

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

### КОММЕНТАРИЙ

Календарь 2

Рекомендуемый портфель 3

Компании 6

"Вимм-Билль-Данн".  
Финансовые показатели за  
первое полугодие 2005 года  
соответствуют ожиданиям

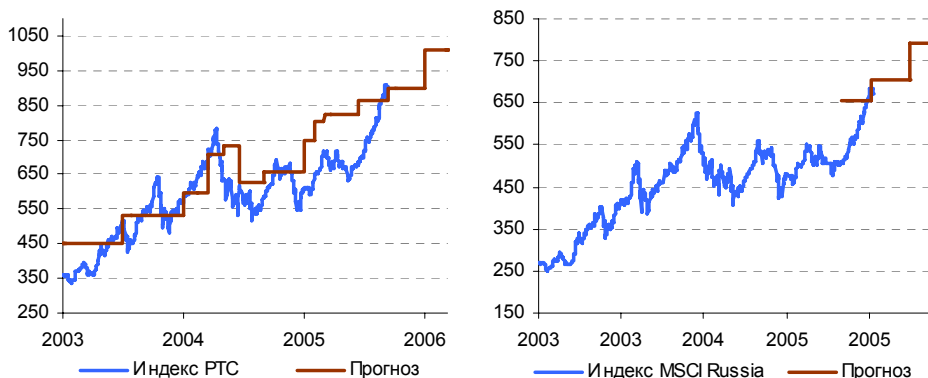
Долговой рынок 11

Рынок акций 13

Обзор мировых рынков 14

## РОССИЙСКИЙ РЫНОК ВО ВЛАСТИ ПРОГНОЗОВ ИНВЕСТОРОВ

К концу 2006 года значение индекса РТС, по нашим оценкам, достигнет 1009 пунктов, индекса MSCI Russia – 794 пункта



**Учитывая динамику российского фондового рынка в последнее время, мы вынуждены пересмотреть наши ключевые предположения.** В частности, вследствие резкого падения волатильности рынка и стремительного роста цен на нефть мы уменьшили премию за риск инвестиций в акции и повысили прогноз цен на нефть.

**Премия за риск инвестиций в акции снижена, а прогнозные цены на нефть, напротив, повышены.** Учитывая снижение политического риска, мы уменьшили исходное значение стоимости акционерного капитала на 100 б.п. до 12%, в основном в связи с понижением нашей оценки волатильности российского рынка. Поскольку в краткосрочной перспективе цены на нефть, по всем признакам, будут удерживаться на высоком уровне, мы повысили соответствующий прогноз на 2005-2007 годы на 14-31%. При этом, следуя консервативному подходу, мы не изменили долгосрочный прогноз на уровне \$35/брр.

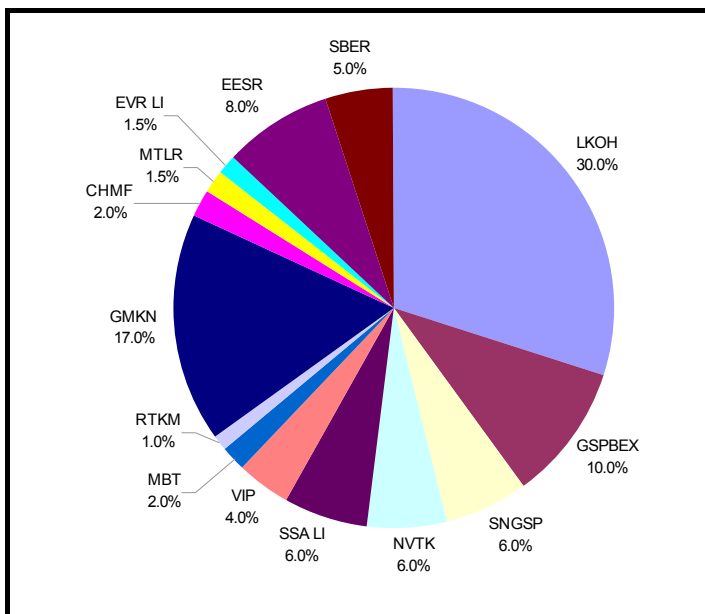
**Прогнозируемые цены российских акций повышены, однако потенциал роста ограничен.** В результате пересмотра макроэкономических прогнозов и переноса горизонта прогнозирования на основе модели DCF на конец 2006 года мы повысили прогнозируемые цены акций российских компаний. Новые оценочные значения индексов РТС и MSCI Russia установлены на уровне 1009 пунктов и 794 пункта соответственно, что предполагает потенциал роста на 13% и 19% до конца 2006 года, и соответствует нашей оценке базовой стоимости акционерного капитала. Все это говорит о том, что рынок все ближе подходит к отметке справедливой стоимости российских компаний. Потенциал роста, если он еще остался, зависит теперь от оценок инвесторов относительно цен на нефть. В то же время, остаточный политический риск еще не преодолен, при этом на динамику рынка может повлиять такой внешний фактор, как коррекция цен на нефть, которая, на наш взгляд, является ключевым фактором риска. Итак, в настоящий момент российский рынок целиком зависит от прогнозов инвесторов, и между рисками снижения и выгодами роста установилось полное равновесие.

**Практический совет: обращайте внимание на потенциал роста стоимости и защитные механизмы.** Инвесторам, которые все еще стремятся войти в капитал нефтегазовых компаний, мы рекомендуем акции ЛУКОЙЛа и ТНК-ВР (обе отличаются заметным потенциалом роста добычи и относительно невысокой стоимостью), обыкновенные акции Газпрома и бумаги НОВАТЭКа (хорошо защищены от коррекции цен на нефть, дополнительная поддержка акций Газпрома за счет отмены "разделительного барьера"). В секторе "голубых фишек" других отраслей мы считаем привлекательными акции ГМК "Норильский никель" (неплохой потенциал повышения стоимости, планируется IPO золотодобывающего подразделения, которое станет катализатором роста), Северстали и операторов мобильной связи. Во "втором-третьем эшелоне" нам представляются привлекательными акции некоторых энергетических компаний (ГРЭС) и региональных операторов связи, а также акции отдельных компаний потребительского сектора ("Пятерочка", "Лебедянский", РБК).

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
19.09	Акционеры Нижнекамскнефтехима решат вопрос о продаже доли в комплексе гидроочистки дистиллятов	Будет опубликовано значение индекса Национальной ассоциации строителей (НАНВ) за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 67.0 пункта (предыдущее значение: 67.0 пункта)	
	Акционеры Читаэнерго на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о реорганизации компании		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск Юганскнефтегаза о недействительности взыскания около 34 млрд. руб. налогового долга за 2003 год		
20.09	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск Юганскнефтегаза о взыскании с ЮКОСа 226.1 млрд. руб. убытка	Будут опубликованы значения показателей "новое строительство" и "разрешения на строительство" за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2028 тыс. и 2137 тыс. соответственно (предыдущее значение: 2042 тыс. и 2167 тыс.)	Будет опубликовано значение индекса экономической уверенности ZEW стран евро-зоны за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 41.0 пункта (предыдущее значение: 41.6 пункта)
	ЛУКОЙЛ опубликует финансовые результаты первого полугодия 2005 года по US GAAP	Комитет ФРС по открытому рынку примет решение о процентных ставках. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 3.75% (предыдущее значение: 3.50%)	
21.09	Пройдет аукцион на разработку участка Среднетюнгского газоконденсатного месторождения (Саха-Якутия)		Будет опубликовано значение счета текущих операций стран евро-зоны за июль 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€1.5 млрд. (предыдущее значение: -€2.5 млрд.)
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск ТНК-ВР о незаконности начисления 2.5 млрд. руб. налогов за 2001 год		
	Арбитражный суд Москвы проведет рассмотрение иска о незаконности залогового аукциона по продаже 45% акций ЮКОСа		Будут опубликованы данные о динамике затрат на оплату труда в странах евро-зоны за II квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.8% (предыдущее значение: 3.1%)
22.09	Госдума рассмотрит проект бюджета на 2006 год в первом чтении	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 18 сентября 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 455 тыс. (предыдущее значение: 398 тыс.)	Будут опубликованы данные о динамике новых заказов на продукцию промышленных предприятий стран евро-зоны за июль 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.4% (предыдущее значение: 3.1%)
	Арбитражный суд Санкт-Петербурга и Ленинградской области продолжит слушание иска миноритариев "Балтики" об отмене итогов голосования по приобретению "Пикры"		
22.09	Федеральное агентство по недропользованию проведет аукцион на получение лицензии на право разработки пяти участков углеводородного сырья в Тюменской области	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.3% (предыдущее значение: 0.1%)	Peter Hambro опубликует результаты первого полугодия 2005 года по UK GAAP
	Внеочередное собрание акционеров Северстали рассмотрит вопрос о выплате дивидендов по итогам первого полугодия 2005 года		
23.09	Внешэкономбанк планирует подписать соглашение о стратегическом сотрудничестве с тайской компанией РТТ и Газпромом		
	Акционеры Запсибгазпрома на внеочередном собрании переизберут совет директоров		

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель продемонстрировал весьма неплохие результаты, повысившись на 3.22% на фоне роста индекса РТС на 1.89%. Наибольший положительный вклад в динамику портфеля внесли акции ЛУКойла, котировки которых повысились за неделю на 8.5%. Кроме того, удачные результаты продемонстрировали привилегированные акции Сургутнефтегаза, подорожавшие на 4.7%.

Абсолютным лидером повышения оказались бумаги Ростелекома, котировки которых подскочили за неделю на 12.4%, но из-за небольшого веса этих бумаг в составе портфеля повышение не сильно сказалось на итоговом результате.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля ADS Газпрома, рекомендация по которым была понижена до "Продавать". Взамен мы увеличиваем долю бумаг НОВАТЭКа, поскольку считаем, что эти акции хорошо защищены от возможной коррекции цен на нефть (по нашим оценкам, ключевой фактор риска в краткосрочной перспективе).

