

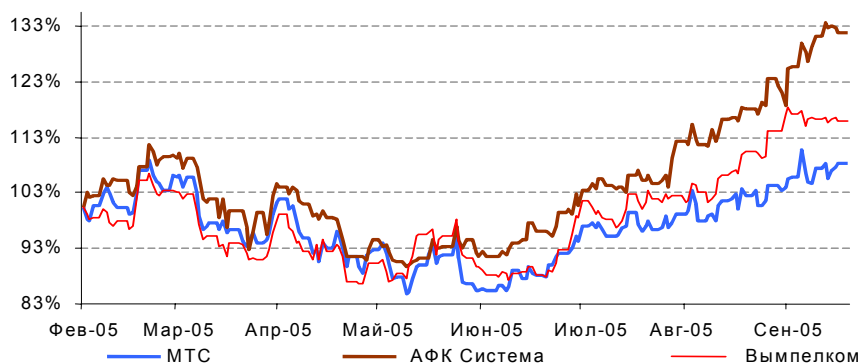
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	2
Рекомендуемый портфель	3
Компании	6
Dragon Oil. Финансовые показатели за первое полугодие 2005 года по UK GAAP соответствуют нашим прогнозам	
Долговой рынок	11
Рынок акций	13
Обзор мировых рынков	14

КОММЕНТАРИЙ

АФК "СИСТЕМА" ПРОТИВ МТС: РАЗРЫВ МЕЖДУ КОТИРОВКАМИ ДОЛЖЕН СОКРАТИТЬСЯ

Разрыв между котировками АФК "Система" и МТС выглядит неоправданно большим



Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Акции АФК "Система" продемонстрировали существенный рост на протяжении последних месяцев, и это ярко контрастирует с невыразительной динамикой котировок после февральского IPO компании. В частности, только за июнь-сентябрь котировки акций АФК "Система" повысились на 36%, заметно обогнав бумаги МТС (рост на 13%), основного актива в портфеле холдинга.

Почему акции холдинга росли быстрее бумаг МТС? Как мы отмечали в нашем обзоре от 8 августа (АФК "Система": *больше, чем альтернатива МТС*), несмотря на то, что МТС обеспечивает львиную долю прибыли холдинга, инвесторы в последнее время стали более уверены в потенциале роста стоимости других направлений бизнеса, и менеджмент получил своего рода "кредит доверия" на проведение активной стратегии новых приобретений. Действительно, учитывая приближающуюся приватизацию Связьинвеста ("Система" считается одним из основных претендентов на этот актив), недавнее приобретение 10-20%-ных пакетов семи предприятий башкирского ТЭК и планируемые IPO акций "Комстар"-МГТС и РОСНО, игроки на повышение получили дополнительный повод для оптимизма. Напротив, акции МТС отстали и от бумаг головной компании и от рынка в целом из-за неважных финансовых результатов I квартала и (до недавнего времени) опасений инвесторов по поводу появления избыточного предложения бумаг на рынке в результате выхода Deutsche Telekom из капитала компании.

Инвесторы все более высоко оценивают прочие активы "Системы", но это уже отражено в котировках... Простые расчеты показывают, что в июне-сентябре рыночная капитализация АФК "Система" возросла почти на \$3 млрд., тогда как стоимость принадлежащих холдингу 50.6% акций МТС увеличилась всего на \$1 млрд.

Это свидетельствует о том, что увеличение капитализации на \$2 млрд. инвесторы, вероятно, оправдывают потенциалом роста стоимости других активов "Системы", а также дополнительной стоимостью, которую холдинг может получить в результате потенциальной победы в аукционе по приватизации Связьинвеста и приобретения башкирских компаний.

Хотя мы приветствуем тот факт, что инвесторы теперь рассматривают "Систему" в качестве диверсифицированного портфеля активов потребительского сектора, а не просто альтернативы бумагам МТС, после недавнего ралли акции холдинга обладают потенциалом роста лишь на 5% до нашей прогнозируемой цены на конец 2006 года – \$23.4.

