

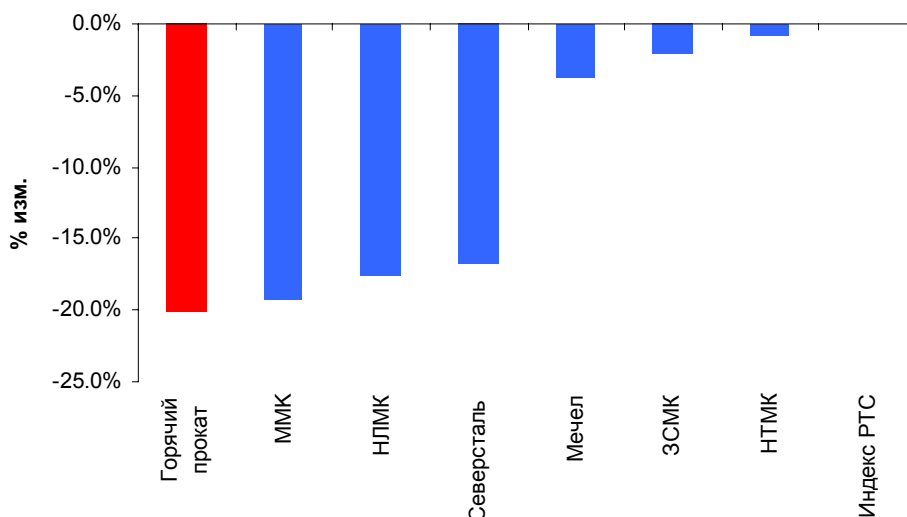
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	2
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Вимм-Билль-Данн". Результаты I квартала показывают, что менеджмент в состоянии контролировать затраты в сложной операционной обстановке	
Политика и Экономика	9
Долговой рынок	12
Рынок акций	14
Обзор мировых рынков	15
Ситуация в американской экономике стабилизируется	

КОММЕНТАРИЙ

ПАДЕНИЕ КОТИРОВОК И ЦЕН НА СТАЛЬ ПРОДОЛЖИТСЯ?

Во II квартале этого года цены на горячий прокат упали на 20.2%; котировки акций российских сталелитейных компаний – на 10.1%



Источник: данные компании, оценка "Атона"

Цены на сталь начали снижаться во II квартале этого года. Экспортные цены на рулонную горячекатаную сталь, поставляемую из России в дальнее зарубежье, упали на 20.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до \$445/т. Основными причинами этого является снижение спроса со стороны Китая и США, а также уменьшение закупок компаниями, использующими запасы стали, сохранившиеся с прошлого года. В связи с этим котировки акций российских сталелитейных предприятий также начали снижаться, хотя не так резко, как цены на мировом рынке (см. представленный выше график). При этом за последние девять месяцев сразу две компании сектора – "Мечел" и "Евразхолдинг" – прошли процедуру листинга на зарубежных площадках. Как инвесторам реагировать на текущее снижение цен на сталь на мировом рынке?

Заявления российских сталелитейных компаний содержат завуалированные предупреждения, касающиеся величины прибыли. В этом году уже несколько российских сталелитейных компаний выступили с заявлениями, которые свидетельствуют о том, что финансовые итоги 2005 года будут менее впечатляющими, чем в 2004 году. Так, НЛМК отметил падение объема производства за первые пять месяцев этого года на 10% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года вследствие ухудшения конъюнктуры на мировом рынке, что привело к неприемлемо низкой оборачиваемости запасов. ММК также сообщил об уменьшении объема выплавки стали на 1.7% в январе-мае из-за трудностей с поставками сырья.

Во II квартале этого года котировки акций рассматриваемых нами сталелитейных компаний снизились только на 10.1%, сталь на мировом рынке за тот же период подешевела на 20.2%.

В нашем отчете от 18 февраля мы понизили рекомендацию по акциям всех производителей стали (кроме Северстали) до "Держать", поскольку мы прогнозировали снижение цен на сталь к середине года. Тогда мы отмечали, что в том случае, если снижение цен на сталь на мировом рынке будет сопровождаться резким падением котировок акций российских производителей, возникнет возможность для покупки благодаря неоправданно значительным отклонениям курсовой стоимости.

Рынок положительно воспринимает процессы интеграции в секторе: бумаги "Мечела" и дочерних предприятий "Евразхолдинга" – НТМК и ЗСМК – выглядели увереннее по сравнению с акциями других компаний сектора во II квартале 2005 года. Мы полагаем, что благосклонное отношение рынка к этим бумагам стало следствием интеграции и приобретения производителей железной руды и коксующегося угля, поскольку инвесторы оценивают компании, обладающие долгосрочными запасами сырья, с премией к аналогам. И хотя Северсталь и НЛМК уже прошли довольно длинный путь на пути интеграции, они по-прежнему находятся в уязвимом положении:

поставки коксующегося угля, по-прежнему, являются узким местом НЛМК, тогда как поставщики Северстали не консолидируются в ее бухгалтерской отчетности, а находятся на балансе отдельной компании, которой распоряжается держатель контрольного пакета Северстали. Наконец, ММК находится в весьма уязвимом положении из-за незначительного объема собственной ресурсной базы (что отражается в резком падении котировок его акций). Следует отметить, что ликвидность также играет большую роль, т.к. "Мечел" осуществляет программу ADR, а дочерние компании "Евразхолдинга" получают поддержку за счет недавнего IPO материнской компании и выкупа акций дочерних компаний в рамках программы консолидации всего холдинга.

Учитывая текущие котировки, мы рекомендуем "Покупать" только акции Северстали

\$/акцию	17/06/05	Прогнозируемая цена на конец 2005	Потенциал рос- та/снижения, %	Рекомендация
Северсталь	7.55	10.10	33.8%	Покупать
НТМК	1.19	1.20	0.8%	Держать
ЗСМК	137	120	-12.4%	Держать
НЛМК	1.08	1.18	9.3%	Держать
ММК	0.42	0.48	14.3%	Держать

Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

На данный момент подтвердилась только одна часть нашей формулы – цены на сталь снизились, тогда как ответная реакция котировок запаздывает. Как видно из представленной выше таблицы, акции анализируемых нами компаний (за исключением Северстали) еще не прошли весь путь до отметки "Покупать". Заметим, что хотя с точки зрения технического анализа котировки акций ММК уже приближались к области "Покупать" и во II квартале 2005 года опустились ниже уровня цен других российских сталелитейных предприятий, компании предстоит решить серьезные потенциальные проблемы с поставками сырья, прежде чем мы сможем рекомендовать инвесторам ее бумаги.

Таким образом, в целом мы должны дожидаться снижения котировок еще на 5-10% и только после этого вновь рекомендовать их для покупки. Мы советуем инвесторам на время забыть об акциях сталелитейных компаний, чтобы вернуться к ним в августе - начале сентября. К этому времени прояснится положение со спросом на сталь в Китае и США.

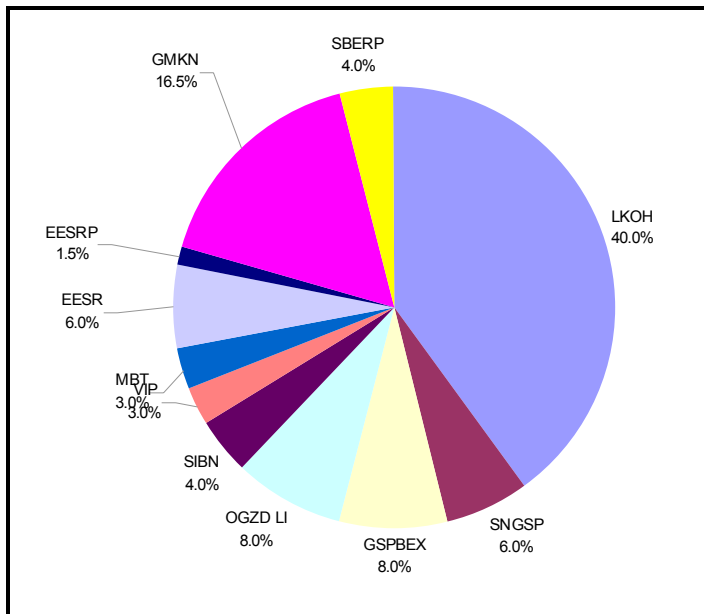
Пока мы подтверждаем рекомендацию "Покупать" акции Северстали, прогнозируемая на конец 2005 года цена – \$10.10, что подразумевает потенциал роста на 34% к текущим рыночным котировкам.

Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
20.06	Экспертный совет ФАС РФ рассмотрит проект по открытому рынку газа	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за май 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.3% (предыдущее значение: -0.2%)	
	Купонная выплата по облигациям правительства Москвы, выпуск 27. Купонная ставка – 15%		
	Презентация и пресс-конференция в связи с выходом доклада ОЭСР "Реформа регулирования в России: создание правил для рынка"		
21.06	Начнется Восьмая Московская международная выставка "Нефть и газ/MIOGE-2005" и третий Российский Нефтегазовый Конгресс		Будет опубликовано значение индекса экономической уверенности ZEW стран евро-зоны за июнь 2005 год. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 17.0 пункта (предыдущее значение: 14.8 пункта)
	Арбитражный апелляционный суд Москвы рассмотрит жалобу ФНС по взысканию с Юганскнефтегаза более 9 млрд. руб. налогов		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "Сибура" и "ЛУКОЙЛ-Нефтехим" к РФФИ о продаже 100% акций ОАО "ПОЛИЭФ"		Будут опубликованы данные о динамике затрат на оплату труда в странах евро-зоны за I квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.2% (предыдущее значение: 2.4%)
	VII международная научно-практическая конференция "ИТ-Бизнес-Металл"		
22.06	Арбитражный суд Москвы продолжит рассмотрение иска Юганскнефтегаза о незаконности начисления 29.6 млрд. руб. налогов за 2002 год		Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий стран евро-зоны за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.5% (предыдущее значение: -0.5%)
			Будет опубликовано значение торгового баланса стран евро-зоны за апрель 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: €2.0 млрд. (предыдущее значение: €4.2 млрд.)
23.06	Купонная выплата по облигациям ЗАО "Ист Лайн Хэндлинг", выпуск 1. Купонная ставка – 13.5%	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 19 июня 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 330 тыс. (предыдущее значение: 333 тыс.)	
	Купонная выплата по облигациям ОАО "ГТ-ТЭЦ Энерго", выпуск 2. Купонная ставка – 12.5%	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за май 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 7.14 млн. (предыдущее значение: 7.18 млн.)	
24.06	Совет директоров РАО "ЕЭС России" обсудит итоги работы комиссии по расследованию энергетического кризиса в Москве	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за май 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.0% (предыдущее значение: 1.9%)	
	Купонная выплата по еврооблигациям Russia'28. Купонная ставка – 12.75%		
	Купонная выплата по облигациям "Амтелшинпром", выпуск 1. Купонная ставка – 19%	Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за май 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1325 тыс. (предыдущее значение: 1316 тыс.)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего портфеля повысилась на 1.37% на фоне роста индекса РТС на 1.28%. В роли лидеров повышения выступили акции ГМК "Норильский никель", котировки которых повысились за неделю на 5.4%. Кроме того, весьма уверенно чувствовали себя привилегированные бумаги Сургутнефтегаза, подорожавшие на 4.7%.

