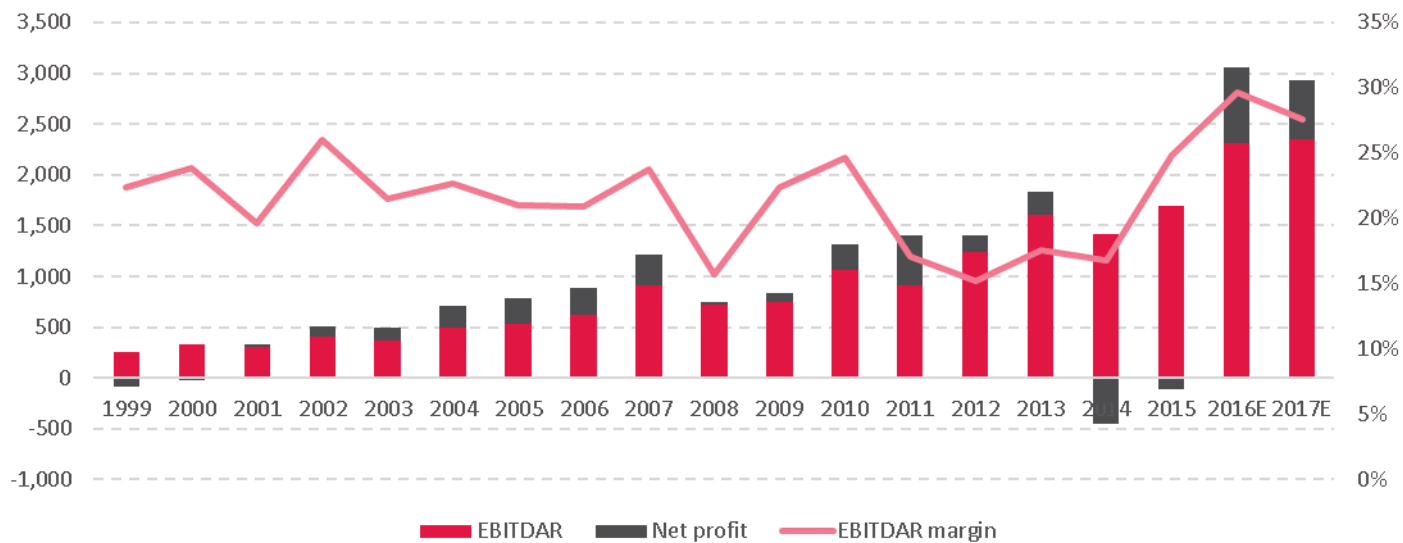


**Коэффициент занятости кресел у Аэрофлота, по месяцам**



Источник: ФАВТ, оценки Атона

Динамика EBITDAR и чистой прибыли Аэрофлота (\$ млн)