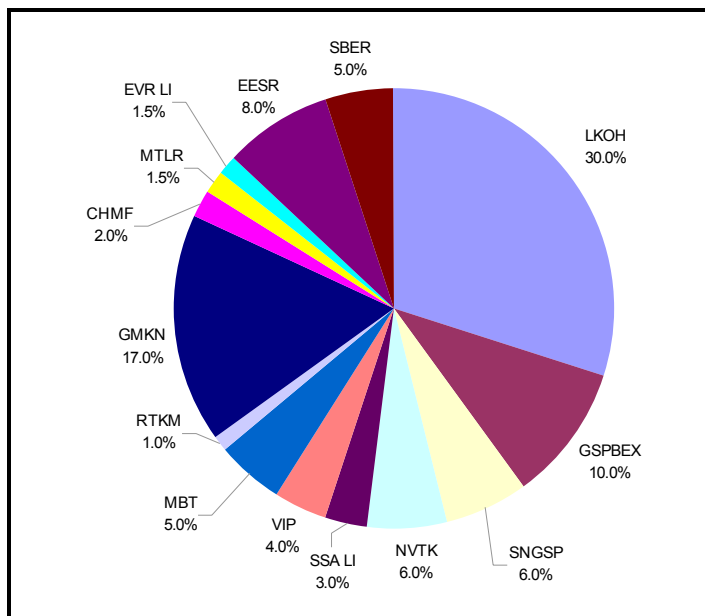
...тогда как конъюнктура складывается в пользу МТС. Между тем угроза избыточного предложения акций МТС успешно миновала, и размещение принадлежащих Deutsche Telekom 10% акций компании было с энтузиазмом встречено на рынке. Кроме того, неожиданное снижение прибыли, оказывавшее давление на котировки акций компании после неудачных результатов I квартала 2005 года, было, по-видимому, лишь краткосрочным явлением – учитывая сильные результаты II квартала и недавнюю динамику рынка, можно предположить, что и в III квартале МТС приятно удивит инвесторов.

Разрыв между котировками "Системы" и МТС должен сократиться. Холдинговая структура АФК "Система" по-прежнему оправдывает дисконт к суммарной оценке стоимости дочерних предприятий, поэтому, на наш взгляд, акции головной компании в настоящий момент полностью оценены. Напротив, прогнозируемая цена акций МТС на уровне \$48 подразумевает потенциал роста на 20%. Столь существенная разница в оценке, вкупе с вышеизложенными соображениями, свидетельствует о том, что разрыв между котировками МТС и холдинга должен сократиться.

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
26.09	В Москве начнет работу конференция "Конкуренция в России"	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 7.12 млн. (предыдущее значение: 7.16 млн.)	
	Откроется международная конференция по вопросу безопасности инфраструктуры для транспортировки российской нефти и нефтепродуктов		
	Акционеры ТГК-1 на внеочередном собрании обсудят изменения в договоры аренды имущества генерирующих компаний		
	Акционеры НТМК и НЛМК на внеочередном собрании примут решение о выплате дивидендов за первое полугодие 2005 года		
27.09	Акционеры Новгородской управляющей энергетической компании рассмотрят вопрос о ликвидации общества	Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1350 тыс. (предыдущее значение: 1410 тыс.)	Будет опубликован торговый баланс стран евро-зоны за июль 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: €9.1 млрд. (предыдущее значение: €6.5 млрд.)
	В Хабаровске начнется Первый Дальневосточный международный экономический конгресс		
28.09	Арбитражный суд Москвы продолжит рассмотрение иска Юганскнефтегаза о взыскании с ЮКОСа ущерба в размере 226.1 млрд. руб.	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей Conference Board. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 95.0 пункта (предыдущее значение: 105.6 пункта)	
	Совет директоров Газпрома планирует рассмотреть итоги работы компании в первом полугодии 2005 года		
	Внеочередное собрание акционеров ОАО "Липецкая генерирующая компания"		
29.09	Арбитражный суд Москвы проведет рассмотрение заявления 14 кредиторов ЮКОСа об исполнении решения иностранного суда по взысканию с компании \$482 млн.	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.7% (предыдущее значение: -4.9%)	
	Будут опубликованы предварительные данные о динамике ВВП за II квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 3.3% в годовом выражении (предыдущее значение: 3.3%)		
	В Арбитражном суде Санкт-Петербурга и Ленинградской области начнутся основные слушания по иску миноритариев "Балтики" относительно приобретения ОАО "Пикра"		
30.09	Rambler Media опубликует финансовые результаты за первое полугодие 2005 года	Будут опубликованы данные о динамике персональных доходов и расходов за август 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% и -0.3% соответственно (предыдущее значение: 0.3% и 0.1%)	Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.14 пункта (предыдущее значение: -0.07 пункта)
	Совет директоров РАО "ЕЭС России" рассмотрит участие в акционерном капитале "Силовых машин"		
	Акционеры Вологдаэнерго рассмотрят вопрос о прекращении полномочий СЭУК как исполнительного органа	Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 78.0 пункта (предыдущее значение: 76.9 пункта)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.4% в годовом сопоставлении (предыдущее значение: 2.2%)
	Акционеры ГМК "Норильский никель" должны утвердить выделение "Полюса"		
	Акционеры Костромской ГРЭС, Черепецкой ГРЭС, и Печорской ГРЭС (ОГК-2) рассмотрят вопрос о выплате дивидендов за первое полугодие 2005 года		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель продемонстрировал весьма неплохие результаты, повысившись на 6.67% на фоне роста индекса РТС на 4.58%. В роли лидеров повышения выступили обыкновенные акции Газпрома, подорожавшие за неделю на 16.3% на фоне слухов о приближающейся либерализации рынка акций концерна и новостей о вероятной покупке Сибнефти. Впечатляющие результаты продемонстрировали и акции ЛУКойла (занимающие наибольший вес в составе портфеля), котировки которых повысились на 9.9%.