В роли аутсайдеров выступили акции Северстали, котировки которых упали на 2.7% на фоне общего ухудшения конъюнктуры мирового рынка стали, и ADS Газпрома, подешевевшие на 0.3%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции Северстали, поскольку ближайшие перспективы сталелитейного сектора остаются неопределенными. При этом долгосрочная рекомендация "Покупать" бумаги этой компании сохраняется (см. стр.1). Взамен мы увеличиваем долю акций ЛУКойла, которые остаются нашими фаворитами из числа "голубых фишек".

Обзор сравнительной доходности портфеля

Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года			
Портфель	PTC	Δ	Портфель	PTC	Δ	Портфель	PTC	Δ	
	1.37%	1.28%	0.09%	4.81%	6.02%	-1.20%	12.28%	11.61%	0.67%

Изменение отраслевых индексов за неделю

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
-0.14%	13.11%	0.88%	34.66%	1.05%	-34.98%	0.92%	161.60%	3.07%	2.69%	-1.86%	-6.67%

Рекомендуемый портфель

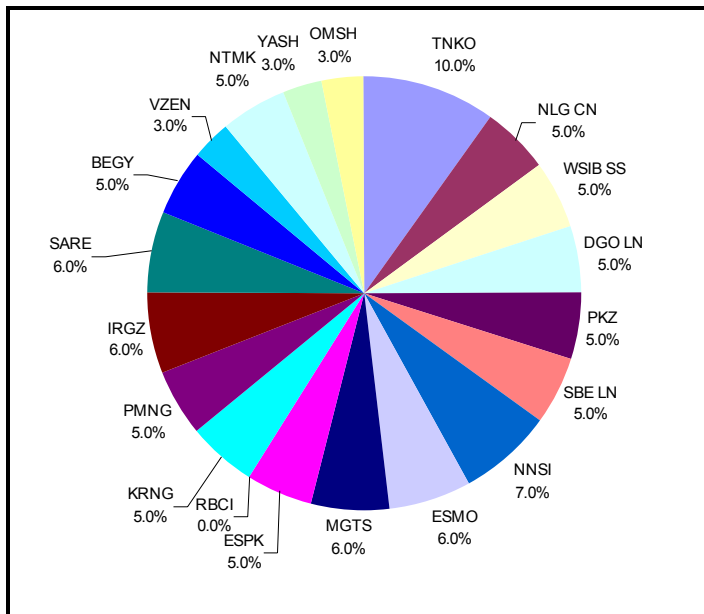
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 17/06, \$	Цена 10/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКойл	33.35%	40.0%	39.0%	35.200	35.200	0.0%	16.0%
Сургутнефтегаз, прив.	5.61%	6.0%	6.0%	0.560	0.535	4.7%	2.8%
Газпром	0.00%	8.0%	8.0%	2.921	2.921	0.0%	6.0%
Газпром, АДА	0.00%	8.0%	8.0%	34.900	35.020	-0.3%	-0.6%
Сибнефть	2.71%	4.0%	4.0%	3.080	3.055	0.8%	2.7%
Телекоммуникации							
Вымпелком	0.00%	3.0%	3.0%	33.350	33.120	0.7%	-6.8%
МТС	0.00%	3.0%	3.0%	32.750	31.750	3.1%	-5.7%
Электроэнергетика							
РАО ЕЭС России	3.44%	6.0%	6.0%	0.301	0.296	1.7%	5.6%
РАО ЕЭС России, прив.	0.90%	1.5%	1.5%	0.259	0.259	0.0%	6.1%
Прочие							
ГМК Норильский никель	9.63%	16.5%	16.5%	60.600	57.500	5.4%	11.4%
Сбербанк РФ, прив.	0.60%	4.0%	4.0%	6.450	6.450	0.0%	30.3%
Северсталь	0.03%	0.0%	1.0%	7.560	7.770	-2.7%	17.4%
Всего		100%				1.4%	12.3%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам

	Справедли- вая цена	EV/Sales			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	
Нефть и газ														
Газпром	3.281	2.3	1.8	1.8	5.4	4.0	4.1	8.8	5.3	5.6	8.2	5.8	5.4	IFRS
Газпром, АДА	32.81	2.6	2.1	2.1	6.3	4.6	4.7	10.5	6.3	6.6	9.8	7.0	6.4	IFRS
ЛУКОЙл	44.79	0.9	0.8	0.9	4.4	4.0	4.2	6.7	5.8	6.2	6.8	4.9	4.8	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.670	1.1	1.1	1.2	2.3	2.7	2.9	5.0	5.9	6.7	4.3	4.1	4.3	RAS
Сибнефть	3.445	1.8	1.4	1.6	5.0	5.3	5.8	6.6	6.4	7.3	7.7	7.7	6.9	US GAAP
Татнефть	1.686	0.6	0.5	0.6	2.8	3.2	3.2	4.2	4.9	5.0	3.7	4.0	3.2	US GAAP
Транснефть, прив.	843.7	1.1	1.0	0.8	2.2	1.9	1.7	2.9	2.4	2.2	1.9	1.9	1.6	IFRS
ПетроКазахстан	38.0	1.4	1.4	1.5	2.5	2.2	2.7	4.7	4.3	5.5	4.4	4.1	4.2	CDN GAAP
Dragon Oil	2.8	8.5	3.3	3.0	11.6	4.0	3.7	19.2	5.8	7.6	14.7	5.0	5.5	UK GAAP
Nelson Resources Ltd	3.0	6.5	3.0	2.4	16.4	5.4	4.0	45.1	9.7	7.3	22.7	6.2	5.4	UK GAAP
Burren Energy	10.6	10.0	5.2	4.4	13.7	6.6	5.7	22.8	9.3	8.4	16.2	7.6	6.5	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	39.77	3.8	2.9	2.5	7.0	5.7	4.8	12.7	10.6	8.7	7.6	5.3	5.4	US GAAP
Вымпелком	47.80	3.8	2.6	2.2	8.0	5.7	4.5	19.5	11.7	8.5	8.5	5.5	4.7	US GAAP
Ростелеком	2.158	1.4	1.2	1.4	4.2	3.8	4.3	11.4	7.5	8.9	4.6	3.9	4.0	IFRS
МГТС	18.400	2.7	2.3	1.9	6.2	5.8	4.7	12.2	11.2	8.0	7.2	5.9	4.9	US GAAP
С-З Телеком	0.752	1.5	1.2	1.0	5.7	4.5	3.4	15.7	9.6	5.4	6.5	5.0	3.6	IFRS
Центртелеком	0.504	1.6	1.3	1.2	6.2	4.9	3.7	31.8	14.3	5.3	3.6	2.9	2.1	IFRS
Уралсвязьинформ	0.065	1.7	1.4	1.2	6.0	4.7	3.5	20.7	12.0	5.5	9.1	6.0	4.0	IFRS
ВолгаТелеком	5.358	1.2	1.0	0.9	3.7	2.9	2.4	10.7	6.9	4.9	5.9	4.5	3.6	IFRS
ЮТК	0.132	1.8	1.5	1.3	6.8	5.1	4.4	-	25.8	9.7	2.9	2.3	1.8	IFRS
Сибирьтелеком	0.095	1.5	1.2	1.0	4.7	4.3	3.1	7.1	6.1	3.6	4.1	3.5	2.5	IFRS
Дальсвязь	2.972	0.9	0.7	0.6	4.9	3.5	2.3	3.7	5.2	2.4	2.4	6.1	1.7	IFRS
Энергетика														
РАО "ЕЭС России"	0.536	0.9	0.8	0.7	4.3	3.8	3.5	12.7	10.1	8.9	3.4	2.9	2.7	IFRS
Мосэнерго	0.090	0.9	0.8	0.7	5.7	5.9	5.3	19.4	24.9	19.9	5.6	5.0	5.2	IFRS
Ленэнерго	0.800	0.6	0.5	0.5	6.2	4.5	3.8	73.0	14.4	9.3	4.6	3.8	2.9	IFRS
Башкирэнерго	0.535	0.6	0.6	N.A.	3.2	3.0	N.A.	4.2	3.8	N.A.	5.0	3.4	N.A.	RAS
Прочие														
ГМК "Нор никель"	92.15	1.8	2.0	2.1	3.8	4.5	5.0	7.0	7.5	8.5	5.1	4.7	6.4	IFRS
Северсталь	10.09	0.8	0.9	1.1	1.7	2.2	3.7	3.0	3.8	7.1	2.1	2.7	4.1	IFRS
АвтоВаз	38.25	0.3	0.3	0.3	2.9	2.6	2.3	5.8	4.1	3.1	2.0	1.7	1.5	IFRS
РБК	4.103	6.2	4.2	3.3	26.1	13.6	8.8	95.0	26.6	15.0	60.0	18.6	12.1	IFRS
Вимм-Билль-Данн	20.30	0.8	0.8	0.7	9.7	7.3	5.7	32.1	15.0	9.8	10.4	6.4	5.0	US GAAP
Сбербанк РФ	614.60	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	64.3	17.8	12.0	2.5	2.1	1.8	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" также продемонстрировал удачные результаты, повысившись на 1.69% на фоне роста индекса РТС на 1.28%. Лидерами повышения оказались акции нефтедобывающих компаний Nelson Resources и West Siberian, котировки которых повысились на 15.9% и 10.6% соответственно, а также бумаги THK, подорожавшие на 4.3%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции РБК, поскольку они практически исчерпали потенциал роста до прогнозируемой цены на конец года. Взамен мы включаем в портфель акции Дальсвязи, потенциал роста котировок которых на основе модели DCF составляет 114%.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

	Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 17/06, \$	Цена 10/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
ТНК	TNKO	10.0%	10.0%	4.380	4.200	4.3%	46.5%
Nelson Resources	NLG CN	5.0%	5.0%	1.625	1.402	15.9%	-27.8%
West Siberian	WSIB SS	5.0%	5.0%	0.334	0.302	10.6%	17.6%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	5.0%	1.896	1.839	3.1%	46.6%
PetroKazakhstan	PKZ	5.0%	5.0%	30.940	30.870	0.2%	-15.3%
Sibir Energy	SBE LN	5.0%	5.0%	3.590	3.732	-3.8%	-9.7%
ВолгаТелеком	NNSI	7.0%	7.0%	3.570	3.500	2.0%	11.2%
Центртелеком	ESMO	6.0%	6.0%	0.365	0.365	0.1%	26.3%
МГТС	MGTS	6.0%	6.0%	13.700	14.000	-2.1%	14.2%
Дальсвязь	ESPK	5.0%	5.0%	1.400	1.400	0.0%	40.0%
РБК	RBCI	0.0%	5.0%	4.080	3.950	3.3%	53.4%
Красноярскэнерго	KRNG	5.0%	5.0%	0.620	0.620	0.0%	0.0%
Пермэнерго	PMNG	5.0%	5.0%	5.400	5.400	0.0%	0.9%
Иркутскэнерго	IRGZ	6.0%	6.0%	0.220	0.230	-4.3%	5.5%
Саратовэнерго	SARE	6.0%	6.0%	0.028	0.028	0.0%	5.7%
Башкирэнерго	BEGY	5.0%	5.0%	0.310	0.305	1.6%	0.0%
Воронежэнерго	VZEN	3.0%	3.0%	0.500	0.500	0.0%	-13.8%
НТМК	NTMK	5.0%	5.0%	1.190	1.200	-0.8%	20.2%
Яршина	YASH	3.0%	3.0%	10.300	10.300	0.0%	49.3%
Омскшина	OMSH	3.0%	3.0%	91.000	91.000	0.0%	51.7%
Всего		100%				1.69%	32.3%

"Вимм-Билль-Данн"

РЕЗУЛЬТАТЫ I КВАРТАЛА ПОКАЗЫВАЮТ, ЧТО МЕНЕДЖМЕНТ В СОСТОЯНИИ КОНТРОЛИРОВАТЬ ЗАТРАТЫ В СЛОЖНОЙ ОПЕРАЦИОННОЙ ОБСТАНОВКЕ

Тикер	WBD
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	16.68
Прогнозируемая цена (конец 2005), \$	20.3
Потенциал роста/снижения	22%

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях

Капитализация, \$ млн.	779
Чистый долг 2004, \$ млн.	204
EV (включая доли миноритариев), \$ млн.	1,004
Кол-во акций, млн.	44
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	23%
Кол-во акций на ADR	1.0
Дивиденды (2004), \$	на
Дивидендная доходность	на

U.S. GAAP, \$ млн.	2004	2005П	2006П
Выручка	1,189	1,375	1,523
EBITDA	97	107	140
Чистая прибыль (скорректированная)*	23	25	47
Операционный денежный поток	75	116	149
Оценка стоимости			
EV/EBITDA	10.4	9.4	7.2
P/E	33.9	31.1	16.4
P/CF	10.4	6.7	5.2

"Вимм-Билль-Данн" опубликовал результаты I квартала 2005 года по US GAAP, которые оказались в целом соответствующими нашим оценкам и консенсус-прогнозу. Выручка повысилась на 17% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$325.7 млн., главным образом — за счет продолжения роста производства молочной продукции, в результате чего выручка этого сегмента повысилась на 18.4% до \$232 млн. Выручка от реализации соков также повысилась, несмотря на продолжающееся снижение объемов производства.

Повышение выручки молочного и сокового сегментов было обеспечено, в первую очередь, за счет роста средних отпускных цен на 15.5% и 7.8% соответственно по сравнению с соответствующим периодом прошлого года в долларовой выражении (мы отмечаем, что рубль укрепился по отношению к доллару на 2.6% по сравнению с I кварталом 2004 года). Снижение валовой рентабельности с 24.3% в I квартале 2004 года до 22.4% в I квартале 2005 года объясняется ростом затрат на закупки сырого молока в среднем на 14.1% за квартал. Рентабельность молочного сегмента снизилась с 22.8% в I квартале 2004 года до 22%, тогда как рентабельность сокового сегмента, напротив, повысилась с 34% до 35.2%, поскольку компания сместила акцент в сторону дорогих видов продукции.

Результаты I квартала соответствуют прогнозам

\$ млн.	Консенсус-прогноз	Прогноз "Атона"	Факт	Факт/консенсус	Факт/"Атон"
Выручка	324	323	326	0.68%	0.84%
EBITDA	21.8	22.0	21.8	0.00%	-0.91%
Чистая прибыль	2.5	2.4	2.9	16.00%	20.83%

Источник: Reuters; оценки "Атона"

Рост показателя EBITDA свидетельствует о том, что компания постепенно восстанавливает свои позиции и достаточно уверенно чувствует себя в обстановке усиливающейся конкуренции в секторе. В I квартале 2005 года показатель EBITDA повысился на 17.2% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$21.8 млн., тогда как рентабельность EBITDA осталась неизменной на отметке 6.7%.

Сместив акцент в сторону высокорентабельной продукции, "Вимм-Билль-Данн" сконцентрировался на сохранении рентабельности, а не росте любой ценой, и такая политика начинает приносить свои плоды. Улучшение спектра выпускаемой продукции смогло, по крайней мере — частично, компенсировать рост стоимости сырья и повышение операционных затрат, что позволило удержать рентабельность основного бизнеса от падения.

Цены на молочную продукцию и соки в 2004 году

Объем производства	2003	2004	Изм.
Молочная продукция, т	1,003	1,151	14.7%
Соки, т	473	453	-4.4%
Средняя цена, \$/л			
Молочная продукция	0.66	0.77	16.7%
Соки	0.58	0.66	13.8%

Основные показатели отчета о прибылях и убытках по US GAAP, \$ млн.

	I кв. 04	I кв. 05	
Производство молочной продукции, тыс. т	275.9	282.9	2.5
Производство напитков, тыс. т	105.8	105.7	-0.1
Производство детского питания, тыс. т	12.0	14.2	18.2
Ср. цена молочной продукции, \$/кг.	0.71	0.82	15.5
Ср. цена напитков, \$/л	0.64	0.69	7.8
Ср. цена детского питания, \$/кг.	1.22	1.46	19.7
Выручка от реализации молочной продукции	195.9	232	18.4
Выручка от реализации соков и минеральной воды	67.7	72.9	7.7
Выручка от реализации детского питания	14.7	20.8	41.5
Выручка	278.3	325.7	17.0
Затраты на реализацию	-206	-242	17.5
Валовая прибыль	67.7	72.9	7.7
Валовая рентабельность, %	24.3	22.4	
Затраты на сбыт и дистрибуцию	-40.9	-44.7	9.2
Общие и административные затраты	-21.6	-27.0	24.8
Прочее	-2.3	-2.6	13.1
EBITDA	18.6	21.8	17.2
Рентабельность EBITDA, %	6.7	6.7	
Операционная прибыль	7.6	9.6	26.3
Операционная рентабельность, %	2.7	2.9	
Чистая прибыль	5.3	2.9	-45.3
Чистая рентабельность, %	1.9	0.9	

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Действительно, операционная рентабельность в I квартале 2005 года выросла, несмотря на повышение затрат на сырье. Руководство "Вимм-Билль-Данна" ясно продемонстрировало способность осуществлять строгий контроль над затратами на сбыт и дистрибуцию, но общие и административные затраты, к сожалению, росли быстрее выручки, свидетельствуя о том, что в области контроля над расходами все еще остается немалый потенциал для дальнейшего улучшения. По нашим оценкам, основной причиной роста общих и административных затрат является географическая удаленность отдельных предприятий компании, что сильно затрудняет задачу контроля над затратами. В этом смысле "Вимм-Билль-Данн" находится в невыгодном положении по сравнению со своим основным конкурентом – концерном "Лебедянский", который управляет только двумя производственными объектами, расположенными поблизости друг от друга. Совокупные коммерческие, общие и административные затраты выросли на 14.5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на фоне повышения выручки на 17%.

Чистая прибыль снизилась на 45%, что, впрочем, не отражает результаты операционной деятельности компании, поскольку падение было обусловлено, главным образом, сокращением прибыли от курсовых разниц, продемонстрировавшей резкий скачок в I квартале 2004 года.

Положительным моментом, отраженным в результатах I квартала, стало продолжение роста денежных потоков. Операционный денежный поток вырос на 30% до \$37.5 млн., что свидетельствует о долгожданном улучшении в области управления рабочим капиталом. Капвложения в целом соответствовали нашим прогнозам на весь год и ранее прозвучавшим прогнозам руководства компании. В ходе конференции, посвященной результатам 2004 года менеджмент "Вимм-Билль-Данна" заявил, что в 2005 году капвложения будут соответствовать уровню 2004 года или окажутся несколько выше, поскольку компании необходимо модернизировать инфраструктуру региональных предприятий, расширить производственные мощности по выпуску детского питания и построить центр логистики на крупнейшем заводе в Лианозово.

В целом, результаты I квартала свидетельствуют о том, что 2005 год окажется очередным весьма непростым годом для компании, и финальные показатели будут зависеть от способности руководства сохранять должный контроль над затратами в сложной операционной обстановке. Менеджмент "Вимм-Билль-Данна", похоже, начинает справляться с ростом производственных затрат и усиливающейся конкуренцией в секторе. Компания сумела переломить тенденцию снижения выручки в соковом сегменте, хотя рыночная доля все еще продолжает сокращаться.