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	РТС	Δ		Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	3.22%	1.89%	1.33%	10.22%	8.25%	1.97%	56.04%	50.30%	5.74%

### Изменение отраслевых индексов за неделю

года	Index-Util		Index-Oil		Index-Telec		Index-CC		Index-Met		Index-MB	
	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года	Изм. за нед.	с нач. года
	3.88%	37.65%	-3.10%	89.05%	2.40%	-20.91%	1.25%	221.65%	-0.83%	22.75%	1.23%	7.11%

### Рекомендуемый портфель

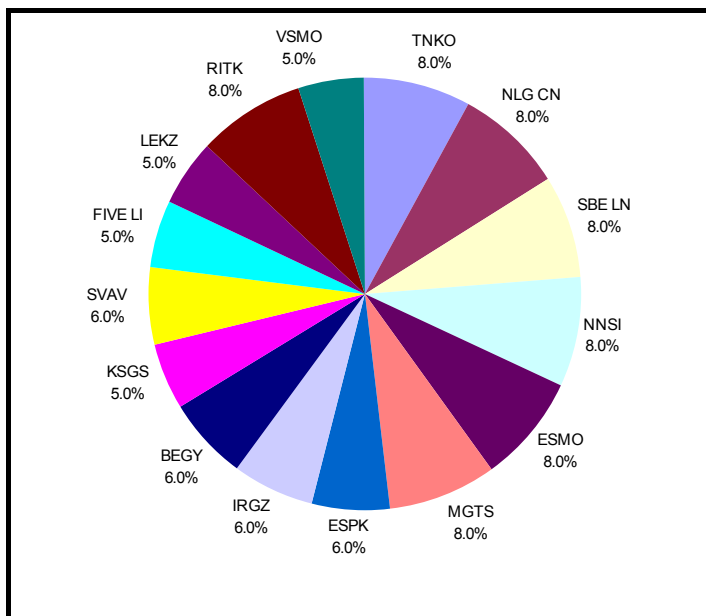
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 16/09, \$	Цена 9/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>							
ЛУКойл	LKOH	15.91%	30.0%	52.05	47.97	8.5%	71.5%
Газпром	GSPBEX	0.00%	10.0%	4.33	4.26	1.7%	57.0%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	5.03%	6.0%	0.78	0.75	4.7%	43.1%
Газпром, ADS	OGZD LI	0.00%	0.0%	56.75	54.95	3.3%	61.7%
НОВАТЭК	NVTK	3.29%	6.0%	2,160	2,182	-1.0%	97.4%
<b>Телекоммуникации</b>							
АФК Система	SSA LI	0.00%	6.0%	22.20	21.30	4.2%	30.6%
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	43.85	44.24	-0.9%	22.6%
МТС	MBT	0.00%	2.0%	39.50	39.00	1.3%	13.7%
Ростелеком	RTKM	1.50%	1.0%	2.63	2.34	12.4%	43.7%
<b>Металлургия</b>							
ГМК Норильский никель	GMKN	12.45%	17.0%	73.80	75.45	-2.2%	35.7%
Северсталь	CHMF	0.92%	2.0%	8.35	8.20	1.8%	29.7%
Мечел	MTLR	1.25%	1.5%	10.20	9.85	3.6%	70.0%
Евраз-групп	EVR LI	0.00%	1.5%	15.94	15.40	3.5%	9.9%
<b>Прочие</b>							
РАО ЕЭС России	EESR	4.22%	8.0%	0.35	0.35	0.8%	22.3%
Сбербанк РФ	SBER	13.79%	5.0%	918	919	-0.1%	90.1%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>			<b>3.2%</b>	<b>56.0%</b>

**Краткая финансовая информация о компаниях по секторам**

	Прогнозируемая Цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	
<b>Нефть и газ</b>														
Газпром	4.39	2.9	2.3	2.0	7.4	5.6	4.3	11.6	8.2	5.9	16.6	9.2	6.3	IFRS
Газпром, ADS	43.85	3.7	3.0	2.5	9.5	7.1	5.5	15.3	10.8	7.8	21.7	12.1	8.3	IFRS
ЛУКОЙЛ	61.29	1.3	0.9	1.0	6.3	4.5	5.2	9.9	6.4	7.8	10.1	6.3	6.1	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	-0.7	-0.7	-0.8	-1.5	-1.7	-1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	RAS
Сургутнефтегаз	1.01	3.4	2.2	2.1	7.6	6.0	6.2	12.8	9.9	10.3	10.1	8.7	11.2	RAS
Сибнефть	4.30	1.9	1.4	1.4	5.1	4.7	5.7	8.0	5.4	6.9	7.3	7.5	6.8	US GAAP
Татнефть	2.61	0.9	0.7	0.7	4.7	3.4	5.1	8.3	4.9	8.9	5.3	4.0	4.5	US GAAP
Транснефть	1629.91	1.8	1.5	1.4	3.5	3.0	2.7	4.9	3.9	3.4	3.2	3.1	2.5	IFRS
ТНК-ВР	2.83	2.3	1.6	1.6	7.0	4.8	5.6	9.0	6.4	7.8	7.5	5.2	5.9	US GAAP
PetroKazakhstan	53.48	2.5	2.1	2.1	4.4	3.0	3.1	8.2	5.4	5.8	7.7	5.6	5.0	CDN GAAP
Nelson Resources	3.41	9.6	3.7	2.7	24.2	6.7	4.0	68.5	11.9	6.8	34.5	8.6	5.8	UK GAAP
Burrun Energy	13.52	11.6	4.8	3.9	15.8	5.9	4.7	26.3	8.0	6.5	18.7	7.5	5.7	UK GAAP
Dragon Oil	3.26	14.8	5.3	3.8	20.1	6.3	4.5	31.3	8.7	7.9	24.0	7.2	6.6	UK GAAP
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	42.69	4.4	3.4	3.0	8.3	6.6	5.4	15.3	12.8	10.1	9.2	7.9	6.3	US GAAP
АФК Система	20.90	2.4	1.9	1.6	5.6	4.4	3.5	26.1	14.0	10.9	5.6	4.8	3.8	US GAAP
Вымпелком	51.16	4.8	3.3	2.8	10.1	7.2	5.7	25.7	15.3	11.1	11.2	7.2	6.2	US GAAP
Ростелеком	2.24	1.9	1.7	1.8	5.5	5.1	5.8	12.9	9.9	11.7	7.1	5.1	5.2	IFRS
МГТС	19.36	3.5	2.9	2.3	9.4	8.2	6.2	15.8	21.4	12.3	9.4	9.4	6.8	US GAAP
Голден Телеком	37.00	1.8	1.6	1.4	6.1	4.7	4.2	16.8	12.5	10.9	7.5	6.9	6.3	US GAAP
РБК	5.02	7.6	3.6	2.8	28.3	12.0	8.1	53.7	23.8	14.3	41.5	23.3	12.0	IFRS
ЮТК	0.14	1.8	1.5	1.3	7.6	6.1	5.0	N.M.	N.M.	59.2	3.8	2.7	2.3	IFRS
Уралсвязьинформ	0.07	2.3	1.8	1.6	7.7	5.9	5.1	15.8	11.7	9.1	6.9	5.3	4.6	IFRS
ВолгаТелеком	5.68	2.1	1.8	1.6	6.9	5.1	4.5	12.0	10.5	6.0	6.0	5.3	4.3	IFRS
Сибирьтелеком	0.10	1.7	1.4	1.2	6.3	4.8	4.0	11.1	8.7	6.9	6.8	5.0	4.2	IFRS
С-З Телеком	0.79	2.0	1.6	1.4	8.6	6.6	5.0	28.3	13.5	8.6	5.3	4.3	3.8	IFRS
Центртелеком	0.51	1.7	1.4	1.3	6.7	5.5	4.6	36.4	16.3	10.1	5.5	4.1	3.7	IFRS
Дальсвязь	2.99	1.0	0.8	0.7	5.9	3.3	2.6	6.8	7.0	5.0	9.2	5.7	3.2	IFRS
Башинформсвязь	0.13	1.4	1.2	1.0	5.2	3.3	2.9	9.8	4.7	4.1	5.7	3.6	3.2	RAS
<b>Энергетика</b>														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.0	0.9	0.8	4.7	4.2	3.9	14.8	11.7	10.4	3.9	3.4	3.1	IFRS
Мосэнерго	0.09	1.1	0.9	0.9	6.7	7.0	6.3	23.4	30.0	24.0	6.8	6.1	6.2	IFRS
<b>Металлы</b>														
ГМК Норильский никель	92.15	2.2	2.4	2.5	4.7	5.4	6.1	8.5	9.1	10.4	6.2	5.7	7.8	IFRS
Северсталь	10.44	0.9	1.0	1.2	2.0	2.5	4.2	3.4	4.1	7.8	3.9	3.0	4.5	IFRS
НЛМК	1.22	1.2	1.4	1.5	2.2	3.1	4.1	3.8	5.4	7.3	4.3	3.9	5.1	US GAAP
ММК	0.52	0.9	0.9	1.1	2.4	2.3	4.6	3.4	3.3	7.0	4.3	2.3	4.5	IFRS
НТМК	1.17	1.1	1.2	1.3	3.5	3.8	5.8	4.7	5.4	9.3	5.8	2.4	4.8	IFRS
ЗСМК	116.76	1.0	1.0	1.1	3.0	3.1	5.0	4.6	4.1	6.7	2.3	4.8	5.1	IAS
ВСМПО	159.93	3.2	2.4	2.0	10.6	7.3	4.7	15.5	10.6	6.5	24.8	17.1	7.4	US GAAP
<b>Прочие</b>														
Сбербанк РФ	667.21	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	91.1	25.2	17.0	3.5	3.0	2.6	IFRS
Пятерочка	17.46	2.7	1.8	1.2	27.0	17.0	11.6	39.7	26.3	17.8	27.4	21.1	14.2	US GAAP
Седьмой континент	14.07	2.4	1.5	1.2	28.0	17.6	13.8	46.8	29.9	24.2	26.6	20.0	17.1	US GAAP
Efes	31.26	2.5	2.1	1.7	10.6	9.5	7.9	28.6	24.2	18.2	14.6	13.2	10.7	US GAAP
Балтика	25.09	4.9	4.4	3.9	18.9	16.8	15.3	31.8	26.6	25.3	18.3	16.1	17.5	US GAAP
Лебедянский	50.78	3.1	2.5	2.1	10.6	8.7	7.7	21.9	16.0	12.7	24.3	16.8	12.5	IFRS
Вимм-Билль-Данн	18.65	0.9	0.7	0.7	10.5	10.0	7.8	34.3	37.7	19.6	10.5	6.8	5.3	US GAAP
Северсталь-Авто	19.27	0.9	0.7	0.7	6.9	4.9	4.5	16.9	10.9	9.0	8.9	6.6	4.0	US GAAP
АвтоВАЗ	30.80	0.2	0.3	0.3	2.5	3.3	2.8	4.5	8.2	4.9	1.2	2.2	1.7	IFRS
OriFlame, €	21.95	2.0	1.9	1.8	11.1	11.8	10.8	16.3	16.5	14.9	14.2	13.5	12.4	IFRS
Калина	25.97	1.7	1.4	1.2	9.0	7.8	7.1	17.3	13.3	11.9	12.7	16.4	13.5	US GAAP
НПК Иркут	N.A.	1.5	1.1	0.8	5.8	4.7	3.5	8.1	6.1	3.8	4.2	5.3	10.7	IFRS
ОМЗ	N.A.	0.5	0.4	0.4	13.6	13.7	14.3	N.M.	N.M.	N.M.	6.4	12.5	7.6	US GAAP
Аптека 36.6	16.95	1.3	1.0	0.7	15.1	12.2	9.9	N.M.	40.5	24.2	34.0	42.3	20.3	IFRS

**РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ**

**"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"**



**Обзор портфеля**

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" также существенно опередил рынок, повысившись на 4.03% на фоне роста индекса РТС на 1.89%. Наибольший рост на этот раз продемонстрировали акции Иркутскэнерго, котировки которых подскочили на 28.2%, а также бумаги торгового дома "Пятерочка", подорожавшие на 14.9%.

Среди нефтяных компаний наиболее уверенно чувствовали себя акции Nelson Resources и РИТЭКа, котировки которых повысились за неделю на 5.9% и 6.1%.