Кроме того, не остались в стороне от ралли включенные в состав портфеля акции металлургических компаний (за исключением "Норильского никеля"), продемонстрировавшие рост котировок на 7-8%, а также бумаги РАО "ЕЭС России", выросшие в цене на 8.9%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы сокращаем долю акций АФК "Система" и увеличиваем вес бумаг МТС в нашем портфеле. Мы полагаем, что в результате опережающего роста котировок акций "Системы" разрыв в оценке стоимости холдинга и его основного актива стал неоправданно большим, и в настоящий момент выбор в пользу бумаг МТС может оказаться более оправданной стратегией (см. стр. 1).

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Портфель	Изменение за месяц		Портфель	Изменение с начала года		
	РТС	Δ		РТС	Δ		РТС	Δ	
	6.67%	4.58%	2.09%	15.14%	10.57%	4.57%	66.45%	57.19%	9.27%

Рекомендуемый портфель

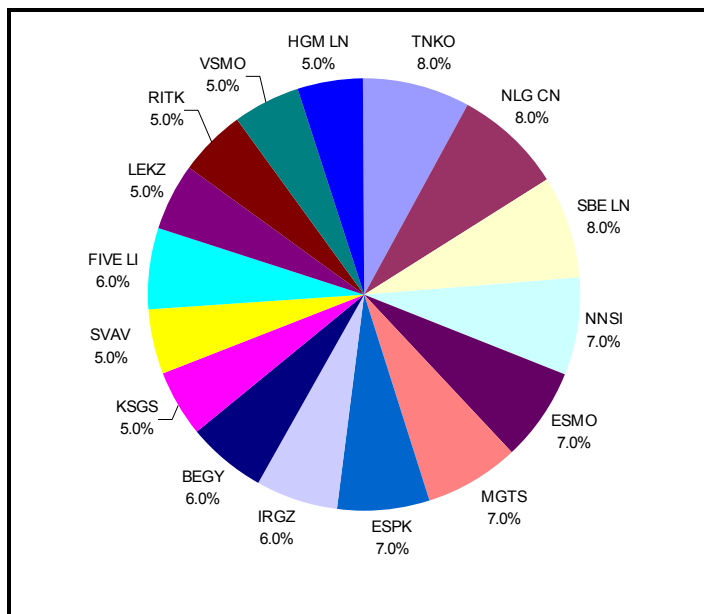
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 23/09, \$	Цена 16/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ								
	50.26%	52.0%	52.00%					
ЛУКойл	LKOH	16.45%	30.0%	30.00%	57.20	52.05	9.9%	88.5%
Газпром	GSPBEX	0.00%	10.0%	10.00%	5.04	4.33	16.3%	82.6%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	5.09%	6.0%	6.00%	0.83	0.78	5.8%	51.4%
Газпром, ADS	OGZD LI	0.00%	0.0%	0.00%	60.50	56.75	6.6%	72.4%
НОВАТЭК	NVTK	2.98%	6.0%	6.00%	2,075	2,160	-3.9%	89.7%
Телекоммуникации								
	7.30%	13.0%	13.00%					
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	3.0%	6.00%	22.32	22.20	0.5%	31.3%
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	4.00%	43.70	43.85	-0.3%	22.1%
МТС	MBT	0.00%	5.0%	2.00%	39.80	39.50	0.8%	14.5%
Ростелеком	RTKM	1.41%	1.0%	1.00%	2.58	2.63	-2.1%	40.7%
Металлургия								
	14.75%	22.0%	22.00%					
ГМК Норильский никель	GMKN	12.35%	17.0%	17.00%	76.50	73.80	3.7%	40.6%
Северсталь	CHMF	0.95%	2.0%	2.00%	9.05	8.35	8.4%	40.5%
СГ "Мечел"	MTLR	1.29%	1.5%	1.50%	10.90	10.20	6.9%	81.7%
"Евраз-групп"	EVR LI	0.00%	1.5%	1.50%	17.27	15.94	8.3%	19.1%
Прочие								
	27.69%	13.0%	13.00%					
РАО ЕЭС России	EESR	4.41%	8.0%	8.00%	0.38	0.35	8.9%	33.2%
Сбербанк РФ	SBER	13.45%	5.0%	5.00%	958	918	4.4%	98.3%
Всего		100%				6.7%	66.5%	