Источник: данные компании, оценка Атона

**«Аэрофлот», сравнительная оценка стоимости**

Компания	Страна	Тикер	Рын.кап. (\$ млн)	EV (\$ млн)	EV/EBITDA		EVR/EBITDAR		P/E		Рент-ть EBITDAR	
					2016П	2017П	2016П	2017П	2016П	2017П		
<b>Сев. и Юж.Америка</b>												
Delta air lines	США	DAL US	36 584	40 997	4,9	5,2	4,9	5,3	9,4	9,7	24%	
American airlines	США	AAL US	23 943	40 531	5,5	6,5	5,5	6,4	8,3	10,3	22%	
Alaska Air Group	США	ALK US	10 722	9 632	5,4	5,3	6,1	5,8	12,3	12,4	31%	
Grupo Aeromexico	Мексика	AEROMEX	1 294	2 090	6,8	6,0	7,0	6,6	21,3	18,0	24%	
Air Canada	Канада	AC CN	2 799	5 500	3,2	3,3	3,7	3,7	3,4	3,9	18%	
Copa Holdings	Панама	CPA US	3 896	4 347	10,5	8,3	10,2	8,5	16,2	12,9	23%	
LATAM	Перу	LFL US	4 614	12 467	8,2	7,5	7,6	7,0	76,7	23,6	18%	
<b>Медиана</b>					<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>12,3</b>	<b>12,4</b>	<b>23%</b>	
<b>Азия и Океания</b>												
Japan airlines	Япония	9201 JP	10 961	8 305	3,6	3,5	2,8	3,1	7,6	8,5	24%	
ANA Holdings	Япония	9202 JP	9 670	14 166	5,4	5,1	6,2	5,9	13,7	12,1	21%	
Singapore	Сингапур	SIA SP	8 042	6 175	3,9	3,9	4,2	4,6	21,9	20,9	22%	
Asiana airlines	Южная Корея	020560 KS	731	3 934	6,3	6,4	7,8	7,5	6,2	10,7	0%	
Thai Airways	Таиланд	Thai TB	1 411	6 055	7,4	7,4	7,3	7,3	11,5	10,1	15%	
Cathay Pacific	Гонконг	293 HK	5 306	10 765	7,9	8,1	6,3	5,9	53,9	145,3	18%	
Air China	Китай	753 HK	12 079	21 873	4,9	5,2	6,3	6,6	7,0	8,8	32%	
China Eastern	Китай	670 HK	12 441	18 029	5,0	5,1	8,0	8,2	7,0	8,7	30%	
China Southern	Китай	1055 HK	8 761	14 382	3,9	4,3	6,5	7,0	5,8	7,5	28%	
China airlines	Китай	2610 TT	1 589	4 457	5,8	5,6	6,0	5,8	11,3	10,4	0%	
Qantas	Австралия	QAN AU	4 496	6 643	3,0	3,1	3,3	3,5	6,2	6,3	21%	
Air New Zealand	Новая Зеландия	AIR NZ	1 761	2 354	3,2	3,4	3,1	3,8	6,6	8,2	27%	
Garuda Indonesia	Индонезия	GIAA IJ	663	1 786	5,6	5,1	6,4	6,3	25,6	12,8	32%	
<b>Медиана</b>					<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>10,1</b>	<b>22%</b>	
<b>Европа</b>												
ING	Великобритания	IAG LN	12 171	14 926	3,6	3,6	4,6	4,5	6,4	6,6	19%	
Air France	Франция	AF FP	1 671	7 198	2,5	2,6	3,7	3,7	3,9	4,0	14%	
SAS	Швеция	SAS SS	529	1 253	3,9	3,6	4,6	5,2	7,6	5,8	15%	
Lufthansa	Германия	LHA GR	6 146	8 752	2,2	2,5	2,7	2,8	4,8	6,1	11%	
<b>Медиана</b>					<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>5,9</b>	<b>15%</b>	
<b>Другие</b>												
Turkish airlines	Турция	THYAO TI	1 875	10 875	15,0	7,8	12,0	7,1	n/a	8,5	18%	
Jet airways India	Индия	JETIN IN	620	2 132	7,6	7,9	7,3	7,7	6,4	6,1	22%	
Aeroflot	Россия	AFLT RX	2 640	4 420	3,4	3,6	4,9	5,3	4,1	4,7	29,7%	
<b>Медиана</b>					<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>24,5%</b>	