**Изменения в портфеле**

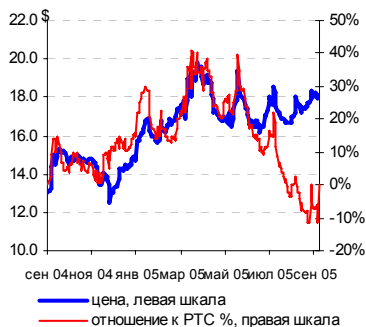
На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции Dragon Oil, рекомендация по которым была понижена до "Держать". Мы полагаем, что с точки зрения фундаментальных показателей текущие котировки акций полностью соответствуют справедливой оценке, а потенциал дальнейшего роста представляется ограниченным. Взамен мы пропорционально увеличиваем доли входящих в состав портфеля "нефтяных" и "телекоммуникационных" бумаг.

**Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"**

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 16/09, \$	Цена 9/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
ТНК	TNKO	8.0%	7.0%	6.50	6.40	1.6%	117.4%
Nelson Resources	NLG CN	8.0%	8.0%	2.47	2.33	5.9%	9.8%
Dragon Oil	DGO LN	0.0%	6.0%	3.10	3.06	1.3%	139.9%
Sibir Energy	SBE LN	8.0%	7.0%	5.91	6.21	-5.0%	48.6%
РИТЭК	RITK	8.0%	7.0%	6.05	5.70	6.1%	55.9%
ВолгаТелеком	NNSI	8.0%	7.0%	4.19	4.09	2.4%	30.5%
Центртелеком	ESMO	8.0%	7.0%	0.42	0.41	3.0%	44.3%
МГТС	MGTS	8.0%	7.0%	16.55	16.35	1.2%	37.9%
Дальсвязь	ESPK	6.0%	6.0%	1.83	1.79	2.2%	83.0%
Иркутскэнерго	IRGZ	6.0%	6.0%	0.40	0.31	28.2%	91.8%
Башкирэнерго	BEGY	6.0%	6.0%	0.39	0.39	1.0%	25.8%
Костромская ГЭС	KSGS	5.0%	5.0%	0.22	0.23	-2.6%	65.9%
Северсталь-Авто	SVAV	6.0%	6.0%	17.25	16.50	4.5%	9.5%
Пятерочка	FIVE LI	5.0%	5.0%	19.30	16.80	14.9%	48.5%
Лебедянский	LEKZ	5.0%	5.0%	57.25	56.50	1.3%	46.8%
ВСМПО	VSMO	5.0%	5.0%	152.00	152.50	-0.3%	49.6%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>4.03%</b>	<b>90.2%</b>	

**"Вимм-Билль-Данн"**
**ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2005 ГОДА  
СООТВЕТСТВУЮТ ОЖИДАНИЯМ**

<b>Тикер</b>	<b>WBD</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Держать</b>
Цена, \$	17.9
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	19.8
Потенциал роста/снижения	10%

**Динамика котировок акций**

**Капитализация и данные об акциях**

Рын. кап., \$ млн.	789
Чистый долг, \$ млн.	204
EV, \$ млн.	1,014
Кол-во акций, млн.	44
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	23%
Кол-во акций на ADR	1.00

US GAAP, \$ млн.	2004	2005	П2006П
Выручка	1,189	1,375	1,523
ЕБИТДА	97	102	131
Чистая прибыль (скорректированная)*	23	21	40
Операционный денежный поток	75	116	149
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/ЕБИТДА	10.5	10.0	7.8
P/E	34.3	37.7	19.6
P/CF	10.5	6.8	5.3

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

Обнародованные в минувшую пятницу финансовые показатели "Вимм-Билль-Данна" за первое полугодие 2005 года не содержали сюрпризов и в целом соответствовали консенсус-прогнозу и нашим оценкам. Объем производства увеличился лишь незначительно, а рост выручки компании на 17.4% объясняется в основном ростом средних отпускных цен на продукцию. "Вимм-Билль-Данн" удержал долю рынка молочных продуктов на уровне около 34%, но продолжил терять долю рынка соков, снизившуюся до 24% против 29% за аналогичный период прошлого года (по данным "Бизнес Аналитика").

Положительным фактором стало увеличение доли детского питания в ассортименте компании, при этом рост физических объемов производства составил 19% по сравнению с первым полугодием 2004 года, а рост выручки – 42%. Это должно способствовать повышению рентабельности компании, так как сегмент детского питания остается самым высокорентабельным сегментом бизнеса "Вимм-Билль-Данн". Руководство компании заявило в ходе телефонной конференции о намерении расширить ассортимент продукции в сегменте детского питания (в частности, включить в него соки), хотя новые виды продукции вряд ли появятся на рынке ранее, чем в начале будущего года.

**Финансовые показатели "Вимм-Билль-Данна" за первое полугодие 2005 года в целом соответствуют консенсус-прогнозу и нашим ожиданиям**

\$ млн.	Выручка	ЕБИТДА	Чистая прибыль
Консенсус-прогноз	688	55.3	8.6
Прогноз "Атона"	687	56.3	8.9
<b>Факт</b>	<b>682</b>	<b>56.6</b>	<b>8.3</b>
Факт/консенсус-прогноз	-0.9%	2.4%	-2.9%
Факт/прогноз "Атона"	-0.8%	0.5%	-6.7%

*Источник: данные компании, оценки "Атона"*

**Объемы производства "Вимм-Билль-Данна", средние цены и структура выручки**

	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.
Молочная продукция, тыс. т	546.7	577.7	5.7
Соки, тыс. т	236.4	227.9	-3.6
Детское питание, тыс. т	24.2	28.8	19.0
Ср. цена молочной продукции, \$/кг.	0.73	0.83	13.7
Средняя цена соков, \$/л	0.64	0.70	9.4
Средняя цена детского питания, \$/кг.	1.24	1.48	19.4
Средняя цена продукции, \$/кг.	0.72	0.82	13.6
Выручка молочного сегмента	399.1	479.5	20.1
Выручка сокового сегмента	151.3	159.5	5.4
Выручка сегмента детского питания	30.0	42.6	42.0

*Источник: данные компании, оценки "Атона"*

Рост средних цен не полностью компенсировал повышение затрат на производство продукции, поэтому валовая рентабельность несколько снизилась. Это было связано, в первую очередь, с постоянным снижением рентабельности в сегменте молочных продуктов, так как цены на сырье остаются высокими и, судя по всему, не собираются снижаться.

Рентабельность ЕБИТДА "Вимм-Билль-Данна" (8.3%) остается значительно ниже, чем у самого близкого аналога компании – концерна "Лебедянский" (25.8%), несмотря на то, что компании удалось сдержать рост коммерческих и административных затрат в первом полугодии 2005 года на уровне всего 19%.

Потенциал дальнейшей экономии на коммерческих и административных затратах представляется нам ограниченным в связи с усилением конкуренции и необходимостью продолжения инвестиций в развитие брендов компании. Впрочем, мы полагаем, что компания сохраняет возможность для дальнейшей оптимизации управления административными расходами, и считаем, что в этой сфере сохраняется потенциал дальнейшей экономии.

Уменьшение положительной курсовой разницы в связи с ростом курса рубля и повышение налогов выше ожидавшегося уровня в первом полугодии привело к снижению чистой рентабельности до 1.2%. Хотя компания полагает, что величина налогов нормализуется по итогам всего года, мы не ожидаем, что чистая прибыль превысит уровень 2004 года, при этом чистая рентабельность, по всей видимости, останется минимальной.

Поводом для некоторого оптимизма является сохранение значительных денежных потоков, которые полностью обеспечивают потребности компании в инвестициях. Уровень денежных потоков повысился благодаря оптимизации баланса кредиторской и дебиторской задолженности, хотя положительный денежный поток от оптимизации

оборотных средств оказался ниже возможного уровня в связи с увеличением товарных запасов на сумму, соответствующую 1% выручки.

**Основные показатели отчета о прибылях и убытках за первое полугодие 2005 года**

\$ млн.	I пг. 04	I пг.05	в год. сопост., %	II кв. 04	I кв. 05	II кв. 05	II кв. 05/ кв.04, %	III кв. 05/ кв.05, %
<b>Выручка</b>	<b>580.4</b>	<b>681.7</b>	<b>17.4</b>	<b>302.1</b>	<b>325.7</b>	<b>356.0</b>	<b>17.8</b>	<b>9.3</b>
Затраты на реализацию	-419.6	-493.9	17.7	-213.7	-241.9	-252.0	17.9	4.2
<b>Валовая прибыль</b>	<b>160.9</b>	<b>187.8</b>	<b>16.7</b>	<b>88.4</b>	<b>83.8</b>	<b>103.9</b>	<b>17.6</b>	<b>24.0</b>
Валовая рентабельность, %	27.7	27.5		29.3	25.7	29.2		
Затраты на сбыт и дистрибуцию	-84.7	-98.3	16.1					
Общие и административные затраты	-44.4	-53.5	20.3					
Прочие затраты	-2.7	-5.1	88.9					
<b>ЕВИТДА</b>	<b>50.8</b>	<b>56.6</b>	<b>11.4</b>	<b>32.2</b>	<b>21.8</b>	<b>34.8</b>	<b>8.0</b>	<b>59.7</b>
Рентабельность ЕВИТДА, %	8.8	8.3			6.7	9.8		
<b>Операционная прибыль</b>	<b>29.0</b>	<b>30.8</b>	<b>6.2</b>	<b>21.4</b>	<b>9.6</b>	<b>21.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>121.7</b>
Операционная рентабельность, %	5.0	4.5			2.9	6.0		
Финансовые статьи	-7.1	-10.3	45.9					
Балансовая прибыль	22.0	20.5	-6.5					
Налоги	-7.4	-10.9	48.2					
Доля миноритариев	-1.7	-1.4	-21.4					
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12.9</b>	<b>8.3</b>	<b>-35.8</b>	<b>7.6</b>	<b>2.9</b>	<b>5.4</b>	<b>-29.2</b>	<b>84.9</b>
Чистая рентабельность, %	2.2	1.2			0.9	1.5		

*Источник: данные компании; оценки "Атона"*

В заключение отметим, что мы не видим убедительных причин, которые заставили бы нас в ближайшее время изменить прогнозируемую цену на конец 2006 года (\$19.8), и повторяем нашу рекомендацию "Держать" акции компании.