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	
Нефть и газ														
Газпром	4.39	3.3	2.7	2.3	8.5	6.4	4.9	13.5	9.5	6.9	19.3	10.7	7.3	IFRS
Газпром, ADS	43.85	3.9	3.1	2.7	10.0	7.5	5.8	16.3	11.5	8.3	23.1	12.9	8.8	IFRS
ЛУКОЙЛ	61.29	1.4	1.0	1.1	6.9	4.9	5.7	10.9	7.1	8.6	11.1	6.9	6.7	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	1.9	1.2	1.1	4.2	3.3	3.4	7.3	5.7	5.9	5.8	5.0	6.4	RAS
Сургутнефтегаз	1.01	3.7	2.3	2.2	8.3	6.5	6.7	13.7	10.6	11.0	10.8	9.3	12.0	RAS
Сибнефть	4.30	1.9	1.4	1.5	5.3	4.8	5.9	8.2	5.6	7.2	7.6	7.7	7.1	US GAAP
Татнефть	2.61	1.1	0.7	0.8	5.4	3.8	5.8	9.6	5.7	10.3	6.2	4.6	5.2	US GAAP
Транснефть	1629.91	1.9	1.6	1.4	3.6	3.1	2.8	5.1	4.0	3.5	3.3	3.2	2.6	IFRS
ТНК-ВР	2.83	2.5	1.6	1.7	7.4	5.1	5.9	9.6	6.9	8.4	8.1	5.6	6.3	US GAAP
PetroKazakhstan	53.48	2.5	2.1	2.1	4.5	3.0	3.1	8.4	5.5	5.9	7.8	5.7	5.1	CDN GAAP
Nelson Resources	3.41	9.9	3.8	2.8	25.0	6.9	4.1	71.0	12.3	7.1	35.7	8.9	6.0	UK GAAP
Burren Energy	13.52	13.0	5.4	4.3	17.7	6.6	5.3	29.4	8.9	7.2	20.9	8.4	6.4	UK GAAP
Dragon Oil	3.26	15.7	5.7	4.1	21.3	6.7	4.8	33.1	9.2	8.3	25.4	7.6	6.9	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	47.90	4.5	3.4	3.0	8.3	6.6	5.4	15.4	12.9	10.2	9.2	8.0	6.3	US GAAP
АФК Система	23.40	2.4	1.9	1.6	5.6	4.4	3.5	26.2	14.1	10.9	5.7	4.8	3.8	US GAAP
Вымпелком	61.00	4.8	3.3	2.8	10.1	7.1	5.7	25.6	15.3	11.1	11.1	7.2	6.1	US GAAP
Ростелеком	2.18	1.8	1.7	1.8	5.4	5.0	5.7	12.6	9.7	11.5	7.0	5.0	5.1	IFRS
МГТС	16.11	3.4	2.9	2.3	9.4	8.2	6.2	15.8	21.4	12.2	9.4	9.4	6.8	US GAAP
Голден Телеком	43.00	1.8	1.6	1.4	6.2	4.8	4.3	17.1	12.8	11.1	7.7	7.0	6.5	US GAAP
РБК	5.80	7.5	3.6	2.8	28.3	12.0	8.0	53.6	23.8	14.3	41.4	23.2	11.9	IFRS
ЮТК	0.12	1.9	1.6	1.3	7.8	6.2	5.1	N.M.	N.M.	62.8	4.0	2.9	2.4	IFRS
Уралсвязьинформ	0.07	2.3	1.8	1.6	7.6	5.9	5.1	15.6	11.6	9.0	6.8	5.2	4.6	IFRS
ВолгаТелеком	5.94	2.1	1.7	1.5	6.7	5.0	4.4	11.5	10.1	5.7	5.7	5.1	4.1	IFRS
Сибирьтелеком	0.10	1.7	1.4	1.2	6.3	4.8	4.0	11.2	8.8	7.0	6.8	5.0	4.2	IFRS
С-З Телеком	0.91	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	0.56	1.7	1.4	1.3	8.5	5.5	4.6	N.M.	16.0	10.0	8.7	4.0	3.6	IFRS