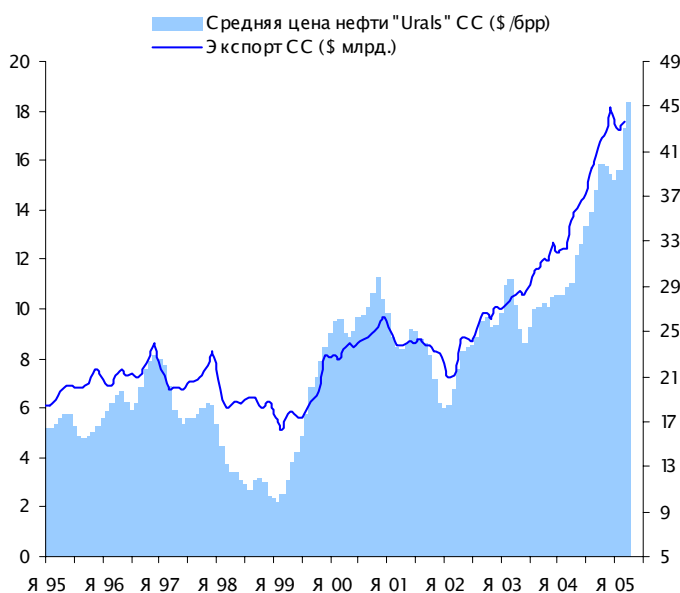
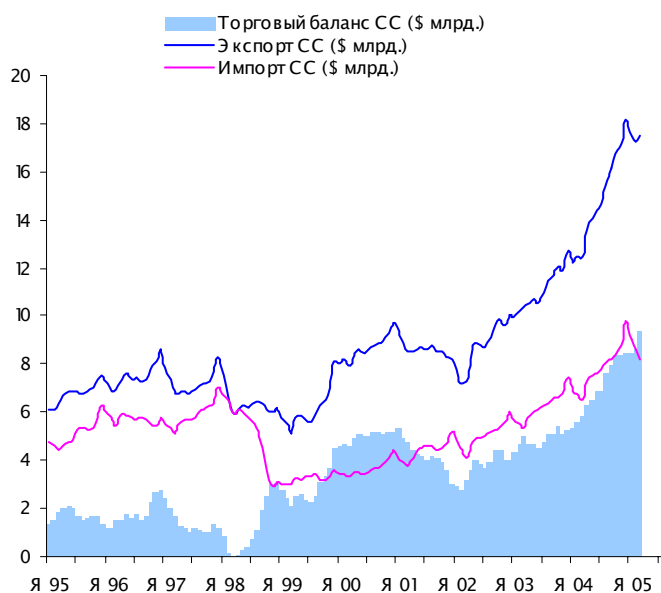
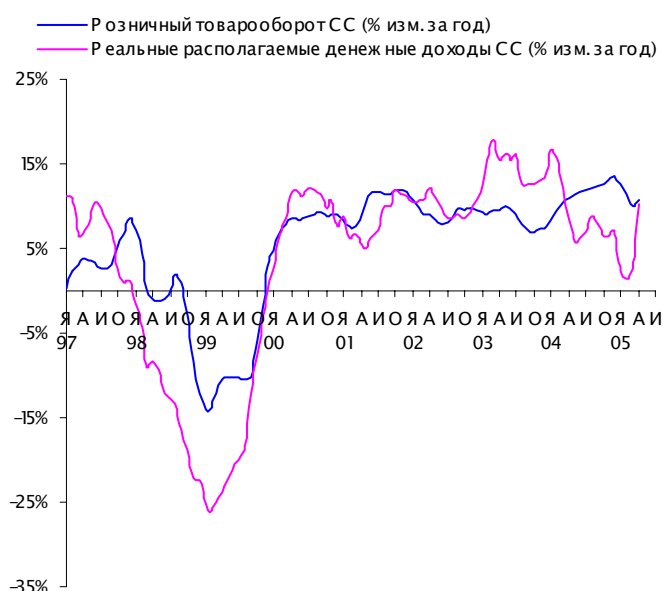
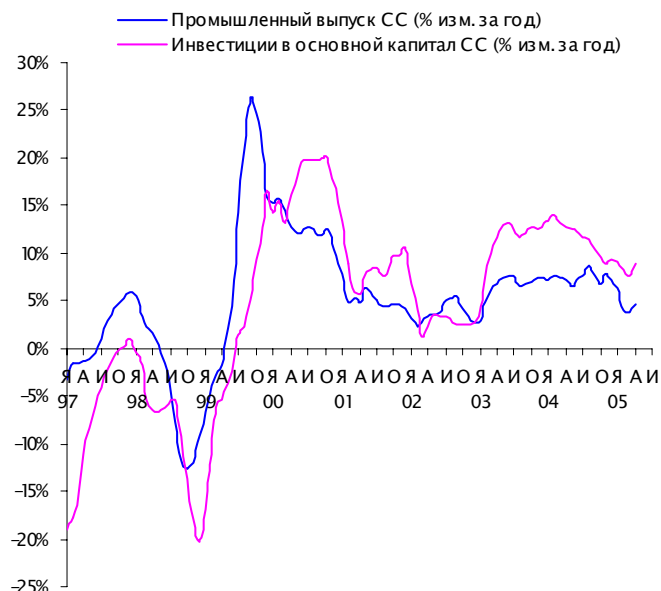
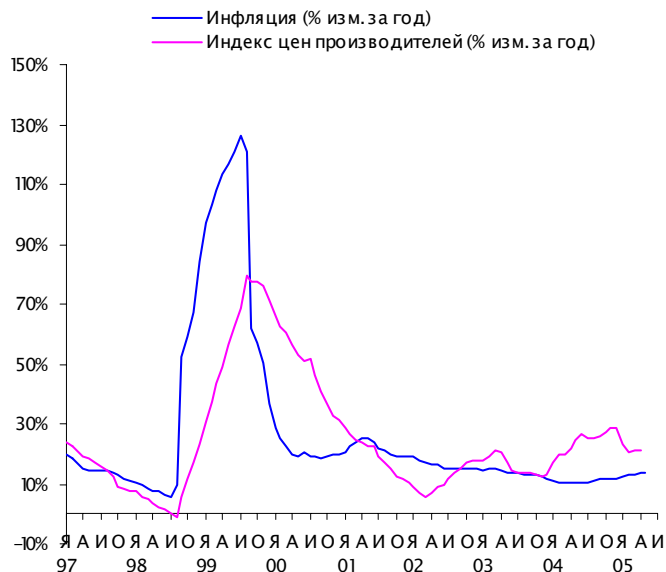
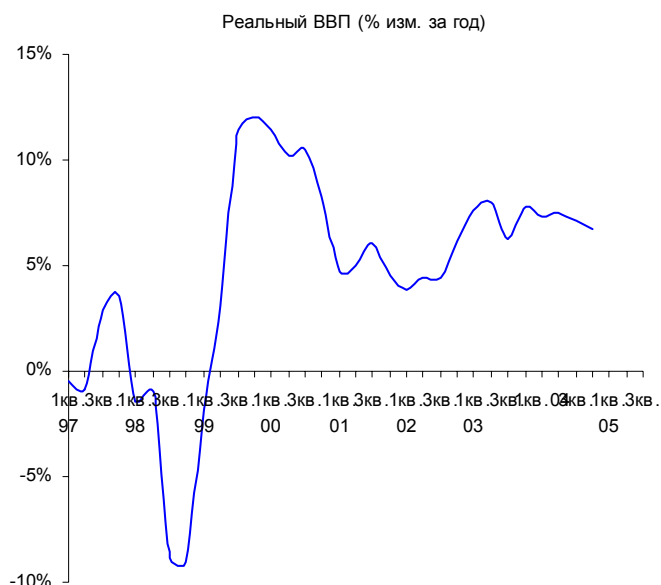
Результаты I квартала, вероятно, будут иметь нейтральное влияние на динамику котировок акций, поскольку снижение чистой прибыли уже было заложено в прогнозы. I квартал традиционно является сложным для производителей молочной продукции, и мы ожидаем улучшения результатов деятельности в этом сегменте во II и III кварталах. Мы вносим изменения в нашу модель оценки стоимости компании и в ближайшее время представим наши новые прогнозируемые значения. Пока мы оставляем в силе рекомендацию "Покупать" акции компании. Прогнозируемая цена на конец 2005 года – \$20.3.