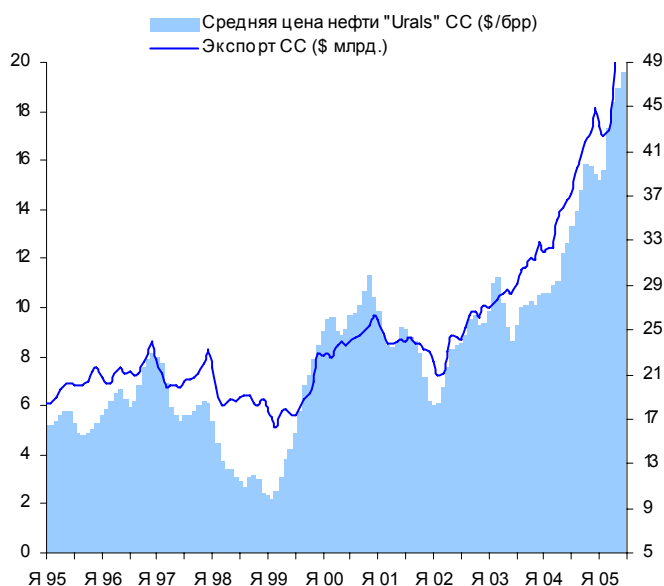
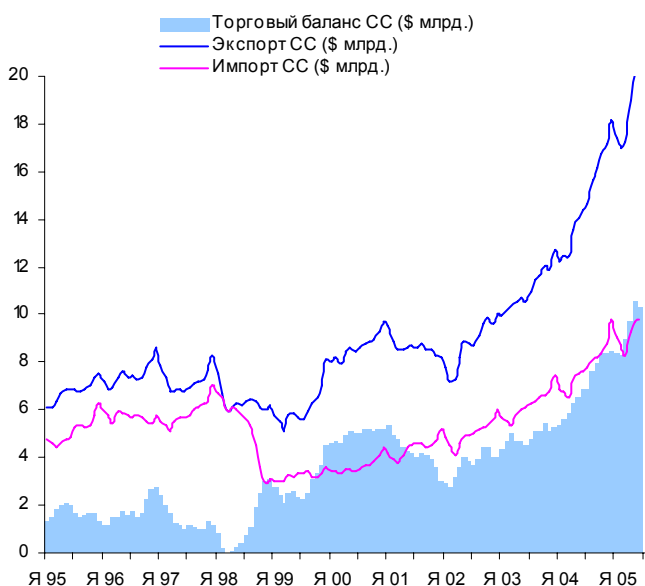
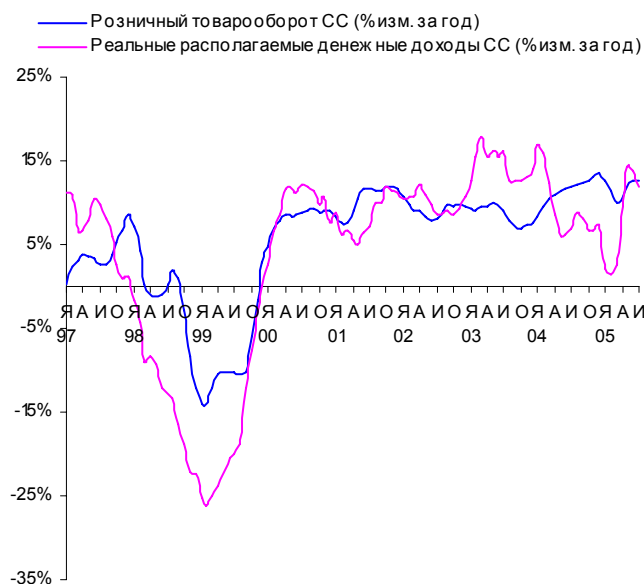
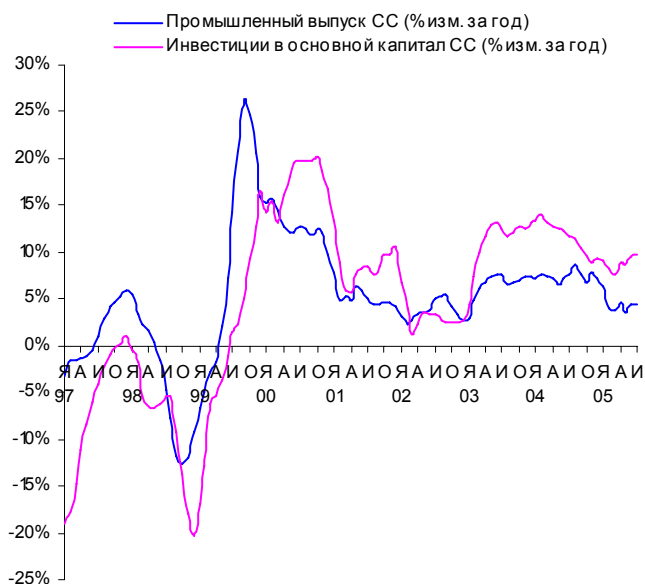
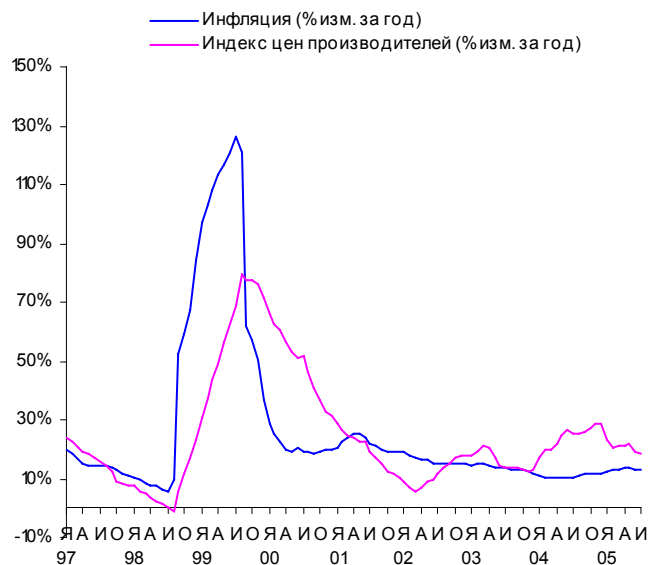
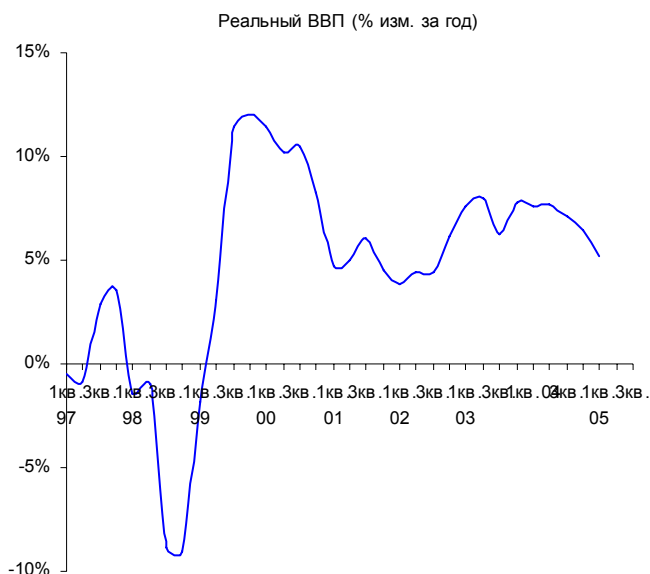
**Алексей Языков**  
yazikov@aton.ru