Дальсвязь	2.96	1.1	0.9	0.8	6.3	3.6	2.8	7.6	7.9	5.7	10.5	6.4	3.6	IFRS
Башинформсвязь	0.13	1.4	1.2	1.0	5.1	3.2	2.8	9.7	4.7	4.0	5.6	3.6	3.2	RAS
Энергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.1	0.9	0.8	5.0	4.4	4.1	16.1	12.7	11.3	4.3	3.7	3.4	IFRS
Мосэнерго	0.09	1.2	1.0	0.9	7.3	7.6	6.9	25.6	32.8	26.3	7.4	6.6	6.8	IFRS
Металлы														
ГМК Норильский никель	102.00	2.3	2.5	2.6	4.8	5.6	6.4	8.8	9.4	10.7	6.4	5.9	8.1	IFRS
Северсталь	11.50	1.0	1.1	1.3	2.2	2.7	4.6	3.7	4.5	8.5	4.3	3.2	4.9	IFRS
НЛМК	1.51	1.3	1.5	1.7	2.4	3.5	4.7	4.2	6.0	8.1	4.7	4.3	5.6	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	1.29	1.1	1.2	1.4	3.5	3.9	5.9	4.9	5.6	9.5	6.0	2.4	4.9	IFRS
ЗСМК	136.00	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	200.00	3.2	2.5	2.0	10.7	7.3	4.7	15.6	10.6	6.5	24.9	17.2	7.4	US GAAP
Прочие														
Сбербанк РФ	765.00	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	95.0	26.3	17.7	3.6	3.1	2.7	IFRS
Пятерочка	20.00	2.7	1.8	1.2	26.5	16.7	11.3	39.0	25.8	17.5	26.9	20.7	14.0	IFRS
Седьмой континент	18.00	2.7	1.7	1.4	31.3	19.7	15.4	52.0	33.2	26.8	29.6	22.2	19.0	IFRS
Efes	32.10	2.5	2.0	1.7	10.4	9.3	7.8	28.2	23.8	18.0	14.4	13.0	10.6	IFRS
Балтика	28.30	4.5	4.1	3.6	17.5	15.5	14.1	29.0	24.3	23.1	16.8	14.7	16.0	IFRS
Лебедянский	63.00	3.2	2.5	2.1	10.7	8.7	7.8	22.0	16.1	12.8	24.4	16.9	12.5	IFRS
Вимм-Билль-Данн	19.80	0.9	0.7	0.7	10.4	9.9	7.7	34.2	37.6	19.6	10.5	6.8	5.3	US GAAP
Северсталь-Авто	20.10	0.9	0.7	0.7	7.1	5.1	4.6	17.5	11.4	9.3	9.2	6.8	4.2	IFRS
АвтоВАЗ	31.50	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, €	23.30	2.1	1.9	1.8	11.4	12.1	11.1	16.7	16.9	15.3	14.6	13.9	12.7	IFRS
Калина	32.20	1.7	1.4	1.2	9.1	7.9	7.1	17.4	13.3	12.0	12.8	16.5	13.5	US GAAP
НПК Иркут	N.A.	1.6	1.1	0.8	5.9	4.7	3.6	8.4	6.3	3.9	4.3	5.5	11.1	IFRS
ОМЗ	N.A.	0.5	0.5	0.5	14.7	14.8	15.4	N.M.	N.M.	N.M.	7.2	14.1	8.5	US GAAP
Аптека 36.6	19.90	1.3	0.9	0.7	15.0	12.2	9.9	N.M.	40.4	24.1	33.9	42.2	20.3	US GAAP