Алексей Языков
yazikov@aton.ru

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

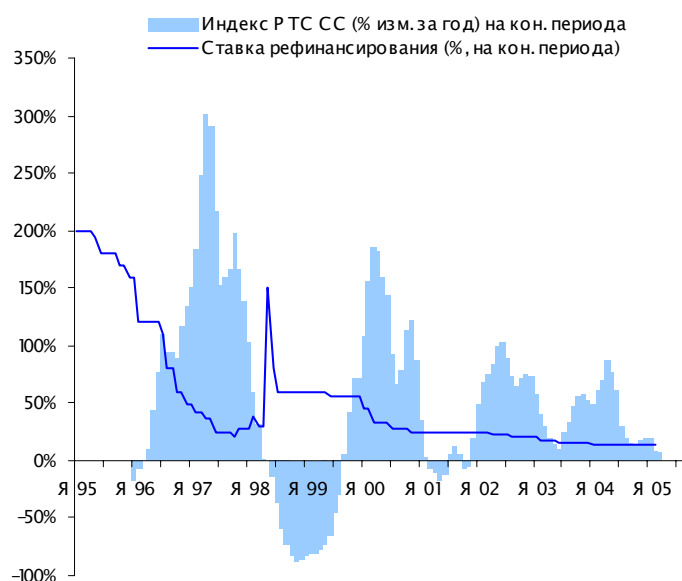
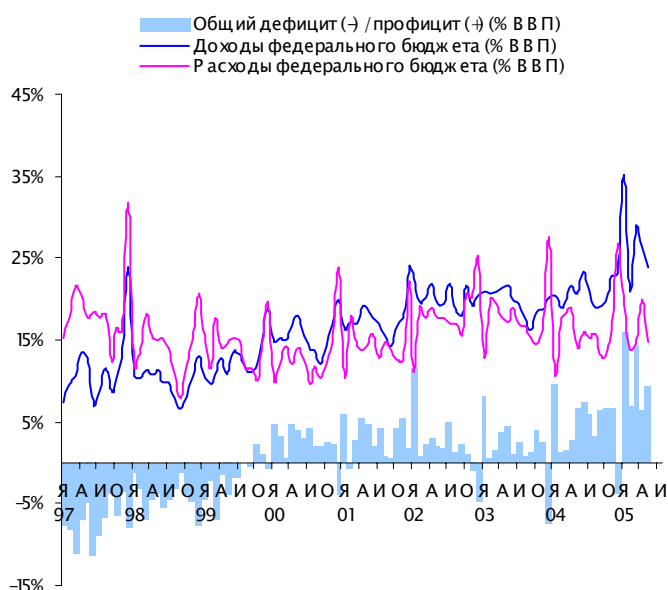
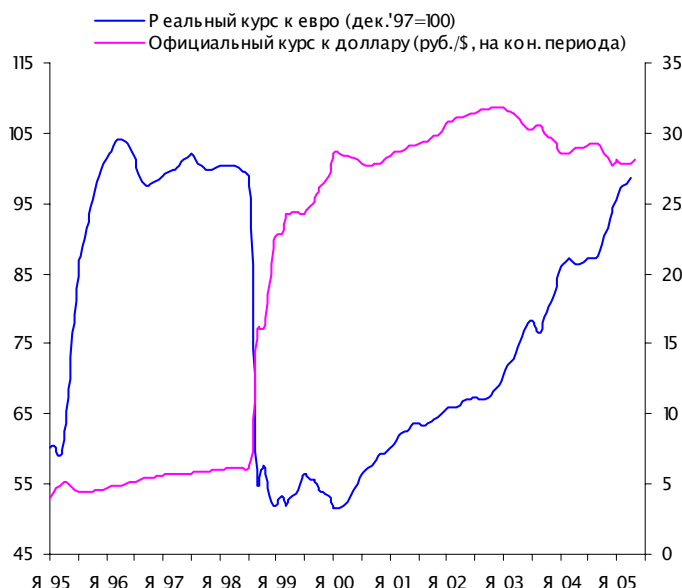
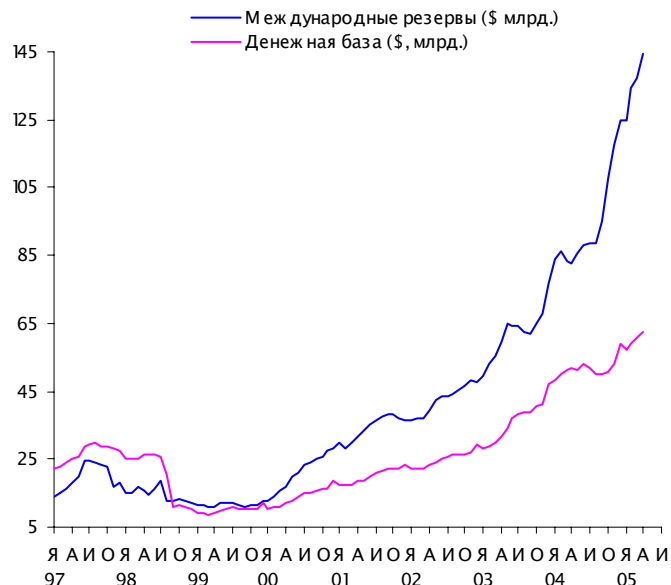
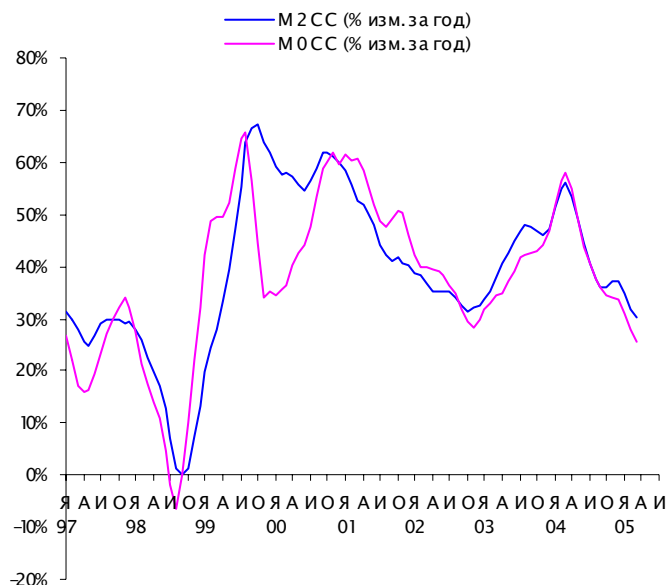
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ																
2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Апр-04
7305.6	8943.6	10817.5	13201.1	16778.8	19799.0	22947.0	2868.8	3102.8	3567.2	3662.3	3627.7	3937.7	4589.6	4723.3	n.a.	1270.0
10.0	5.1	4.7	7.3	7.1	6.2	5.8	7.6	8.0	6.2	7.7	7.3	7.5	7.1	6.7	n.a.	7.5
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	5.4
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	12.5
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	11.6
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	Апр-04
9.7	8.5	10.1	15.1	7.8	9.9	8.9	18.0	15.5	12.7	14.1	12.1	6.2	7.9	7.2	2.7	7.8
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	13.9
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	266.3	224.8
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	8.2
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	Апр-04
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	10.3
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	1.0
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	21.6
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	2.7
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	Апр-04
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	52.6	14.7
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	24.5	7.6
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	28.1	7.1
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	31.9
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	30.2
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	Апр-04
1127.6	1593.8	2202.2	2593.1	3426.3	4015.0	4380.0	581.0	663.0	652.3	688.8	688.6	850.1	886.3	1001.3	1196.4	276.1
15.4	17.8	20.4	19.6	20.4	20.3	19.1	20.3	21.4	18.3	18.8	19.5	21.6	19.3	21.2	n.a.	21.7
964.3	1322.0	2003.7	2354.9	2695.1	3250.0	3860.0	491.6	568.1	597.7	697.5	553.9	630.7	652.4	858.1	671.0	241.0
13.2	14.8	18.5	17.8	16.1	16.4	16.8	17.1	18.3	16.8	19.0	15.7	16.0	14.2	18.2	n.a.	19.0
4.6	5.6	3.9	3.4	5.6	5.2	3.3	6.0	4.2	3.7	0.4	6.0	6.3	6.7	3.6	n.a.	2.9
2.2	3.0	1.8	1.7	4.4	3.9	2.3	3.1	3.1	1.5	-0.3	3.8	5.6	5.1	3.0	n.a.	2.8
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	Апр-04
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	1492.5
28.0	36.6	47.8	76.9	124.5	188.5	192.5	55.5	64.4	62.1	76.9	83.4	88.2	95.1	124.5	137.4	82.7
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	1230.1
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	49.6
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	3483.5
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	49.4
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	Апр-04
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	28.88
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	28.69
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	34.14
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	34.45
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	16.1
22.1	14.8	-10.0	-1.3	6.2	11.9	13.2	2.8	-0.8	-0.9	-2.3	8.9	0.4	-0.5	-2.2	9.9	8.2
ФОНДОВЫЙ РЫНОК И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ																
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	Апр-04
143.3	260.1	359.1	567.3	614.1	773.0	693.6	360.3	503.5	566.6	567.3	752.7	583.3	631.7	614.1	n.a.	631.1
-18.2	81.5	38.1	58.0	8.3	25.9	-10.3	2.7	42.3	69.6	58.0	108.9	15.9	11.5	8.3	n.a.	49.4
25.0	25.0	21.0	16.0	13.0	13.9	12.2	18.0	16.0	16.0	16.0	14.0	13.0	13.0	13.0	n.a.	14.0
7.1	10.1	8.2	3.8	3.3	3.5	3.4	4.2	1.6	6.0	3.3	1.4	7.2	3.7	1.1	n.a.	5.2
6.5	4.9	5.0	4.5	3.8	4.1	4.0	4.5	4.6	4.5	4.4	4.3	3.7	3.4	3.8	n.a.	3.8
24.4	17.9	15.7	13.0	14.2	11.4	12.2	11.0	13.3	12.3	12.3	11.6	12.1	11.4	10.4	n.a.	12.0

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 погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Изм., бп	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации													
Альфа Банк 05	\$175	B/Ba2	19/11/05	10.75	101.87	102.37	5.61		10.53	219	143	0.41	0.42
МДМ Банк 05	\$125	B/Ba2	16/12/05	10.75	102.47	102.97	5.17		10.47	167	95	0.48	0.49
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/06/06	9.25	101.81	102.31	7.05		9.06	377	282	0.92	0.94
Уралсиб 06	\$140	B-/n.r.	06/07/06	8.875	101.81	102.31	6.81		8.70	353	255	0.95	0.97
Роснефть 06	\$150	B/B2	20/11/06	12.75	110.24	110.59	5.09		11.55	171	68	1.29	1.43
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/09/06	9.375	102.82	103.32	6.79		9.10	352	249	1.15	1.18
Евразхолдинг 06	\$175	B/B3	25/09/06	8.875	103.25	103.75	5.94		8.57	262	160	1.15	1.19
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	09/02/07	9.000	101.90	102.90	7.41		8.79	410	306	1.45	1.48
НОМОС 07	\$125	n.r./B1	13/02/07	9.125	102.10	103.10	7.42		8.89	411	307	1.46	1.50
Сибнефть 07	\$400	B+/Ba3	13/02/07	11.50	107.44	107.94	6.52		10.68	316	212	1.44	1.55
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/03/07	9.000	101.97	102.47	7.61		8.99	430	325	1.55	1.59
Рус.Станд 07	\$300	B/Ba3	14/04/07	8.750	101.66	102.16	7.60		8.66	427	322	1.62	1.65
Газпром 07	\$500	BB-/Baa3	25/04/07	9.125	106.92	107.27	5.07		8.52	161	57	1.67	1.79
Рус.Станд 07-II	\$300	B/Ba3	28/09/07	7.800	100.27	100.77	7.54		7.76	414	309	2.00	2.01
ТНК 07	\$700	BB-/Ba2	06/11/07	11.00	110.46	110.96	6.11		9.94	263	159	2.06	2.28
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/01/08	9.75	106.97	107.47	6.70		9.09	323	218	2.20	2.36
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	04/02/08	9.125	100.95	101.45	8.60		9.02	523	418	2.20	2.23
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	03/03/08	8.625	100.03	101.03	8.39		8.58	501	396	2.29	2.30
Система 08	\$350	B/B3	14/04/08	10.25	107.54	108.04	7.15		9.51	369	264	2.38	2.57
Рус.Станд 08	\$300	B/Ba3	21/04/08	8.125	100.27	100.77	7.91		8.08	449	344	2.44	2.45
Алроса 08	\$500	B/B2	06/05/08	8.125	106.19	106.69	5.67		7.63	214	108	2.51	2.68
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/05/08	8.50	100.76	101.26	8.10		8.42	469	363	2.50	2.53
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/06/08	4.375	97.05	97.55	5.35		4.50	179	72	2.71	2.63
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/08	8.000	101.07	101.57	7.54		7.90	407	300	2.82	2.86
Газпромбанк 08	\$1050	B+/Baa2	30/10/08	7.250	103.75	104.25	5.92		6.97	237	130	2.91	3.02
Внешторгбанк 08	\$550	BB+/Baa2	11/12/08	6.875	104.14	104.64	5.47		6.59	190	82	3.04	3.17
Сибнефть 09	\$500	B+/Ba3	15/01/09	10.75	110.99	111.49	7.13		9.66	364	256	2.83	3.15
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/02/09	8.625	102.08	103.08	7.80		8.41	433	325	3.00	3.08
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/06/09	10.000	106.28	106.78	8.06		9.39	460	349	3.24	3.45
Евразхолдинг 09	\$300	B/B3	03/08/09	10.875	110.39	111.39	7.74		9.81	426	315	3.19	3.53
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa2	28/09/09	8.000	103.44	103.94	6.98		7.72	345	233	3.49	3.62
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/09/09	7.125	99.36	99.86	7.23		7.15	371	259	3.54	3.52
Газпром 09	\$700	BB-/Baa3	21/10/09	10.50	118.20	118.70	5.65		8.86	206	94	3.47	4.12
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/09/09	9.75	103.81	104.81	7.82		9.35	448	342	2.09	2.18
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/09	8.00	100.09	100.59	7.91		7.97	442	329	3.65	3.67
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB-/Baa2	04/02/10	6.315	100.85	101.35	6.04		6.25	244	131	3.83	3.87
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./Baa2	11/02/10	6.230	99.68	100.18	6.24		6.23	266	152	3.85	3.85
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/02/10	8.000	98.82	99.82	8.17		8.05	470	356	3.66	3.64
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/10	8.375	102.74	103.74	7.62		8.11	408	288	4.15	4.28
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa2	26/11/10	7.375	101.11	101.61	7.07		7.28	348	228	4.35	4.41
Система 11	\$350	B/B3	28/01/11	8.875	103.50	104.00	6.39		8.55	295	199	1.43	1.48
Внешторгбанк 11	\$450	BB+/Baa2	12/10/11	7.500	107.61	108.11	5.99		6.95	224	102	4.92	5.31
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/11	8.375	99.95	100.95	8.28		8.34	465	344	4.73	4.75
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/01/12	8.000	100.10	101.10	7.88		7.95	421	297	4.85	4.88
Газпром 13	\$1750	BB-/Baa3	01/03/13	9.625	119.47	119.97	6.35		8.04	254	122	5.43	6.51
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/04/14	9.250	101.52	102.52	8.91		9.07	517	379	5.83	5.94
Алроса 14	\$300	B/B2	17/11/14	8.875	109.28	110.28	7.41		8.08	354	212	6.35	6.97
Газпром 20	\$1250	BBB-/	01/02/20	7.201	105.96	106.46	5.98		6.78	216	81	4.84	5.15
Газпром 34 (put)	\$1200	BB-/Baa3	28/04/34	8.625	120.38	121.38	5.75		7.14	183	44	6.28	7.59
Газпромбанк 05	€200	B+/Baa2	04/10/05	9.75	101.94	102.02	2.93		9.56	85		0.29	0.29
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/04/06	10.95	106.63	107.13	2.79		10.25	71		0.83	0.89
Газпром 10	€1000	BB-/Baa3	27/09/10	7.80	114.77	115.27	4.53		6.78	185		4.22	4.85
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/11	6.45	110.41	110.91	4.47		5.83	164		5.06	5.59
Газпром 15	€1000	BB-/Baa3	01/06/15	5.88	102.15	102.50	5.57		5.74	246		7.38	7.55
Суверенные еврооблигации													
Россия 2005	\$2969	BBB-/Baa3	24/07/05	8.75	100.44	100.50	4.17		8.71	84		0.10	0.10
Россия 2007	\$2400	BBB-/Baa3	26/06/07	10.00	110.11	110.51	4.61		9.07	111		1.75	1.93
Россия 2010	\$2820	BBB-/Baa3	31/03/10	8.25	108.86	109.37	4.67		7.56	109		2.42	2.39
Россия 2018	\$3466	BBB-/Baa3	24/07/18	11.00	146.51	147.11	5.84		7.49	175		7.70	11.30
Россия 2028	\$2500	BBB-/Baa3	24/06/28	12.75	176.92	177.42	6.33		7.20	215		10.14	17.96
Россия 2030	\$18336	BBB-/Baa3	31/03/30	5.00	109.44	109.59	5.83		4.57	175		8.00	8.77
ОВВЗ VI	\$1750	BBB-/Ba1	14/05/06	3.00	98.70	98.83	4.41		3.04	93	3	0.88	0.87
ОВВЗ VIII	\$1322	BBB-/Ba1	14/11/07	3.00	96.42	96.67	4.92		3.11	144	39	1.79	1.73
ОВВЗ V	\$2837	BBB-/Ba2	14/05/08	3.00	93.94	94.07	5.27		3.19	164	55	2.71	2.55
ОВВЗ VII	\$1750	BBB-/Ba1	14/05/11	3.00	86.75	87.00	5.67		3.45	177	57	5.30	4.61
Aries 14	\$2435	BBB-/Ba2	25/10/14	9.600	127.06	127.50	5.78		7.54	184	42	6.40	8.15
Aries 09	€1000	BBB-/Ba2	25/10/09	7.75	115.75	116.00	4.33		6.69	180		4.42	5.12