Источник: Bloomberg, оценки Атона

## Аэрофлот: финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн	2012	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
<b>Выручка</b>	<b>8 138</b>	<b>9 136</b>	<b>8 422</b>	<b>6 850</b>	<b>7 795</b>	<b>8 553</b>	<b>9 365</b>	<b>10 123</b>	<b>10 474</b>
Выручка от воздушных перевозок	7 118	8 087	7 305	5 928	6 801	7 586	8 341	9 041	9 351
Прочая выручка	1 020	1 049	1 117	923	994	967	1 024	1 082	1 123
<b>Операционные затраты</b>	<b>7 702</b>	<b>8 430</b>	<b>7 996</b>	<b>6 151</b>	<b>6 649</b>	<b>7 589</b>	<b>8 398</b>	<b>9 026</b>	<b>9 474</b>
Топливо	2 288	2 485	2 297	1 556	1 513	1 757	1 898	2 025	2 066
Операционный лизинг	567	602	628	732	963	1 171	1 311	1 380	1 469
Персонал	1 242	1 424	1 373	917	1 023	1 233	1 429	1 627	1 773
<b>ЕБИТДАР</b>	<b>1 238</b>	<b>1 602</b>	<b>1 411</b>	<b>1 700</b>	<b>2 312</b>	<b>2 355</b>	<b>2 502</b>	<b>2 710</b>	<b>2 712</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>671</b>	<b>1 000</b>	<b>783</b>	<b>968</b>	<b>1 348</b>	<b>1 185</b>	<b>1 191</b>	<b>1 330</b>	<b>1 243</b>
ЕБИТ	358	622	426	727	1 125	964	967	1 097	1 000
Чистые фин. затраты	0	193	683	361	-166	85	74	68	62
Остальные расходы	0	-1	173	391	299	123	108	108	108
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>358</b>	<b>430</b>	<b>-431</b>	<b>-26</b>	<b>992</b>	<b>756</b>	<b>785</b>	<b>921</b>	<b>831</b>
Налог на прибыль	-191	-200	-21	-81	-258	-196	-204	-239	-216
<b>Чистая прибыль</b>	<b>166</b>	<b>230</b>	<b>-452</b>	<b>-107</b>	<b>734</b>	<b>559</b>	<b>581</b>	<b>682</b>	<b>615</b>
Чистая прибыль акционерам	222	252	-407	-225	734	559	581	682	615
<b>Чистая прибыль скоррект. на курс валют/разовые статьи</b>	<b>124</b>	<b>334</b>	<b>300</b>	<b>580</b>	<b>643</b>	<b>559</b>	<b>581</b>	<b>682</b>	<b>615</b>
<b>Баланс, \$ млн</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016П</b>	<b>2017П</b>	<b>2018П</b>	<b>2019П</b>	<b>2020П</b>
<b>Активы</b>									
<b>Текущие активы</b>	<b>2 333</b>	<b>2 489</b>	<b>1 639</b>	<b>2 401</b>	<b>2 445</b>	<b>2 509</b>	<b>2 670</b>	<b>2 999</b>	<b>3 162</b>
Ден. средства и эквиваленты	496	570	472	553	649	611	664	892	1 008
Дебиторская задолженность	1 622	1 702	1 009	1 375	1 453	1 554	1 662	1 763	1 809
Тов.- мат. запасы	141	151	116	134	150	150	150	150	150
Прочие оборотные активы	73	67	42	339	194	194	194	194	194
<b>Основные активы</b>	<b>3 913</b>	<b>3 902</b>	<b>3 297</b>	<b>3 276</b>	<b>2 949</b>	<b>2 899</b>	<b>2 998</b>	<b>3 085</b>	<b>3 164</b>
Основные средства	2 436	2 713	2 063	1 882	1 831	1 781	1 879	1 967	2 046
Инвестиции	203	190	111	112	52	52	52	52	52
Прочие основные средства	1 274	1 000	1 123	1 282	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066
<b>Итого, активы</b>	<b>6 246</b>	<b>6 392</b>	<b>4 936</b>	<b>5 677</b>	<b>5 394</b>	<b>5 408</b>	<b>5 668</b>	<b>6 084</b>	<b>6 325</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>									
<b>Краткосроч. обязательства</b>	<b>2 246</b>	<b>2 077</b>	<b>2 402</b>	<b>3 208</b>	<b>2 232</b>	<b>2 329</b>	<b>2 412</b>	<b>2 562</b>	<b>2 655</b>
Кредиторская задолженность	989	1 108	870	986	974	1 113	1 235	1 328	1 394
Краткосрочная задолженность	466	154	308	974	224	124	24	24	24
Финансовый лизинг	246	265	301	351	288	288	288	288	288
Прочие краткосрочные обязательства	545	550	923	896	747	804	865	923	949
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>2 374</b>	<b>2 650</b>	<b>2 774</b>	<b>3 120</b>	<b>2 372</b>	<b>2 097</b>	<b>1 972</b>	<b>1 847</b>	<b>1 722</b>
Долгосрочный долг	240	256	122	259	259	259	259	259	259
Задолженность по финансовому лизингу	1 635	1 936	2 353	2 612	1 812	1 537	1 412	1 287	1 162
Прочие долгосрочные обязательства	498	459	300	249	301	301	301	301	301
<b>Всего, обязательства</b>	<b>4 620</b>	<b>4 727</b>	<b>5 176</b>	<b>6 328</b>	<b>4 604</b>	<b>4 426</b>	<b>4 384</b>	<b>4 409</b>	<b>4 377</b>
<b>Акционерный капитал</b>	<b>1 775</b>	<b>1 838</b>	<b>-65</b>	<b>-454</b>	<b>818</b>	<b>1 011</b>	<b>1 312</b>	<b>1 703</b>	<b>1 977</b>
Доля меньшинства	-149	-173	-176	-188	-29	-29	-29	-29	-29
<b>Всего, обяз-ва и акц. капитал</b>	<b>6 246</b>	<b>6 392</b>	<b>4 936</b>	<b>5 677</b>	<b>5 394</b>	<b>5 408</b>	<b>5 668</b>	<b>6 084</b>	<b>6 325</b>