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" на минувшей неделе практически повторил динамику рынка, повысившись на 4.46% на фоне роста индекса РТС на 4.58%.

Несмотря на резкий рост курсовой стоимости акций отдельных энергетических и телекоммуникационных компаний (котировки акций Башкирэнерго подскочили на 41%, а Дальсвязи и Костромской ГЭС – на 13.1% и 10.7% соответственно), почти все остальные бумаги остались в стороне от внимания инвесторов, как это нередко случается во время ралли "голубых фишек".

Изменения в портфеле

На этой неделе мы включаем в состав портфеля акции Highland Gold. Несмотря на неважные финансовые результаты за первое полугодие 2005 года, опубликованные на минувшей неделе, есть основания полагать, что операционные проблемы Highland Gold подходят к концу, и в настоящее время компания представляется нам недооцененной.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 23/09, \$	Цена 16/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
ТНК	TNKO	8.0%	8.0%	6.95	6.50	6.9%	132.4%
РИТЭК	RITK	8.0%	8.0%	6.10	6.05	0.8%	57.2%
Nelson Resources	NLG CN	8.0%	8.0%	2.56	2.47	3.6%	13.7%
Dragon Oil	DGO LN	0.0%	0.0%	3.27	3.10	5.5%	153.2%
Sibir Energy	SBE LN	7.0%	8.0%	5.94	5.91	0.6%	49.5%
ВолгаТелеком	NNSI	7.0%	8.0%	4.03	4.19	-3.8%	25.5%
Центртелеком	ESMO	7.0%	8.0%	0.41	0.42	-1.7%	41.9%
МГТС	MGTS	7.0%	8.0%	16.50	16.55	-0.3%	37.5%
Дальсвязь	ESPK	6.0%	6.0%	2.07	1.83	13.1%	107.0%
Иркутскэнерго	IRGZ	6.0%	6.0%	0.39	0.40	-2.5%	87.1%
Башкирэнерго	BEGY	5.0%	6.0%	0.55	0.39	41.0%	77.4%
Костромская ГЭС	KSGS	5.0%	5.0%	0.25	0.22	10.7%	83.7%
Северсталь-Авто	SVAV	6.0%	6.0%	17.92	17.25	3.9%	13.8%
Пятерочка	FIVE LI	5.0%	5.0%	18.93	19.30	-1.9%	45.6%
Лебедянский	LEKZ	5.0%	5.0%	57.50	57.25	0.4%	47.4%
ВСМПО	VSMO	5.0%	5.0%	152.50	152.00	0.3%	50.1%
Highland Gold	HGM LN	5.0%	0.0%	3.88	3.52	10.2%	5.2%
Всего		100%			4.46%	98.4%	

DRAGON OIL
ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2005 ГОДА ПО UK GAAP СООТВЕТСТВУЮТ НАШИМ ПРОГНОЗАМ

Тикер	DGO LN
Рекомендация	Держать
Цена, \$	3.15
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	3.09
Потенциал роста/снижения	-6%

Вчера компания Dragon Oil обнародовала финансовые показатели за первое полугодие 2005 года по UK GAAP, которые в целом соответствовали нашим прогнозам на весь этот год.