Рынок внутреннего долга

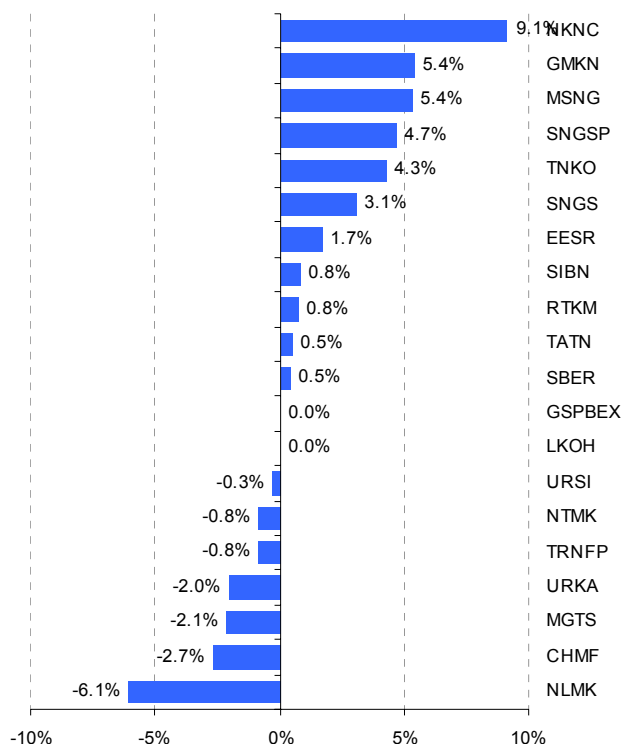
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-2*	3,000	13/08/08	17/08/05	11.78	100.36	100.45	100.35	501.75	8.69	15	630	0.16	0.16
Алроса-19	3,000	23/10/05		16.00	103.26	103.50	103.30	4,545.50	6.43	(7)	300	0.34	0.35
Балтика	1,000	20/11/07		8.75	100.10	100.60	100.50	-	8.70	0	211	2.14	2.15
ВолгаТел	1,000	21/02/06		15.00	104.30	104.70	104.50	-	6.93	(3)	234	0.64	0.67
ВТБ-3	2,000	26/02/06		15.50	105.35	105.55	105.50	-	5.69	(3)	106	0.67	0.71
ВТБ-4*	5,000	19/03/09	24/03/06	5.60	99.15	100.00	99.50	-	6.34	0	154	0.73	0.73
Вымпелком	3,000	16/05/06		9.90	102.30	102.65	102.65	1.03	6.97	16	185	0.86	0.88
Газпром-2	5,000	03/11/05		15.00	103.50	104.00	103.50	-	5.89	(7)	234	0.37	0.39
Газпром-3	10,000	18/01/07		8.00	102.00	102.30	102.30	25.58	6.67	(7)	6	1.43	1.47
Газпром-4	5,000	10/02/10		8.22	101.80	102.00	102.00	61,340.94	7.85	(8)	41	3.77	3.84
Газпром-5	5,000	06/11/07		7.58	101.10	101.30	101.45	-	7.00	(0)	48	2.07	2.10
Лукойл	6,000	20/11/07		7.25	99.85	100.05	99.90	19,980.00	7.43	(9)	83	2.18	2.18
МГТС-4*	1,500	22/04/09	26/04/06	10.00	102.00	-	102.00	17.34	7.68	79	310	0.81	0.82
НКНХ-3*	2,000	01/09/07	01/09/05	9.50	-	-	100.51	-	7.22	(3)	447	0.20	0.20
РАО ЕЭС	3,000	21/10/05		15.00	102.85	103.00	103.25	3,090.00	5.46	(122)	204	0.34	0.35
РЖД-1	4,000	07/12/05		6.59	100.20	100.95	100.30	17,062.51	6.03	22	214	0.46	0.46
РЖД-2	4,000	05/12/07		7.75	101.30	101.85	101.00	-	7.43	(0)	82	2.21	2.23
РЖД-3	4,000	02/12/09		8.33	101.45	101.70	101.50	3.05	8.08	(8)	69	3.67	3.73
РусАл-2*	5,000	20/05/07		8.00	99.50	100.00	99.75	-	8.66	1	228	1.74	1.73
РусСтанд-2	1,000	14/06/06		14.00	105.15	105.75	105.70	-	8.12	(2)	284	0.93	0.98
РусСтанд-3*	2,000	22/08/07	01/09/05	12.90	-	101.30	101.00	-	7.23	(7)	437	0.20	0.20
Сан Интербрю	2,500	15/08/06		13.00	106.10	106.45	106.10	7,849.28	7.55	26	184	1.04	1.10
СаНОС-2*	3,000	10/11/09	13/11/07	9.70	101.57	101.95	101.80	-	9.30	(0)	273	2.09	2.13
Северсталь*	3,000	28/06/07	30/06/05	9.50	-	101.50	100.15	-	5.49	(26)	414	0.04	0.04
Сибтлк-3	1,530	14/07/06		14.50	106.50	106.95	106.95	-	7.78	(2)	233	0.95	1.01
Сибтлк-4	2,000	05/07/07		12.50	106.80	107.00	107.00	256.80	8.88	8	264	1.71	1.83
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/06/09	16/06/06	11.75	-	-	103.50	-	8.20	(1)	289	0.88	0.92
ТНК-5	3,000	28/11/06		15.00	111.00	112.00	112.00	3.36	6.32	(2)	-34	1.31	1.47
УрСИ-3	3,000	18/07/06		14.25	106.80	107.00	106.95	3,744.06	7.60	(26)	212	0.96	1.03
УрСИ-4	3,000	01/11/07		9.99	102.50	102.65	102.60	4,767.20	8.94	7	239	2.06	2.12
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/07		8.80	-	-	102.42	-	7.87	(0)	124	2.13	2.18
ЦТК-3	2,000	15/09/06		12.35	104.65	104.75	104.75	54,637.22	8.41	(40)	268	1.12	1.17
ЦТК-4	5,622	21/08/09	16/02/06	13.80	109.65	109.90	109.90	12,868.57	11.07	(20)	384	3.06	3.36
ЮТК	1,500	14/09/06		14.24	104.79	105.00	104.79	261.98	10.27	4	424	1.10	1.15
ЮТК-2*	1,500	07/02/07	08/02/06	12.00	101.10	101.40	101.01	622.82	10.57	98	604	0.59	0.60
ЮТК-3*	3,500	10/10/09	14/04/06	12.30	101.60	101.74	101.70	2,054.99	10.32	(18)	541	0.76	0.77
Субфедеральные облигации													
МГор 24	3,000	02/09/05		15.00	95.00	102.75	103.30	-	-0.43	(19)	-319	0.21	0.22
МГор 34	4,000	28/08/05		10.00	100.10	101.50	101.50	-	2.47	(10)	-17	0.20	0.20
МГор 28	4,000	25/12/05		15.00	104.00	106.50	106.50	-	2.54	(6)	-150	0.50	0.53
МГор 32	4,000	25/05/06		10.00	103.75	103.78	103.78	2,075.60	5.96	(7)	80	0.89	0.92
МГор 35	4,000	18/06/06		10.00	-	-	104.01	-	5.99	(1)	68	0.93	0.97
МГор 37	4,000	23/09/06		9.00	104.75	104.95	104.85	3,386.66	6.15	2	-1	1.17	1.22
МГор 27	4,000	20/12/06		15.00	-	-	113.00	-	6.08	(1)	-53	1.33	1.50
МГор 31	5,000	20/05/07		10.00	106.10	106.30	106.10	2.12	6.77	28	40	1.74	1.85
МГор 42	5,000	13/08/07		10.00	106.25	107.00	107.00	-	7.05	0	68	2.13	2.28
МГор 40	5,000	26/10/07		10.00	106.06	107.05	106.70	1.07	7.08	(33)	55	2.08	2.22
МГор 29	5,000	05/06/08		10.00	107.60	107.80	107.40	2.15	7.32	(6)	43	2.56	2.75
МГор 36	4,000	16/12/08		10.00	-	-	108.10	-	7.47	(0)	38	2.95	3.19
МГор 41	5,000	30/07/10		10.00	106.50	107.80	106.50	-	8.04	0	53	4.23	4.51
МГор 38	5,000	26/12/10		10.00	110.20	111.10	111.00	2,321.64	7.67	(0)	8	4.11	4.56
МГор 39	5,000	21/07/14		11.00	103.80	104.15	104.05	30,184.00	8.21	(4)	13	5.89	6.12
Мос.обл.3в	4,000	19/08/07		11.00	106.85	107.15	107.15	535.75	7.51	(18)	109	1.87	2.00
Мос.обл.4в	9,600	21/04/09		11.00	108.76	108.95	108.95	237,435.11	8.52	(9)	135	3.11	3.39
Мос.обл.5в	12,000	30/03/10		10.00	103.85	104.00	103.85	69,195.74	8.64	(3)	150	2.46	2.55