**Татьяна Капустина**  
kapoustina@aton.ru

# ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

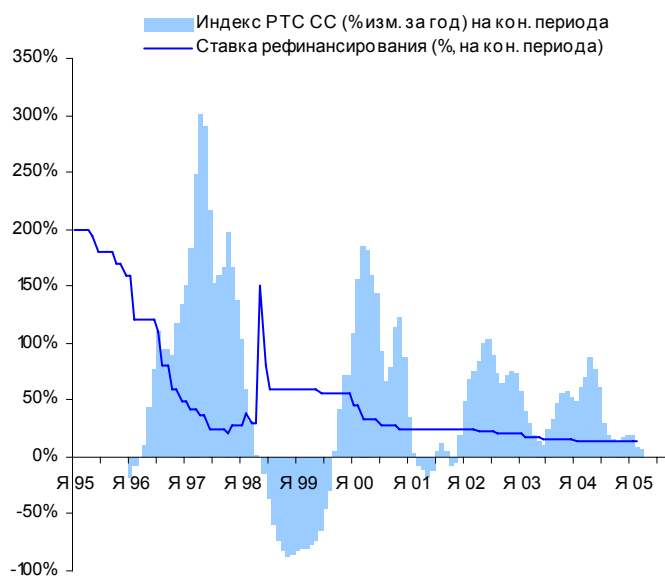
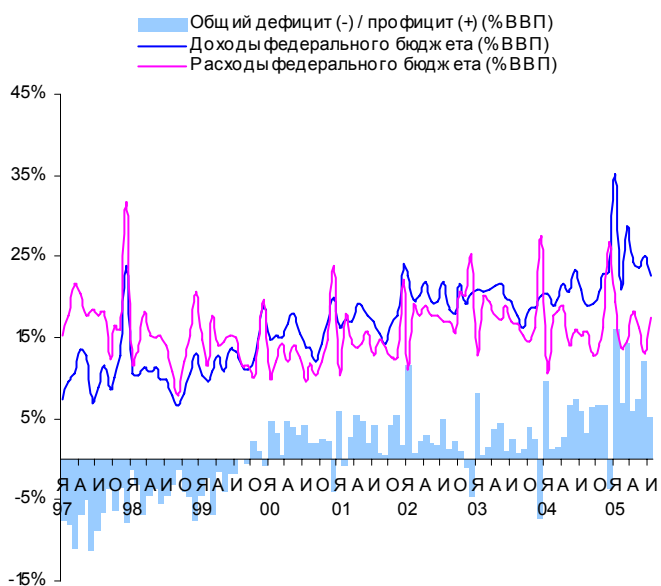
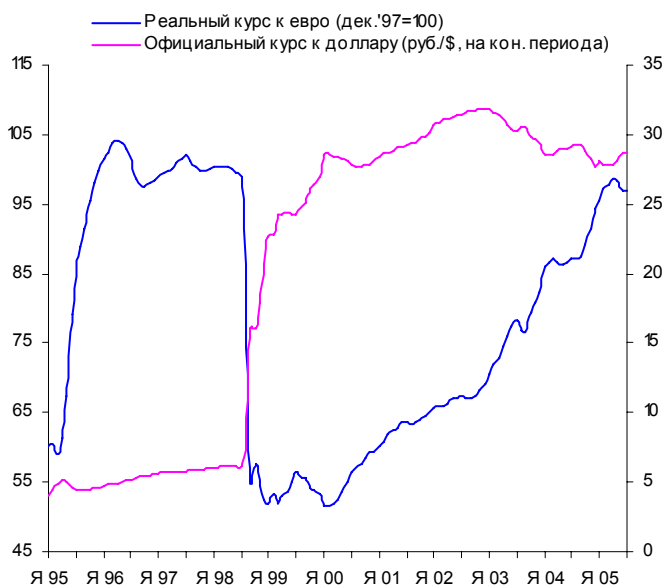
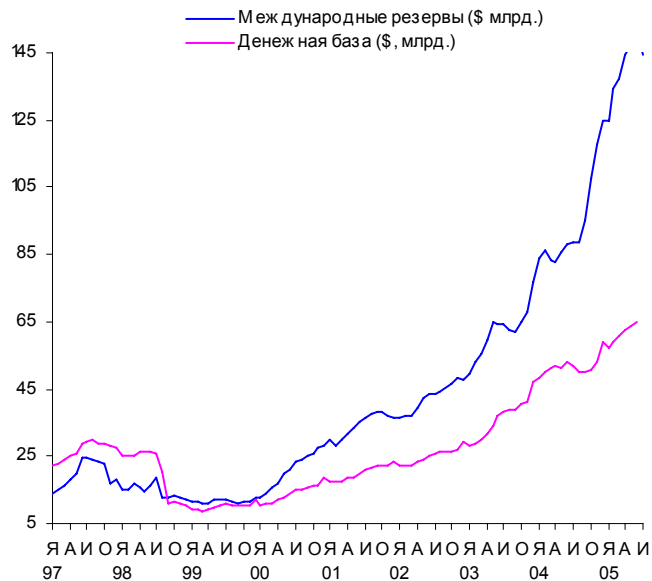
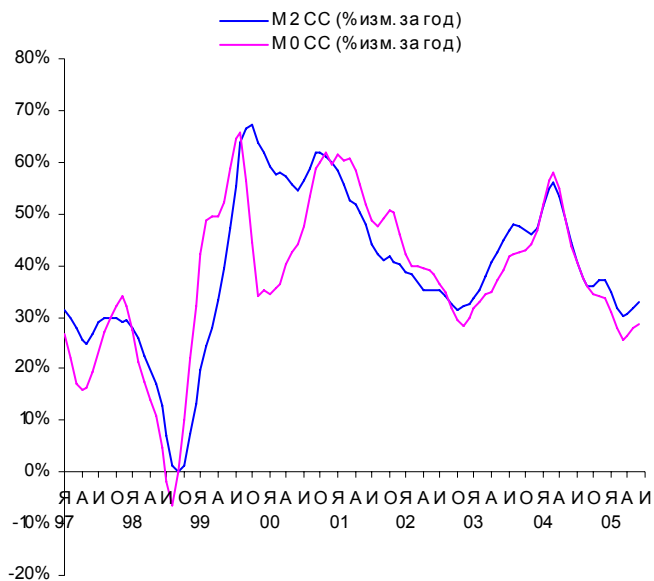
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
	Номинальный ВВП (млрд. руб.)	7305.6	8943.6	10817.5	13243.3	16751.5	19799.0	22947.0	2850.7	3107.8	3629.8	3655.0	3485.5	3912.6	4643.4	4710.0	4364.9	1408.0	1480.0	1610.0	1540.0	1442.2	1520.9	1295.0	1410.0	1553.0	1610.0	1608.0	1657.0
Реальный рост ВВП (% изм. за год)	10.0	5.1	4.7	7.3	7.1	6.2	5.8	7.6	8.0	6.2	7.7	7.6	7.7	7.1	6.4	5.2			7.1			6.4			5.2			n.a.	
Промышленный выпуск (% изм. за год)	12.0	4.9	3.7	7.0	7.4	5.9	5.6	6.0	7.5	6.9	7.4	7.4	7.2	7.6	7.2	3.7	6.9	9.7	6.1	4.6	12.5	4.6	2.1	5.1	4.0	5.0	1.4	6.9	4.9
Инвестиции в основной капитал (% изм. за год)	17.3	8.3	2.5	12.1	10.9	10.0	9.5	10.0	13.2	12.0	13.1	13.2	12.3	10.4	9.3	7.6	10.8	11.7	8.8	7.8	10.2	10.0	7.0	7.8	8.0	11.0	6.8	11.0	11.2
Объем розничного товарооборота (% изм. за год)	8.7	10.6	9.0	8.5	12.1	10.8	9.6	9.6	9.5	7.2	7.7	10.4	11.7	12.4	13.6	10.0	12.5	12.5	12.3	13.0	13.8	14.0	10.0	10.2	9.9	12.2	13.3	12.5	11.8
СОЦИАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Реальные располагаемые денежные доходы (% изм. за год)	9.7	8.5	10.1	15.1	7.8	9.9	8.9	18.0	15.5	12.7	14.1	12.4	6.3	8.1	7.4	2.5	9.8	7.7	6.7	5.4	8.0	8.7	-10.3	6.0	11.9	12.8	17.9	10.6	7.5
Реальная зарплата (% изм. за год)	22.2	20.4	16.7	10.3	10.8	11.5	10.5	9.7	9.3	8.4	13.6	14.8	13.5	11.4	5.1	6.4	11.7	11.6	10.9	4.6	4.3	6.3	5.3	7.5	6.5	9.6	8.7	7.5	9.0
Средняя зарплата в месяц, (\$)	80.2	112.3	140.7	180.1	237.4	306.7	386.7	151.5	171.5	182.5	215.0	215.5	230.4	237.3	266.5	268.3	240.1	235.2	236.7	237.6	246.4	315.3	251.3	269.4	284.1	292.4	292.0	303.7	302.5
Уровень безработицы, (% МОТ)*	10.5	9.0	8.1	8.6	8.2	8.3	8.4	9.3	8.6	8.2	8.3	9.2	7.8	7.5	8.3	8.5	7.4	7.3	7.7	8.0	8.3	8.5	8.6	8.7	8.3	7.9	8.0	7.5	6.8
ЦЕНЫ	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Инфляция (% изм. за год, на кон. периода)	20.1	18.8	15.1	12.0	11.7	11.9	10.2	14.8	13.9	13.2	12.0	10.3	10.2	11.5	11.7	13.3	10.5	11.3	11.5	11.6	11.7	11.7	12.6	12.8	13.3	13.4	13.6	13.3	12.9
Инфляция (% в месяц, сред.)	1.5	1.5	1.2	1.0	0.9	1.0	0.9	5.2	2.6	0.6	3.1	3.6	2.5	1.7	3.3	5.2	0.9	0.4	0.4	1.1	1.1	1.1	2.6	1.2	1.3	1.1	0.8	0.6	0.5
Индекс цен производителей (% изм. за год, на кон. периода)	31.6	10.6	17.5	13.0	28.4	16.0	8.0	21.2	14.3	13.8	13.0	20.1	26.6	26.2	28.4	21.4	25.4	25.5	26.2	27.1	28.9	28.4	23.0	20.5	21.4	21.2	21.9	19.0	18.2
Индекс цен производителей (% в месяц, сред.)	2.3	0.8	1.4	1.0	2.1	1.3	0.7	3.1	1.9	5.1	2.3	9.6	7.5	4.8	4.0	3.6	1.2	1.5	2.0	1.9	1.9	0.2	-0.2	1.3	2.5	2.5	2.7	0.1	0.5
ТОРГОВЛЯ**	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Экспорт (\$ млрд.)	105.0	101.9	107.3	135.9	183.5	205.0	212.0	31.1	31.8	34.9	38.2	37.3	43.2	48.5	54.5	51.7	15.4	16.8	16.3	17.2	17.9	19.4	15.0	16.6	20.1	20.2	20.4	19.8	n.a.
Импорт (\$ млрд.)	44.9	53.8	61.0	76.1	96.3	110.5	126.0	16.0	18.2	19.6	22.3	19.6	22.7	24.7	29.3	24.8	8.3	8.2	8.2	8.8	9.3	11.1	6.7	8.2	9.9	9.7	9.6	10.1	n.a.
Торговый баланс (\$ млрд.)	60.2	48.1	46.3	59.9	87.1	94.5	86.0	15.1	13.5	15.4	15.8	17.7	20.5	23.8	25.2	26.9	7.2	8.5	8.1	8.4	8.5	8.3	8.3	8.4	10.2	10.5	10.8	9.7	n.a.
Цена нефти «Urals», СИФ, (\$/бэр, на кон. периода)	21.4	19.2	29.0	28.8	37.3	n.a.	n.a.	26.0	25.7	26.8	28.8	28.9	31.1	40.0	37.3	47.6	38.1	35.1	40.0	42.2	40.8	37.3	41.0	41.7	47.6	46.0	46.7	51.0	n.a.
Цена нефти «Urals», СИФ, (\$/бэр, сред.)	26.5	22.9	23.7	27.2	34.5	41.0	34.0	29.6	24.0	27.2	28.0	28.9	32.6	37.5	39.0	43.1	35.3	39.0	38.4	42.5	38.3	36.3	40.6	41.2	47.4	47.7	45.2	51.4	n.a.
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ***	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Доходы (млрд. руб.)	1127.6	1593.8	2202.2	2583.1	3426.3	4721.0	4950.0	581.0	663.0	652.3	686.8	688.6	850.1	886.3	1001.3	1196.4	295.1	281.1	310.1	319.4	330.7	351.2	456.9	293.1	446.4	390.7	379.7	416.3	409.8
Доходы (% ВВП)	15.4	17.8	20.4	19.5	20.5	23.8	21.6	20.4	21.3	18.0	18.8	19.8	21.7	19.1	21.3	n.a.	21.0	19.0	19.3	20.7	22.9	23.1	35.3	20.8	28.7	24.3	23.6	25.1	22.6
Расходы (млрд. руб.)	964.3	1322.0	2003.7	2354.9	2695.1	3655.0	4330.0	491.6	568.1	597.7	697.5	553.9	630.7	652.4	858.1	671.0	213.4	232.7	206.3	216.8	234.5	406.8	250.7	194.8	225.5	294.6	262.8	216.2	317.1
Расходы (% ВВП)	13.2	14.8	18.5	17.8	16.1	18.5	18.9	17.2	18.3	16.5	19.1	15.9	16.1	14.1	18.2	n.a.	15.2	15.7	12.8	14.1	16.3	26.7	19.4	13.8	14.5	18.3	16.3	13.0	17.5
Первичный дефицит (-)/профицит(+), (% ВВП)	4.6	5.6	3.9	3.4	5.6	6.7	3.8	6.1	4.2	3.6	0.4	6.1	6.3	6.6	3.6	n.a.	6.7	5.7	7.9	6.9	6.9	-2.5	17.1	9.5	16.0	6.1	7.8	12.9	5.9
Общий дефицит (-)/профицит(+), (% ВВП)	2.2	3.0	1.8	1.7	4.4	5.4	2.7	3.1	3.1	1.5	-0.3	3.9	5.6	5.0	3.0	n.a.	5.8	3.3	6.4	6.7	6.7	-3.7	15.9	7.0	14.2	6.0	7.3	12.1	5.1
МОНЕТАРНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Денежная база (млрд. руб., на кон. периода)	519.6	708.5	940.3	1392.1	1644.6	2045.0	2474.5	930.4	1123.6	1186.0	1392.1	1458.5	1543.9	1470.2	1644.6	1687.5	1517.7	1470.4	1470.2	1465.8	1503.0	1644.6	1608.2	1630.1	1687.5	1744.8	1797.6	1858.8	1902.7
Международные резервы (\$ млрд., на кон. периода)	28.0	36.6	47.8	76.9	124.5	168.5	192.5	55.5	64.4	62.1	76.9	83.4	88.2	95.1	124.5	137.4	88.6	88.7	95.1	107.3	117.4	124.5	124.9	134.2	137.4	144.3	147.4	151.6	144.6
M0 (млрд. руб., на кон. периода)	418.9	583.8	763.2	1147.0	1534.8	1920.0	2365.0	749.5	917.0	957.1	1147.0	1165.5	1276.1	1293.7	1534.8	1481.7	1315.0	1290.6	1293.7	1310.3	1332.7	1534.8	1425.2	1444.1	1481.7	1565.8	1582.3	1650.7	n.a.
Рост M0 (% изм. за год)	57.4	39.4	30.7	50.3	33.8	25.1	23.2	35.6	42.0	42.4	50.3	55.5	39.2	35.2	33.8	27.1	39.8	33.6	35.2	34.3	33.0	33.8	26.1	24.1	27.1	27.3	29.6	29.4	n.a.
M2 (млрд. руб., на кон. периода)	1154.4	1612.6	2134.5	3212.7	4363.3	5665.0	7081.3	2226.4	2626.8	2752.8	3212.7	3421.2	3687.2	3727.5	4363.3	4474.6	3634.9	3657.9	3727.5	3798.1	3939.9	4363.3	4190.3	4311.4	4474.6	4586.8	4688.6	4927.4	n.a.
Рост M2 (% изм. за год)	61.5	39.7	32.4	50.5	35.8	29.8	25.0	41.0	48.5	47.7	50.5	53.7	40.4	35.4	35.8	30.8	37.3	35.2	35.4	37.5	38.5	35.8	30.4	29.3	30.8	31.7	33.0	33.6	n.a.
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ***	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Июл-04	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05
Официальный курс руб./\$ (на кон. периода)	28.2	30.1	31.8	29.5	27.7	27.2	26.5	31.4	30.3	30.6	29.5	28.5	29.0	29.2	27.7	27.8	29.10	29.24	29.22	28.77	28.24	27.75	28.08	27.77	27.83	27.77	28.09	28.67	28.63
Официальный курс руб./\$ (сред. за период)	28.1	29.2	31.4	30.7	28.8	27.8	26.9	31.7	30.9	30.4	29.8	28.6	28.9	29.2	28.5	27.9	29.08	29.22	29.22	29.07	28.59	27.90	28.01	28.00	27.63	27.81	27.95	28.50	28.69
Официальный курс руб./€ (на кон. периода)	26.1	26.5	33.1	36.8	37.8	37.0	35.2	33.6	34.7	35.1	36.8	34.8	35.3	36.0	37.8	36.1	35.05	35.15	35.99	36.65	37.42	37.81	36.63	36.63	36.06	36.01	35.20	34.52	34.18
Официальный курс руб./€ (сред. за период)	26.0	26.1	29.6	34.7	35.8	36.6	36.1	34.0	35.1	34.2	35.5	35.8	34.9	35.7	36.9	36.5	35.67	35.63	35.66	36.29	37.08	37.39	36.72	36.38	36.47	35.99	35.48	34.73	34.57
Реальное укреп.(+)/обесц.(-) к доллару (% изм. за год, на кон. периода)	11.4	9.3	6.6	18.6	14.8	11.4	10.4	5.3	6.4	-1.2	7.3	5.9	-0.5	0.8	7.8	3.7	11.5	13.1	13.9	12.2	13								