Динамика котировок акций


Выручка составила \$113 млн., повысившись на 224% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Показатель EBITDA составил \$90.8 млн., а чистая прибыль – \$49.6, повысившись на 303% и на 225% соответственно. Рост основных показателей был вполне прогнозируемым, учитывая рост чистой (относительной на счет компании) добычи нефти на 112% по сравнению с первым полугодием 2004 года до 14 тыс. брр. в сутки (валовой объем – 19.53 тыс. брр. в сутки) и повышение средних цен на нефть сорта Brent на 47% до \$49.6/брр.

Показатели первого полугодия 2005 года соответствуют нашим прогнозам на весь 2005 год (выручка в размере \$269 млн., операционная прибыль – \$198 млн. и чистая прибыль – \$178 млн.), учитывая, что значительное повышение цен на нефть во втором полугодии (цена нефти Brent в III квартале 2005 года составила \$61.4/брр. по сравнению с \$49.6/брр. в первом полугодии), а также увеличение объемов добычи должны привести к значительному росту выручки и прибыли во второй половине года.

Средняя отпускная цена за баррель нефти для компании в первом полугодии составила \$43.6, что на \$6.04/брр. ниже цены сорта Brent, тогда как в первом полугодии 2004 года дисконт составлял \$2.1/брр. Это изменение связано с тем, что за отчетный период компания была вынуждена отправлять более значительную часть нефти по Бакинскому маршруту (53% общего объема добычи против 25% в первом полугодии 2004 года), на котором чистая выручка компании ниже, чем выручка от своп-сделок с иранской нефтью.

Капитализация и данные об акциях	
Рын. кап., \$ млн.	1,583
Чистый долг, \$ млн.	-124
EV, \$ млн.	1,459
Кол-во акций, млн.	503
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	48%

Мы отмечаем, что расходы по иранским своп-сделкам отражаются отдельно по статье операционных затрат, тогда как при отгрузке нефти через Баку дисконт включает подразумеваемые расходы на транспортировку. Таким образом, заявленная в отчетности чистая выручка от реализации нефти по Бакинскому маршруту представляется менее привлекательной, чем на самом деле.

UK GAAP, \$ млн.	2004	2005П	2006П
Выручка	97	269	373
EBITDA	72	223	315
Чистая прибыль (скорректированная)*	50	130	185
Операционный денежный поток	65	184	226
Оценка стоимости			
EV/EBITDA	20.4	6.5	4.6
P/E	31.8	12.2	8.6
P/CF	24.4	8.6	7.0

Операционные затраты незначительно превысили ожидаемый уровень и составили \$18.8 млн. в первом полугодии (прогноз на весь 2005 год – \$35.3 млн.). Следует также отметить, что в первом полугодии Dragon Oil выделила резерв на уплату налогов в размере \$22 млн. Это свидетельствует о том, что возможности переноса убытка прошлых периодов для сокращения налогов полностью исчерпаны и компании придется начать платить налог на прибыль позднее в 2005 году, как мы и ожидали.

Компания завершила отчетный период с положительным свободным денежным потоком – операционный денежный поток составил \$87 млн. (прогноз на весь этот год – \$217 млн.), а капитальные вложения – \$51 млн. (прогноз на весь год – \$130 млн.). Баланс чистых денежных средств составил \$162.9 млн., включая средства от продажи акций в размере \$156.2 млн. и валовой долг в размере \$32.1 млн.

Несмотря на то, что капвложения в первом полугодии находились на относительно низком уровне, мы считаем, что наш прогноз на весь 2005 год остается реальным. Дело в том, что во втором полугодии 2005 года Dragon Oil кроме обычных буровых работ будет вынуждена оплатить значительную часть контрактов, заключенных в первом полугодии 2005 года. В частности – на строительство новой эксплуатационной платформы LAM A и новой береговой перерабатывающей установки пропускной способностью в 50 тыс. брр. в сутки, которые необходимы для достижения среднего уровня валовой добычи Dragon Oil в размере 40 тыс. брр. в сутки к 2008-2009 годам.