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

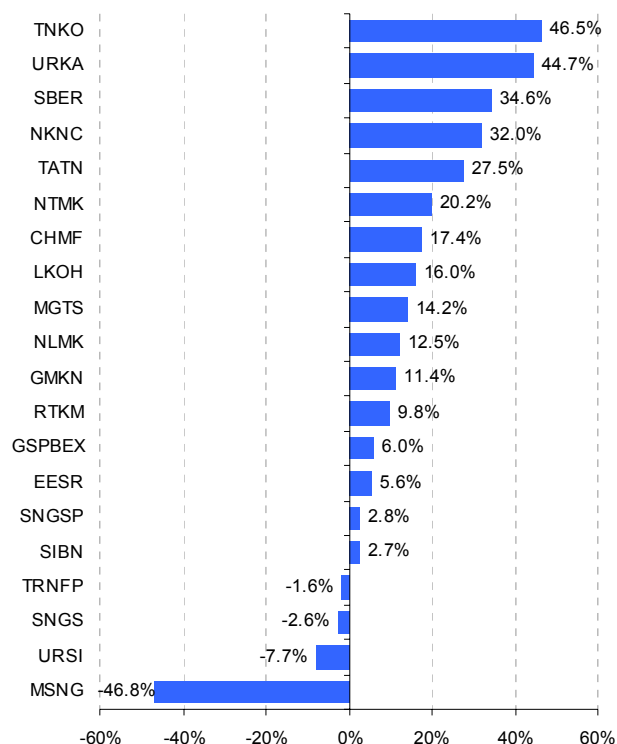
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

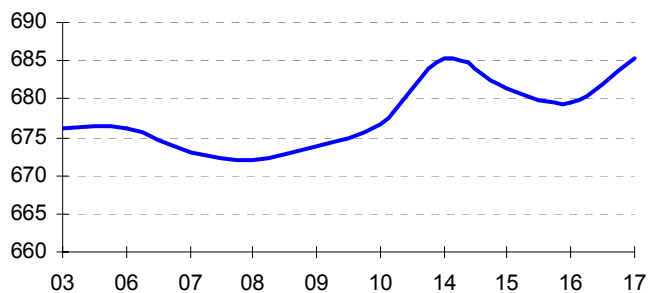
20 лидеров рынка – динамика за неделю



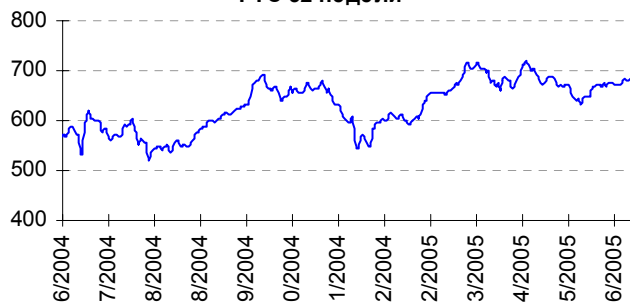
20 лидеров рынка – динамика в 2005 году



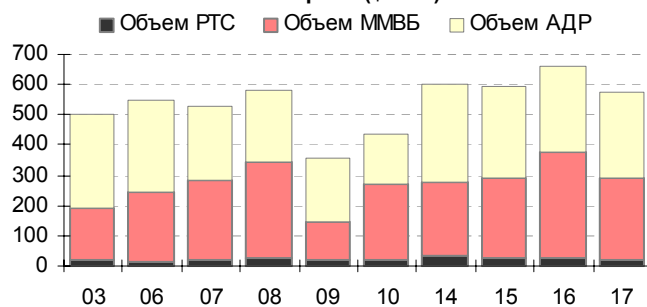
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)



10 наиболее ликвидных акций РТС

	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	0.02	129.2
ЛУКОЙЛ	0.00	32.1
РАО "ЕЭС России"	1.69	27.3
Сургутнефтегаз	3.06	14.1
ГМК "Норникель"	5.39	10.7
Ростелеком	0.75	2.5
Северсталь	-2.70	1.5
Транснефть, прив.	-0.85	1.2
ТНК	4.29	1.1
Сбербанк РФ	0.46	0.9

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ СИТУАЦИЯ В АМЕРИКАНСКОЙ ЭКОНОМИКЕ СТАБИЛИЗИРУЕТСЯ

Фондовые индексы США повысились на прошлой неделе на фоне публикации очень позитивной экономической статистики и благоприятных корпоративных новостей.

Индекс Nasdaq вырос на 1.3% до 2090.11 пунктов, индекс S&P 500 поднялся на 1.6% и теперь составляет 1216.96 пункта, а индекс Dow Jones увеличился на 1.1% до 10623.07 пункта.

Многочисленная экономическая статистика носила в целом очень позитивный характер.

Темпы роста инфляции резко замедлились, производство, возможно (если смотреть на Нью-Йоркский индекс промышленного производства Empire State), возобновило рост, рынок жилья находится в отличной форме, количество заявок по безработице находится на приемлемом уровне, а уверенность американцев (Мичиганский индекс уверенности потребителей) укрепляется. Все перечисленные факторы в совокупности означают стабильный экономический рост. Другое дело, что общую картину портят цифры по розничным продажам (вероятно, негативную роль в этом плане сыграла холодная погода), а также индекс промышленного производства Philadelphia Fed, который известен своей волатильностью. Также должен беспокоить рекордный уровень отрицательного сальдо счета текущих операций.

Дата	Показатель	Период	Значение	Прогнозное значение	Предыдущее значение
14.06.05	Индекс цен производителей	май	-0.6%	-0.2%	0.6%
14.06.05	Индекс цен производителей (за исключением продуктов питания и топлива)	май	0.1%	0.2%	0.3%
14.06.05	Розничные продажи	май	-0.5%	-0.2%	1.4%
14.06.05	Розничные продажи (за искл. автомобилей)	май	-0.2%	0.2%	1.1%
15.06.05	Индекс потребительских цен	май	-0.1%	0%	0.5%
15.06.05	Индекс потребительских цен (за искл. продуктов питания и топлива)	май	0.1%	0.2%	0%
15.06.05	Товарно-материальные запасы корпораций	апрель	0.3%	0.4%	0.4%
15.06.05	Нью-Йоркский индекс промышленного производства Empire State	июнь	11.7	1	-11.1
15.06.05	Чистые покупки американских бумаг иностранцами	апрель	47.4 млрд.	68 млрд.	40.6 млрд.
15.06.05	Промышленное производство	май	0.4%	0.2%	-0.3%
15.06.05	Процент задействованных производственных мощностей	май	79.4%	79.3%	79.2%
15.06.05	Индекс Национальной ассоциации рынка домов	июнь	71	71	70
16.06.05	Строительство новых домов	май	2009 тыс.	2050 тыс.	2038 тыс.
16.06.05	Разрешения на строительство	май	2050 тыс.	2107 тыс.	2129 тыс.
16.06.05	Новые заявки на получение страховок по безработице	12 июня	333 тыс.	330 тыс.	330 тыс.
16.06.05	Повторные заявки на получение страховок по безработице	5 июня	2641 тыс.	2593 тыс.	2588 тыс.
16.06.05	Индекс промышленного производства Philadelphia Fed	июнь	-2.2	10	7.3
17.06.05	Счет текущих операций	1 кв. 2005 года	-195.1 млрд.	-190 млрд.	-187.9 млрд.
17.06.05	Мичиганский индекс уверенности потребителей	июнь	94.8	88.9	86.9

Две противоположные по характеру новости были опубликованы инвестиционной корпорацией **Morgan Stanley (MWD US)**. Во-первых, финансовые результаты во II квартале окажутся значительно ниже консенсус-прогноза, во-вторых, председатель совета директоров и исполнительный директор компании в одном лице Филип Персел объявил о своей отставке в связи с негативными итогами работы корпорации (за последние пять лет она потеряла 40% рыночной капитализации) и уходом из нее более двадцати менеджеров высшего эшелона из-за несогласия с политикой г-на Персела. Вторая новость, безусловно, является позитивным событием для акционеров Morgan Stanley.

Автомобильная корпорация **Ford Motor (F US)** планирует провести IPO своего подразделения по прокату машин Hertz, что подтверждает намерение корпорации получить необходимые денежные средства для покрытия долгов с помощью продажи или отделения своих дочерних предприятий.

Один из крупнейших представителей оборонного сектора **United Technologies (UTX US)**, бумаги которого входят в Dow Jones, подтвердил прогноз финансовых результатов в текущем квартале и 2005 году.

Инвестиционный банк **Lehman Brothers (LEH US)** опубликовал отличные финансовые результаты во II квартале (закончившемся в мае). За счет операций с долговыми инструментами чистая прибыль поднялась на 12% до \$2.26 на акцию, что на \$0.03 на акцию выше консенсус-прогноза. Данная новость была очень позитивно воспринята рынком после негативного прогноза, который дал накануне Morgan Stanley (MWD US).