Источник: данные компании, оценка Атона

## Аэрофлот: ДП и операционные показатели

Отчет о движении ДС, \$ млн	2012	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
Прибыль до налога на прибыль	358	430	-431	-26	992	756	785	921	831
Амортизация	269	335	320	219	204	201	204	214	223
Изменение оборотного капитала	-28	10	-896	503	282	-96	-75	-49	-46
Налог на прибыль	-153	-134	-180	-97	-258	-196	-204	-239	-216
Остальные	119	230	1 962	583	617	402	348	192	178
<b>ДП от операционной деят-ти</b>	<b>564</b>	<b>871</b>	<b>775</b>	<b>1 183</b>	<b>1 837</b>	<b>1 066</b>	<b>1 058</b>	<b>1 038</b>	<b>970</b>
Покупка осн.средств	-167	-139	-162	-152	-152	-152	-152	-152	-152
<b>ДП от инвестиций</b>	<b>40</b>	<b>-113</b>	<b>-487</b>	<b>-639</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>	<b>-152</b>
Дивиденды	-62	-41	0	0	0	-367	-280	-291	-341
<b>ДП от фин.деятельности</b>	<b>-502</b>	<b>-684</b>	<b>-386</b>	<b>-463</b>	<b>-1 679</b>	<b>-952</b>	<b>-854</b>	<b>-659</b>	<b>-702</b>
Курсовые разницы	24	-38	-172	35	90	0	0	0	0
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>103</b>	<b>74</b>	<b>-98</b>	<b>81</b>	<b>96</b>	<b>-38</b>	<b>53</b>	<b>228</b>	<b>116</b>

Осн. показатели	2012	2013	2014	2015	2016П	2017П	2018П	2019П	2020П
<b>Ценовые коэффициенты</b>									
P/S	0,19	0,29	0,07	0,12	0,34	0,31	0,28	0,26	0,25
EV/S	0,43	0,50	0,33	0,47	0,59	0,50	0,42	0,36	0,32
EV/ЕВITDA	5,20	4,54	3,59	3,35	3,39	3,58	3,32	2,71	2,71
EV/ЕВITDAR	2,82	5,46	5,11	4,92	4,90	5,28	5,25	4,89	5,03
Скоррект. P/E	12,45	8,05	1,95	1,40	4,10	4,72	4,54	3,87	4,29
P/BV	0,87	1,47	-9,06	-1,79	3,23	2,61	2,01	1,55	1,34
<b>Ценовые коэффициенты на основе целевой цены</b>									
EV/ЕВITDAR	2,82	5,46	5,11	4,92	5,25	5,63	5,58	5,20	5,33
P/E	12,45	8,05	1,95	1,40	5,38	6,19	5,95	5,08	5,63
P/BV	0,87	1,47	-9,06	-1,79	4,23	3,42	2,64	2,03	1,75
<b>Темпы роста</b>									
Выручка	51%	12%	-8%	-19%	14%	10%	9%	8%	3%
ЕВITDA	25%	49%	-22%	24%	39%	-12%	0%	12%	-7%
Чистая прибыль	42%	171%	-10%	93%	11%	-13%	4%	17%	-10%
<b>Рентабельность</b>									
Рентабельность ЕВITDAR	15,2%	17,5%	16,8%	24,8%	29,7%	27,5%	26,7%	26,8%	25,9%
Рентабельность ЕВITDA	8,3%	10,9%	9,3%	14,1%	17,3%	13,9%	12,7%	13,1%	11,9%
Рентабельность ЕВIT	4,4%	6,8%	5,1%	10,6%	14,4%	11,3%	10,3%	10,8%	9,5%
Чистая рентабельность	1,5%	3,7%	3,6%	8,5%	8,3%	6,5%	6,2%	6,7%	5,9%
<b>Операционные показатели</b>									
Среднее число самолетов	210	225	236	256	274	296	323	340	342
Налет часов	721 431	776 258	815 282	842 347	928 560	993 530	1 079 305	1 118 634	1 152 214
Предельные креслокилометры (млн пасс*км)	95 598	109 064	115 834	124 700	137 276	151 810	163 654	174 607	178 128
Пассажирооборот (млн пасс*км)	74 617	85 273	90 082	97 636	112 517	122 963	132 561	141 391	144 242
Внутренние рейсы (млн пасс*км)	24 337	34 968	34 979	44 683	49 791	53 926	58 240	61 152	62 375
Международные рейсы (млн пасс*км)	50 280	55 107	55 103	52 953	62 726	69 037	74 321	80 239	81 867
Коэффициент загрузки кресел (%)	78,1%	78,2%	74,9%	78,3%	82,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Количество перевезенных пас-ов, млн	27 472	31 583	34 736	39 393	45 022	49 094	52 950	56 264	57 396
Внутренние рейсы (млн)	11 508	13 999	17 640	23 365	26 036	28 198	30 454	31 977	32 616
Международные рейсы (млн)	15 963	17 391	17 096	16 028	18 986	20 896	22 496	24 287	24 780
Доходность внутренних рейсов (центов)	10,50	10,40	7,85	5,37	5,31	5,41	5,52	5,60	5,72
Доходность международных рейсов (центов)	8,30	8,50	8,33	6,36	6,34	6,47	6,59	6,69	6,76

Источник: данные компании, 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 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», 2016. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на 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.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны рассматриваться 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 предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких гарантий 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 инвестиций, 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 осуществлять 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 действовать 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.