## ЭКОНОМИКА В ГРАФИКАХ



Комментарий: СС - тренд представлен в виде скользящей средней на квартальном уровне. Это позволяет исключить значительные колебания, вызванные, в частности, сезонным фактором.

## ЭКОНОМИКА В ГРАФИКАХ



Комментарий: СС - тренд представлен в виде скользящей средней на квартальном уровне. Это позволяет исключить значительные колебания, вызванные, в частности, сезонным фактором.

**ДОЛГОВОЙ РЫНОК**
**Рынок внешнего долга**

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Изм., бп	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>													
Альфа Банк 05	\$175	B/Ba2	19/11/05	10.75	100.85	100.93	5.55		10.66	183	115	0.17	0.17
Альфа Банк 06	\$190	B/Ba2	13/4/06	8.00	101.38	101.73	5.22		7.88	137	82	0.54	0.55
Альфа Банк 07	\$150	B/Ba2	9/2/07	7.75	101.93	102.43	6.09		7.58	239	177	1.29	1.32
Альфа Банк 08	\$250	B/Ba2	2/7/08	7.75	102.40	102.90	6.67		7.55	294	238	2.42	2.48
МДМ Банк 05	\$125	B/Ba2	16/12/05	10.75	101.35	101.47	5.00		10.60	125	58	0.24	0.25
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/06	9.25	101.99	102.34	6.19		9.05	240	185	0.69	0.70
Уралсиб 06	\$140	B-/n.r.	6/7/06	8.875	102.25	102.60	5.74		8.66	194	138	0.75	0.77
Роснефть 06	\$150	B-/Baa3	20/11/06	12.75	108.73	108.97	4.93		11.71	114	54	1.06	1.15
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/9/06	9.375	103.71	104.06	5.41		9.02	163	104	0.92	0.96
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B3/BB-	25/9/06	8.875	103.11	103.61	5.42		8.59	163	105	0.91	0.95
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/07	9.000	103.73	104.73	5.80		8.63	208	146	1.28	1.34
НОМОС 07	\$125	n.r./B1	13/2/07	9.125	103.25	103.75	6.48		8.82	279	217	1.29	1.33
Сибнефть 07	\$400	B+/Baa3	13/2/07	11.50	108.29	108.64	5.19		10.60	145	83	1.28	1.39
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/07	9.000	103.31	103.81	6.49		8.99	281	218	1.33	1.37
Рус.Станд 07	\$300	B+/Baa2	14/4/07	8.750	103.07	103.57	6.50		8.66	283	220	1.40	1.44
Газпром 07	\$500	BB-/Baa2/BB+	25/4/07	9.125	106.53	106.77	4.78		8.56	105	41	1.43	1.53
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Baa2	28/9/07	7.800	101.93	102.43	6.64		7.63	296	235	1.77	1.81
ТНК 07	\$700	BB/Baa2	6/11/07	11.00	111.38	111.73	5.22		9.86	147	87	1.84	2.05
МТС 08	\$400	BB-/Baa3	30/1/08	9.75	108.41	108.76	5.82		8.98	208	149	2.07	2.25
ХКФ 08	\$150	B-/Baa3	4/2/08	9.125	103.62	104.12	7.32		8.79	365	306	2.08	2.16
ХКФ 08II	\$275	B-/Baa3	30/6/08	8.625	102.93	103.43	7.34		8.36	364	308	2.38	2.46
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/08	8.625	102.64	103.14	7.32		8.38	364	306	2.16	2.22
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/08	10.25	108.90	109.25	6.38		9.40	264	207	2.16	2.35
Рус.Станд 08	\$300	B+/Baa2	21/4/08	8.125	101.93	102.43	7.19		7.95	349	292	2.21	2.26
Алроса 08	\$500	B/Baa3	6/5/08	8.125	106.98	107.48	5.16		7.58	136	80	2.28	2.45
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/08	8.50	103.40	103.75	7.01		8.21	330	273	2.29	2.37
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/08	4.375	98.02	98.37	5.07		4.46	127	71	2.53	2.49
ПСБ 08	\$300	n.r./Baa3/B+	29/7/08	6.875	102.64	103.14	5.57		6.68	179	123	2.54	2.61
РБР 08	\$170	BB+/Baa3	11/8/08	6.500	102.48	102.98	5.46		6.33	167	111	2.58	2.65
ММК 08	\$300	BB-/Baa3	21/10/08	8.000	104.76	105.11	6.22		7.62	246	190	2.61	2.74
Газпромбанк 08	\$1050	B+/Baa2	30/10/08	7.250	104.74	105.09	5.51		6.91	172	116	2.68	2.81
Внешторгбанк 08	\$550	BB+/Baa2	11/12/08	6.875	105.14	105.49	5.07		6.53	125	70	2.81	2.96
Сибнефть 09	\$500	B+/Baa3	15/1/09	10.75	115.18	115.68	5.61		9.31	181	126	2.76	3.19
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/09	8.625	105.11	105.61	6.85		8.19	310	256	2.91	3.06
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/09	10.000	111.18	111.68	6.51		8.97	274	220	3.04	3.39
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B3/BB-	3/8/09	10.875	113.20	113.70	6.87		9.59	312	257	3.13	3.55
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa2	28/9/09	8.000	107.55	108.05	5.80		7.42	200	146	3.29	3.55
Норникель 09	\$500	BB/Baa2	30/9/09	7.125	103.73	104.23	6.00		6.85	221	166	3.34	3.47
Газпром 09	\$700	BB-/Baa2/BB+	21/10/09	10.50	119.17	119.67	5.18		8.79	136	81	3.25	3.88
Росбанк 09	\$225	n.r./Baa3/B+	24/9/09	9.75	105.43	105.93	6.98		9.23	333	276	1.92	2.03
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/09	8.00	104.43	104.93	6.71		7.64	295	240	3.45	3.62
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB-/Baa2	4/2/10	6.315	103.15	103.65	5.43		6.11	160	107	3.73	3.86
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./Baa2	11/2/10	6.230	102.25	102.75	5.58		6.08	176	122	3.75	3.84
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/10	8.000	104.90	105.40	6.63		7.61	287	232	3.62	3.81
МТС 10	\$400	BB-/Baa3	14/10/10	8.375	108.61	109.11	6.31		7.69	250	192	3.97	4.32
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa2	26/11/10	7.375	106.23	106.73	5.91		6.93	207	148	4.17	4.44
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/11	8.875	108.26	108.76	6.95		8.18	315	255	4.18	4.54
Внешторгбанк 11	\$450	BB+/Baa2	12/10/11	7.500	109.94	110.44	5.50		6.81	159	95	4.71	5.19
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/11	8.375	106.74	107.24	6.95		7.83	311	247	4.57	4.89
МТС 12	\$400	BB-/Baa3	28/1/12	8.000	106.70	107.20	6.64		7.48	277	211	4.88	5.22
Газпром 13	\$1750	BB-/Baa2/BB+	1/3/13	9.625	123.90	124.40	5.62		7.75	162	92	5.47	6.79
Газпром 13а	\$646	BB-/Baa2/BB+	22/7/13	5.625	101.28	101.78	5.15		5.54	84	69	3.14	3.19
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/14	9.250	110.35	110.85	7.55		8.36	358	282	5.74	6.35
Алроса 14	\$300	B/Baa3	17/11/14	8.875	117.21	117.71	6.33		7.56	227	147	6.25	7.34
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/15	7.700	103.77	104.77	7.09		7.38	303	218	6.76	7.05
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB-	1/2/20	7.201	109.64	110.14	5.24		6.55	122	46	4.86	5.34
Газпром 34 (put)	\$1200	BB-/Baa2/BB+	28/4/34	8.625	130.39	131.39	4.30		6.59	304	-60	6.21	8.12
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BB+/Baa2	2/7/35	6.250	103.71	104.21	5.71		6.01	157	72	7.13	7.41
Газпромбанк 05	€200	B-/Baa2	4/10/05	9.750	100.29	100.30	3.92		9.72	184		0.05	0.05
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/06	10.95	104.90	105.10	2.65		10.43	51		0.60	0.62
Газпром 10	€1000	BB-/Baa2/BB+	27/9/10	7.80	118.60	119.10	3.63		6.56	106		4.02	4.78
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/11	6.45	114.19	114.69	3.75		5.64	106		4.86	5.56
Газпром 15	€1000	BB-/Baa2/BB+	1/6/15	5.88	110.75	111.00	4.48		5.30	152		7.28	8.08
<b>Суверенные еврооблигации</b>													
Россия 2007	\$2400	BBB-/Baa3	26/6/07	10.00	109.29	109.54	4.43		9.14	68		1.59	1.74
Россия 2010	\$2820	BBB-/Baa3	31/3/10	8.25	108.76	109.26	4.41		7.57	58		2.19	2.16
Россия 2018	\$3466	BBB-/Baa3	24/7/18	11.00	152.22	152.82	5.31		7.21	105		7.87	12.00
Россия 2028	\$2500	BBB-/Baa3	24/6/28	12.75	187.11	187.61	5.79		6.81	144		10.58	19.83