Цена акций розничного торговца электроникой **Best Buy (BBY US)** подскочила после публикации финансовых результатов I квартала. Чистая прибыль в I квартале выросла на 49% за счет активной продажи МПЗ-плееров, цифровых телевизоров и ноутбуков. Показатель на одну акцию составил \$0.51, что на \$0.21 выше прогнозов аналитиков.

Акционеры третьего по величине представителя медиа-бизнеса в США **Viacom (VIA/B US)** одобрили планы руководства по разделению компании на две самостоятельных

единицы для увеличения ее стоимости. В частности, решено выделить в отдельную корпорацию быстрорастущее подразделение кабельного телевидения MTV, которое продолжит приобретения в своем секторе, а CBS, отличающаяся менее высокими темпами роста, может привлечь сторонников более высоких дивидендов.

Стоимость бумаг крупнейшего производителя автомобилей в мире **General Motors (GM US)** увеличилась после того, как стало известно о намерении руководства подписать договор с профсоюзом о сокращении расходов на медицинскую страховку уже в июле.

Позитивные финансовые результаты инвестиционной компании **Bear Stearns (BSC US)** во II квартале (чистая прибыль \$2.56 на акцию была выше консенсуса-прогноз на \$0.19 на акцию) опровергли опасения многих аналитиков по поводу серьезных проблем в отрасли.

Котировки акций инвестиционной компании **Goldman Sachs (GS US)** подскочили, несмотря на слабые финансовые результаты во II квартале. Этому способствовали благоприятные отзывы аналитиков о бизнесе компании, поскольку рынок ожидал увидеть еще более слабые цифры.

В связи с ростом цен на сырье и материалы в числе лидеров недели оказалось большинство производителей соответствующих продуктов, в частности – крупнейшая нефтяная корпорация США **Exxon Mobil (XOM US)** и крупнейший производитель алюминия в мире **Alcoa (AA US)**.

Цены фьючерсов на **нефть** продолжили активный рост в силу нескольких факторов.

Во-первых, рынок уверен в неспособности нефтедобывающих стран, прежде всего – картеля ОПЕК, удовлетворить рекордный спрос в связи с нехваткой производственных мощностей.

Во-вторых, в среду был опубликован слабый еженедельный доклад Energy Information Administration о коммерческих запасах нефти и топлива в США, Показатель сырой нефти упал на 1.78 млн. брр. вместо ожидавшегося снижения на 1 млн. брр., запасы бензина понизились на 950 тыс. брр. (аналитики прогнозировали повышение на 675 тыс. брр.), а запасы тяжелых дистиллятов поднялись на 2.43 млн. брр. (консенсус-прогноз предполагал увеличение на 1.5 млн. брр.).

В-третьих, общее беспокойство по поводу несбалансированности спроса и предложения было усилено дестабилизацией обстановки в Нигерии, где США, Германия и Великобритания вынуждены были закрыть консульства в связи с угрозой терактов со стороны мусульманских экстремистов.

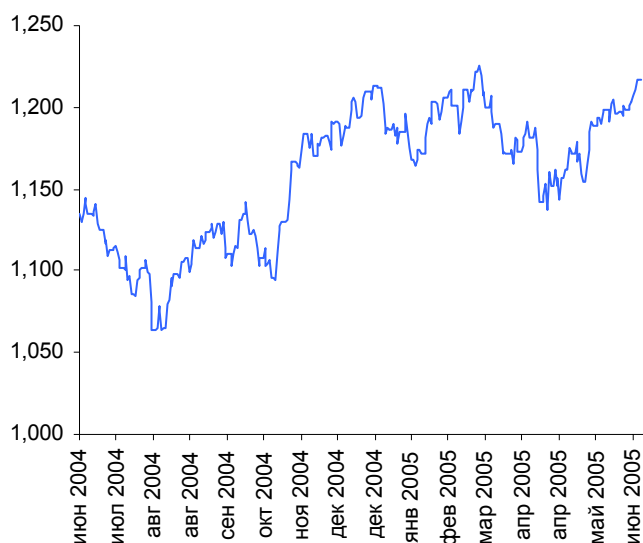
Курс **доллара** по отношению к единой валюте снизился из-за нескольких причин: 1) **чистые покупки американских ценных бумаг нерезидентами** в апреле составили \$47.4 млрд. после пересмотренных в сторону понижения \$40.6 млрд. в марте, что второй месяц подряд оказалось значительно ниже консенсус-прогноза \$70 млрд.; 2) дефицит счета текущих операций в I квартале достиг рекордной отметки \$195.1 млрд.; 3) дестабилизация обстановки в Нигерии реанимировала опасения относительно возможности терактов в мире, направленных, в первую очередь, против американцев; 4) американская валюта была сильно "перекуплена" и нуждалась в коррекции. В целом же, европейская и японская экономики выглядят значительно хуже американской, что в средне- и долгосрочном плане играет в пользу доллара.

Рынок заметно "перекуплен" и нуждается в здоровой коррекции, чтобы движение в сторону повышения (особенно – в летний период) было продолжено. Внимание инвесторов постепенно переходит с экономической статистики к корпоративным результатам, отчеты о которых во II квартале будут публиковаться с нарастающей частотой в ближайшее время.

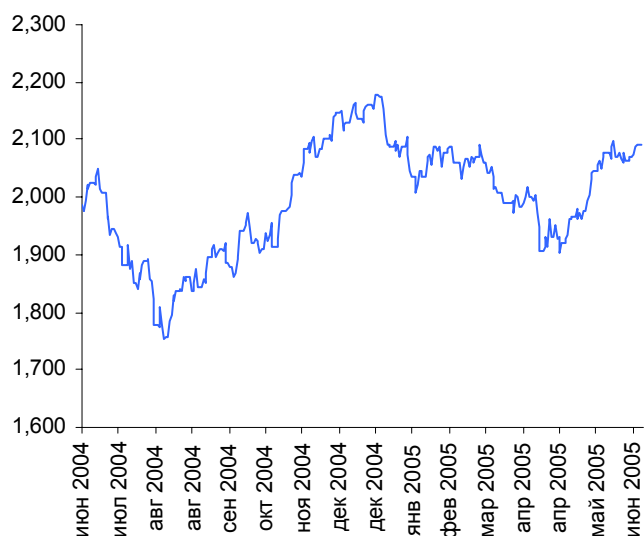
Валентин Журба
zhurba@aton.ru

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

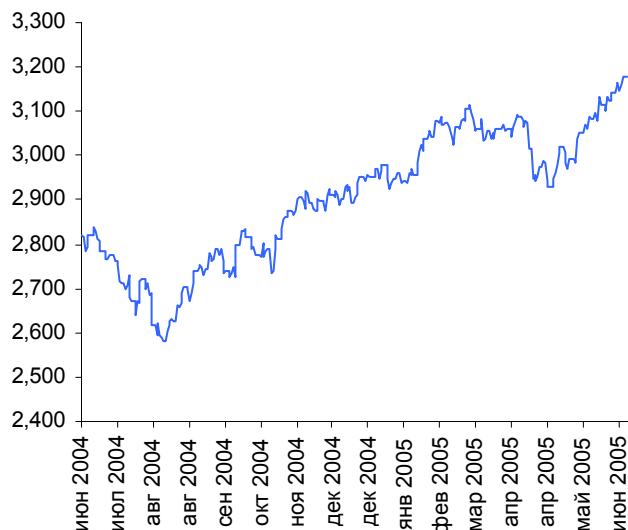
S&P 500



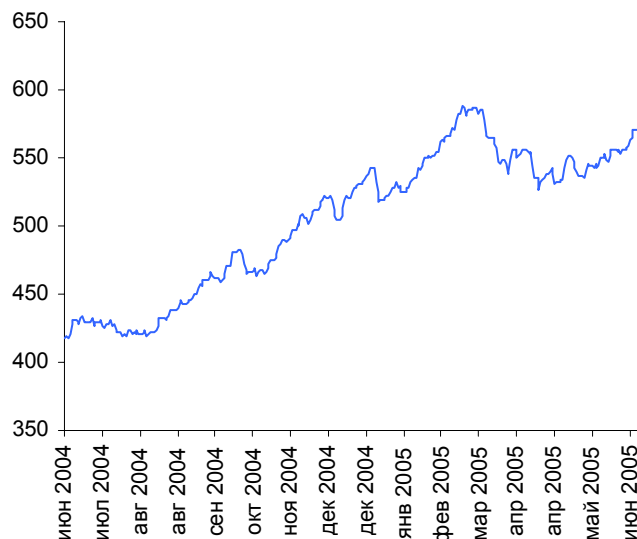
Nasdaq



DJ Euro STOXX 50



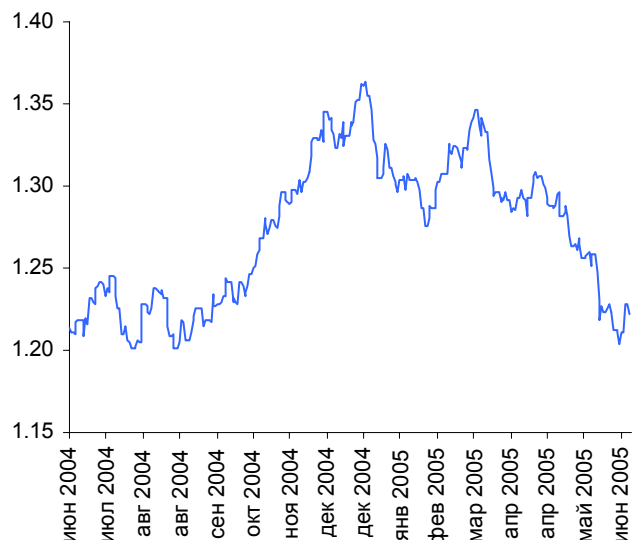
MSCI Emerging markets



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

Трейдинг
Контакты:
Раян Дод
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@atonsecurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonsecurities.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 Бушueva
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

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

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

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

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

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

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

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены компанией Атон и предназначены исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Атон не претендует на ее полноту и точность. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Компания Атон и любые из ее представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой-либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Компания Атон может оказывать брокерские услуги, услуги депозитария, совершать дилерские операции на основании соответствующих лицензий, выданных ФКЦБ России, а также вправе оказывать иные услуги, сопутствующие вышеперечисленным видам деятельности, а также просить об оказании вышеперечисленных услуг или каких-либо других деловых услуг у любой компании, упоминаемой в настоящей публикации. Ни компания Атон, ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

Любые инвестиции, упоминаемые в настоящей публикации, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов. Только инвесторам, обладающим значительными знаниями и опытом в финансовых вопросах и бизнесе, и способным оценить преимущества и риски, связанные с инвестированием в российские ценные бумаги, следует рассматривать возможность инвестирования в какие-либо ценные бумаги или инструменты, упомянутые в настоящей публикации.

Дополнительная информация о рекомендованных ценных бумагах предоставляется по запросам.