**Рынок внутреннего долга**

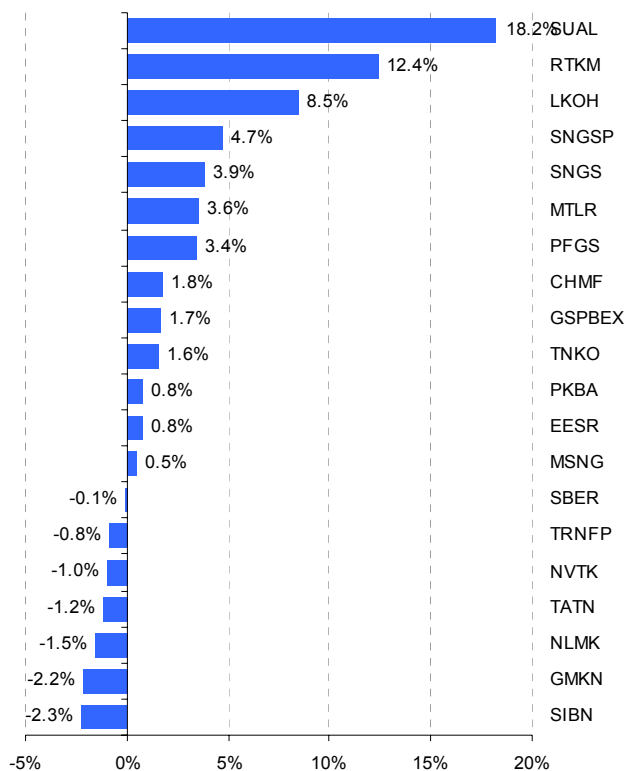
Эмитент	Выпуск тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/10	28/6/06	9.70	101.05	101.25	101.10	65,092.31	8.32	13	357	0.73	0.74
Алроса-19	3,000	23/10/05		16.00	101.03	101.34	101.18	-	4.42	(28)	367	0.10	0.10
Балтика	1,000	20/11/07		8.75	102.17	103.00	102.30	-	7.72	(0)	179	1.91	1.95
ВолгаТел	1,000	21/2/06		15.00	102.62	102.80	102.80	1,028.00	6.57	43	355	0.41	0.43
ВТБ-3	2,000	26/2/06		15.50	102.90	103.95	103.90	-	4.78	(5)	171	0.43	0.44
ВТБ-4*	5,000	19/3/09	24/3/06	5.60	-	-	99.80	-	6.05	0	260	0.49	0.49
Вымпелком	3,000	16/5/06		9.90	101.88	101.95	101.95	3,746.66	6.94	43	283	0.62	0.63
Газпром-2	5,000	3/11/05		15.00	100.81	101.90	101.90	1.02	0.99	(647)	2	0.13	0.14
Газпром-3	10,000	18/1/07		8.00	102.30	102.65	102.60	-	6.15	(0)	3	1.25	1.28
Газпром-4	5,000	10/2/10		8.22	105.05	105.15	105.10	38,838.00	6.98	(5)	34	3.65	3.84
Газпром-5	5,000	6/11/07		7.58	102.30	102.80	102.65	2,053.00	6.29	(3)	41	1.84	1.88
Лукойл	6,000	20/11/07		7.25	101.55	101.84	101.64	-	6.53	(0)	59	1.95	1.98
МГТС-4*	1,500	22/4/09	26/4/06	10.00	102.00	103.00	102.30	-	6.18	(2)	279	0.57	0.58
НКНХ-3*	2,000	1/9/07		9.50	100.00	-	100.20	-	8.05	0	252	1.11	1.11
РАО ЕЭС	3,000	21/10/05		15.00	101.01	101.07	101.10	995.84	3.64	(126)	294	0.10	0.10
РЖД-1	4,000	7/12/05		6.59	100.00	100.45	100.35	-	5.04	(2)	342	0.22	0.22
РЖД-2	4,000	5/12/07		7.75	101.25	102.75	102.75	-	6.50	(0)	54	1.98	2.04
РЖД-3	4,000	2/12/09		8.33	104.85	105.10	105.00	-	7.06	(0)	49	3.46	3.63
РусАл-2*	5,000	20/5/07		8.00	100.55	101.00	100.80	-	7.61	0	184	1.51	1.52
РусСтанд-2	1,000	14/6/06		14.00	104.20	104.80	104.70	-	7.53	(2)	307	0.69	0.72
РусСтанд-3*	2,000	22/8/07	1/9/06	8.40	100.55	100.90	100.53	-	7.96	(0)	287	0.90	0.91
Сан Интербрю	2,500	15/8/06		13.00	103.40	105.45	105.42	-	6.89	(2)	164	0.86	0.90
СаНOC-2*	3,000	10/11/09		9.70	105.70	105.80	105.80	21,029.78	8.47	(3)	195	3.28	3.47
Северсталь*	3,000	28/6/07		8.10	-	102.25	102.03	5,101.50	6.98	(21)	126	1.62	1.65
Сибтлк-3	1,530	14/7/06		14.50	105.92	105.95	105.95	13,489.82	7.06	12	222	0.77	0.81
Сибтлк-4	2,000	5/7/07		12.50	106.15	108.60	108.25	1,721.04	7.65	(16)	203	1.58	1.71
Сибтлк-5	3,000	25/4/08		9.20	103.20	103.40	103.35	1,033.50	7.90	2	178	2.22	2.29
ПятерочкаФ	1,500	12/5/10		11.45	109.50	113.30	111.25	11.15	8.74	(1)	228	3.70	4.11
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/09	16/6/06	11.75	103.05	103.35	103.10	13,421.10	7.53	12	303	0.70	0.72
ТНК-5	3,000	28/11/06		15.00	110.00	111.45	111.70	2,234.00	4.91	(43)	-130	1.08	1.21
УрСИ-3	3,000	18/7/06		14.25	105.89	105.95	105.90	2,085.14	6.97	10	208	0.78	0.83
УрСИ-4	3,000	1/11/07		9.99	104.80	-	104.90	6,291.00	7.59	(3)	169	1.84	1.93
УрСИ-5	2,000	17/4/08		9.19	103.36	103.50	102.20	-	8.39	(0)	225	2.19	2.24
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/07		8.80	103.75	104.20	104.06	8,168.43	6.94	(1)	97	1.99	2.07
ЦТК-3	2,000	15/9/06		12.35	-	-	104.80	-	7.42	(1)	223	0.89	0.93
ЦТК-4	5,622	21/8/09	16/2/06	13.80	118.55	119.00	118.55	106.43	8.35	4	196	3.08	3.65
ЮТК	1,500	14/9/06		14.24	105.00	105.19	105.15	210.30	8.93	(17)	334	0.92	0.97
ЮТК-2*	1,500	7/2/07	8/2/06	12.00	101.25	101.50	101.25	5.06	8.89	(10)	594	0.38	0.39
ЮТК-3*	3,500	10/10/09	14/4/06	12.30	101.90	102.03	101.86	124.27	9.11	6	541	0.52	0.53
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор 28	4,000	25/12/05		15.00	103.01	103.14	103.14	464.13	3.59	258	163	0.27	0.27
МГор 32	4,000	25/5/06		10.00	103.25	103.30	103.25	9,712.02	5.28	(5)	105	0.66	0.69
МГор 35	4,000	18/6/06		10.00	-	-	103.80	-	4.94	(2)	41	0.71	0.74
МГор 37	4,000	23/9/06		9.00	104.56	104.95	104.55	19,656.28	5.50	3	-19	0.95	0.99
МГор 27	4,000	20/12/06		15.00	-	-	111.61	-	5.54	(2)	-61	1.13	1.26
МГор 31	5,000	20/5/07		10.00	106.25	107.00	106.20	2.12	6.22	0	46	1.53	1.63
МГор 42	5,000	13/8/07		10.00	106.70	107.45	107.15	-	6.07	(1)	28	1.72	1.85
МГор 40	5,000	26/10/07		10.00	107.95	108.10	108.10	47,570.85	6.02	(8)	13	1.89	2.04
МГор 29	5,000	5/6/08		10.00	109.65	109.80	109.70	632,917.13	6.17	(2)	10	2.33	2.56
МГор 36	4,000	16/12/08		10.00	110.70	111.30	111.00	-	6.31	(0)	27	2.73	3.04
МГор 41	5,000	30/7/10		10.00	110.25	110.75	110.50	8,845.00	6.80	(6)	13	3.86	4.27
МГор 38	5,000	26/12/10		10.00	113.75	115.10	114.50	-	6.80	(0)	9	4.09	4.68
МГор 39	5,000	21/7/14		10.00	111.05	111.25	111.20	253,472.30	7.01	2	10	6.06	6.74
Мос.обл.3в	4,000	19/8/07		11.00	107.60	107.85	107.65	5,384.66	6.81	16	101	1.72	1.85
Мос.обл.4в	9,600	21/4/09		11.00	113.08	113.50	113.40	62,329.50	6.95	(10)	68	2.97	3.37
Мос.обл.5в	12,000	30/3/10		10.00	107.55	107.60	107.55	200,702.89	6.98	(3)	52	2.29	2.46

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

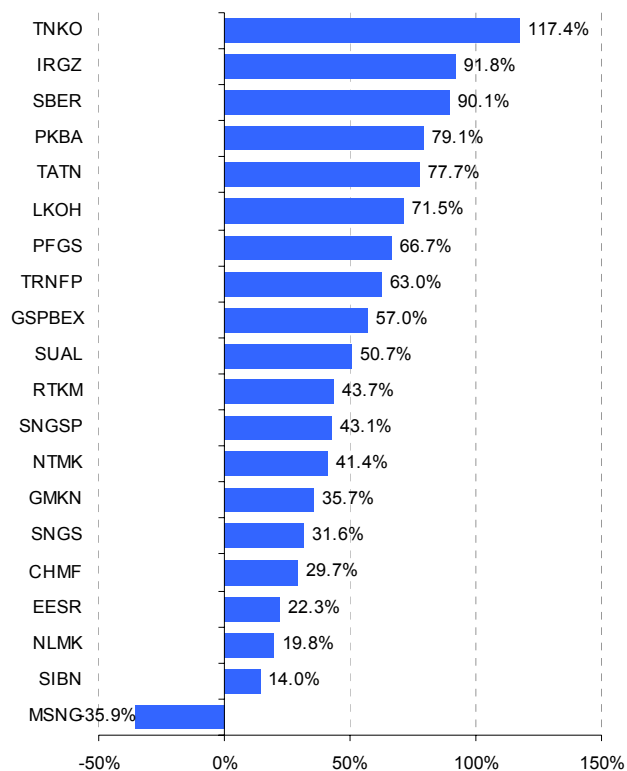
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

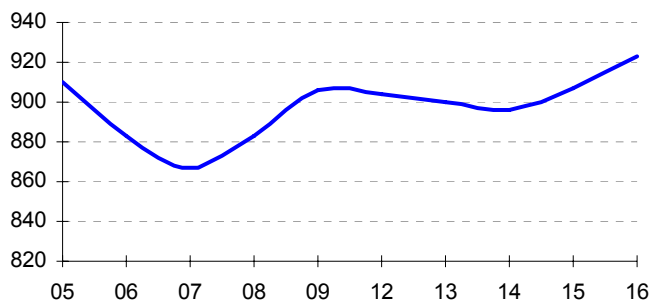
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



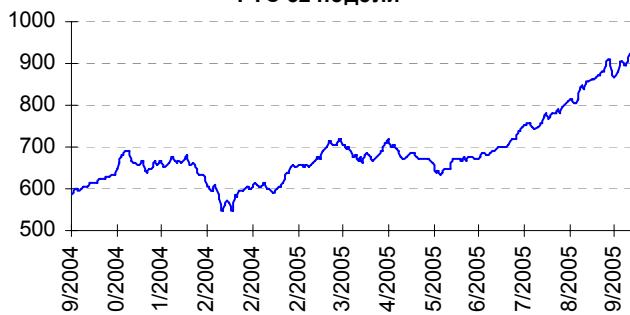
### 20 лидеров рынка – динамика в 2005 году



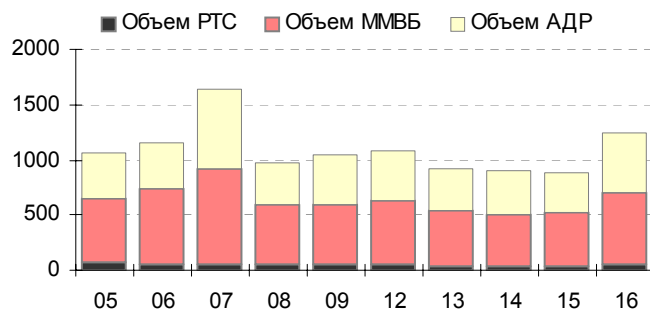
### РТС за две недели



### РТС 52 недели



### Объем торгов (\$ млн)

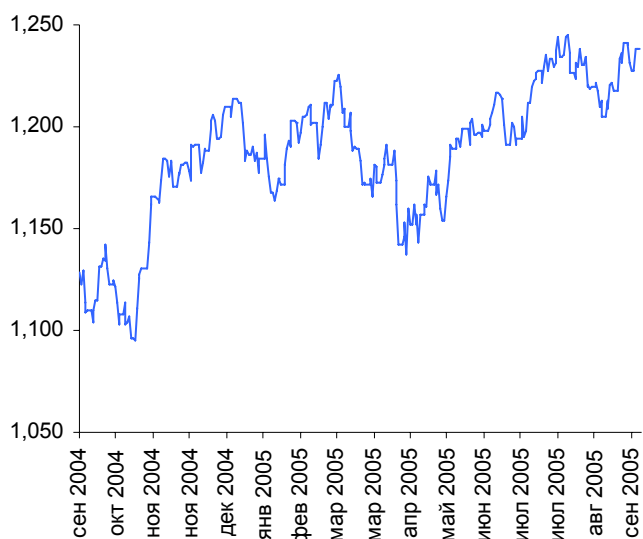


### 10 наиболее ликвидных акций РТС

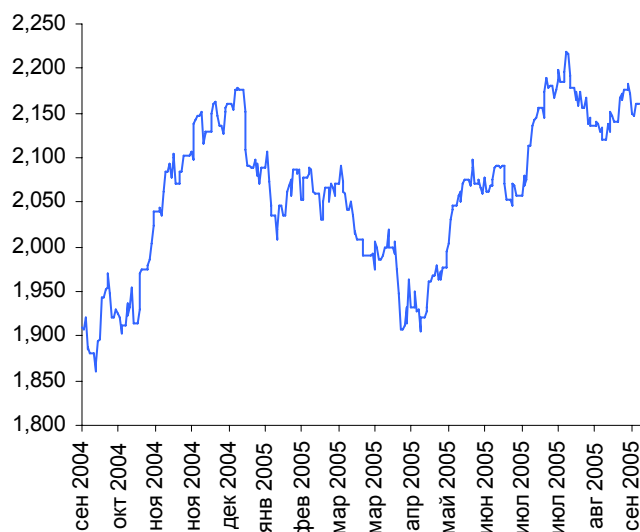
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	1.67	549.1
ЛУКОЙЛ	8.51	55.8
РАО ЕЭС России	0.78	36.5
ГМК Норильский никель	-2.19	13.3
Транснефть, прив.	-0.82	12.8
Сбербанк РФ	-0.11	9.6
Ростелеком	12.39	8.6
Сургутнефтегаз	3.89	6.2
Сургутнефтегаз, прив.	4.70	5.6
Сибнефть	-2.29	4.3

## ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

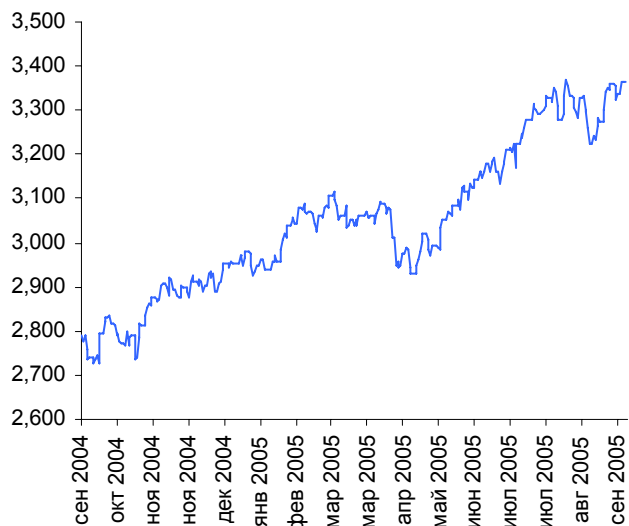
S&P 500



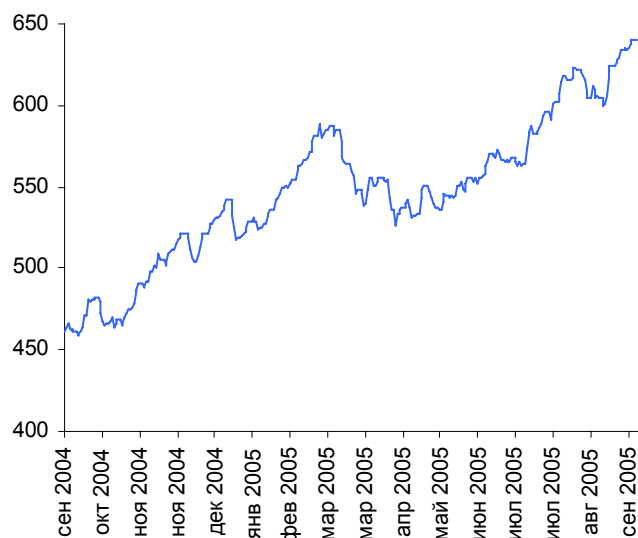
Nasdaq



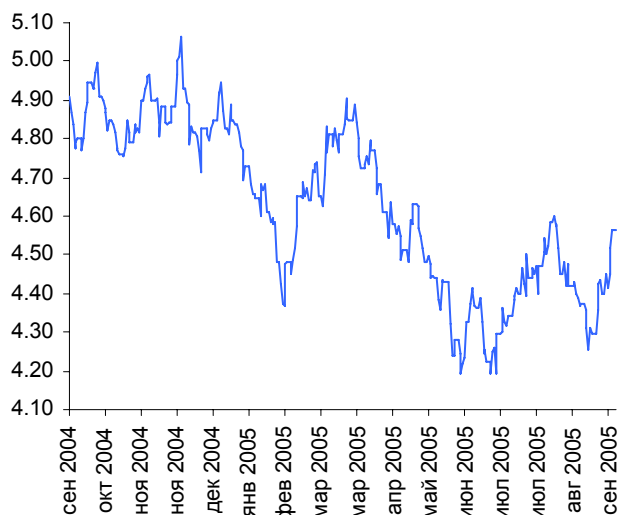
DJ Euro STOXX 50



MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## Aton LLC

105062, Россия,  
Москва, ул. Покровка, 27 строение  
6  
ATON <GO> (Bloomberg)  
7 (095) 777-8877  
7 (095) 777-8876, факс  
www.aton.ru  
www.aton-line.ru  
RTS, MICEX, NAUFOR member

**Трейдиг**  
Контакты:  
Раян Додд  
dodd@aton.ru  
Алексей Примак  
primak@aton.ru

**Долговые обязательства**  
Контакты:  
Сергей Сидоров  
sidorov@aton.ru

## Aton International Ltd.

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

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

**Офис во Франкфурте**  
An der Welle 4  
60322 Frankfurt am Main  
49 (0) 69 7593-8622  
49 (0) 69 7593-8384, факс

Контакты:  
Татьяна Васильева  
vassilieva@aton.ru

Контакты:  
Мэтью Арнольд  
arnold@atonint.com

Контакты:  
Саша Штоер  
stoehr@atonint.com

## Aton Securities, Inc.

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

Контакты:  
Майкл Йордан  
michael\_jordan@atonscurities.com  
Кортни Феллоуз  
courtney\_fellowes@atonscurities.com

## Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (095) 777-8832

## Стратегия

Алекс Кантарович, CFA  
kantarovich@aton.ru  
7 (095) 777-8835

## Нефть/газ

Стивен Дашевский, CFA  
dashevsky@aton.ru  
7 (095) 777-8832

## Русскоязычная аналитика

Юлия Бушуева  
bushueva@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x 3124

## Экономика

Питер Уэстин  
westin@aton.ru  
7 (095) 777-8831

Дмитрий Лукашов, CFA  
loukashov@aton.ru  
7 (095) 777-8837

## Потребительский сектор / Промышленность

Алексей Языков  
yazikov@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x 3123

## Политика

Майкл Хит  
heath@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x3112

Артем Кончин  
konchin@aton.ru  
7 (095) 777-8877, ext 3135

Татьяна Капустина  
kapoustina@aton.ru  
7 (095) 777-8877, ext. 3119

## Долговой рынок

Алексей Булгаков  
boulgakov@aton.ru  
7 (095) 777-8836

## Телекомы

Надежда Голубева, CFA  
goloubeva@aton.ru  
7 (095) 777-8834

Металлургия  
Тимоти МакКачен  
mccutcheon@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x 3120

## Алексей Ю

yu@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x 4155

Елена Баженова  
bazhenova@aton.ru  
7 (095) 777-8829

Владимир Катунин  
katunin@aton.ru  
7 (095) 777-8877, ext. 3118

## Мировые рынки

Валентин Журба  
zhurba@aton.ru  
7 (095) 777-8877, x4127

## Заявление аналитика

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

## Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых компанией Aton LLC по акциям

### Рекомендация Критерий

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

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

## Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

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

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

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

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.