Основные показатели первого полугодия 2005 года по UK GAP

\$ млн.	1 пг. 04	1 пг. 05	Изм.	2005П, "Атон"
Добыча, млн. брр. (валовая)	2.0	3.5	79%	7.5
Добыча, млн. брр. (чистая)	1.2	2.5	112%	5.4
Цена Brent, \$/брр.	33.7	49.6	47%	55.0
Выручка	35	113	224%	269
Совокупные операционные затраты (без учета амортизации)	12	22	79%	41
EBITDA	23	91	303%	228
Операционная прибыль	17	78	346%	198
Балансовая прибыль	15	71	368%	190
Чистая прибыль (без учета одноразовых статей)	15	50	225%	178
Операционный денежный поток	23	87	272%	217
Капвложения	33	51	54%	130
Рентабельность EBITDA	65%	80%	16%	85%
Чистая рентабельность	44%	44%	0%	66%
Рентабельность операционного денежного потока	67%	77%	10%	81%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Компания также заявила о намерении продолжать программу восстановления существующих скважин и бурения новых скважин с использованием платформы LAM-10, но не дала конкретного прогноза роста добычи в среднесрочной перспективе. Компания заявила, что с начала 2005 года она ввела в строй новые производственные мощности, с первичным совокупным дебитом в размере 4.15 тыс. брр. в сутки, хотя тот факт, что среднесуточный объем добычи Dragon Oil за первое полугодие 2005 года мало отличался от показателя на конец 2004 года, в очередной раз подчеркивает резкое снижение добычи на скважинах Челекенского блока.

Мы отмечаем, что наш прогноз среднесуточного объема валовой добычи Dragon Oil на 2005 год недавно был понижен с 23.5 тыс. брр. в сутки до 20.4 тыс. брр. в сутки, и показатели добычи в первом полугодии и ожидаемая динамика добычи подтверждают обоснованность наших оценок. К настоящему времени завершилась программа трехмерной сейсмической разведки, и часть предварительных данных уже используется при выборе мест для бурения; полная интерпретация данных разведки ожидается в I квартале 2006 года.

Независимо от вышесказанного, мы отмечаем, что с 1 января 2005 года компания Dragon Oil повысила долгосрочный прогноз цен на нефть (сорта Brent), используемый при оценке запасов компании и расчете амортизации с \$25/брр. до \$30/брр. Мы считаем, что это может привести к понижению размера запасов на конец 2005 года, так как доля компании в будущей добыче и, следовательно, в запасах, имеет обратную зависимость от цен на нефть, в соответствии с условиями соглашения о разделе продукции. В прошлом году повышение долгосрочного прогноза цен на нефть с \$18/брр. до \$25/брр. привело к снижению запасов категории 2P на 11% до 315 млн. брр.

В заключение еще раз отметим, что обнародованные показатели компании соответствуют нашему прогнозу на весь 2005 год. Все показатели рентабельности совпали с нашими ожиданиями на весь этот год, объем добычи соответствовал нашему пониженному прогнозу; возможные последствия повышения цены нефти на расчетный размер запасов также не были неожиданными.

Мы несколько скорректировали наш прогноз финансовых показателей и прогнозируемую цену на конец года с учетом фактических показателей первого полугодия 2005 года. Снижение прогноза чистой прибыли на весь 2005 год и, в меньшей степени, операционного денежного потока, связано с более ранним, чем ожидалось, истощением возможности сокращения налога на прибыль в счет убытка прошлых периодов.

Прогноз финансовых показателей Dragon Oil

\$ млн.	Предыдущий		Новый		Изм.	
	2005П	2006П	2005П	2006П	2005П	2006П
Выручка	269	373	269	373	0%	0%
ЕВITDA	228	319	223	315	-2%	-1%
Чистая прибыль	178	198	130	185	-27%	-7%
Операционный денежный поток	217	238	184	226	-15%	-5%
Капвложения (без учета поглощений)	130	168	130	168	0%	0%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы по-прежнему рекомендуем "Держать" акции Dragon Oil, новая прогнозируемая цена – \$3.09 (GBP1.67), что на 6% ниже вчерашней цены закрытия.

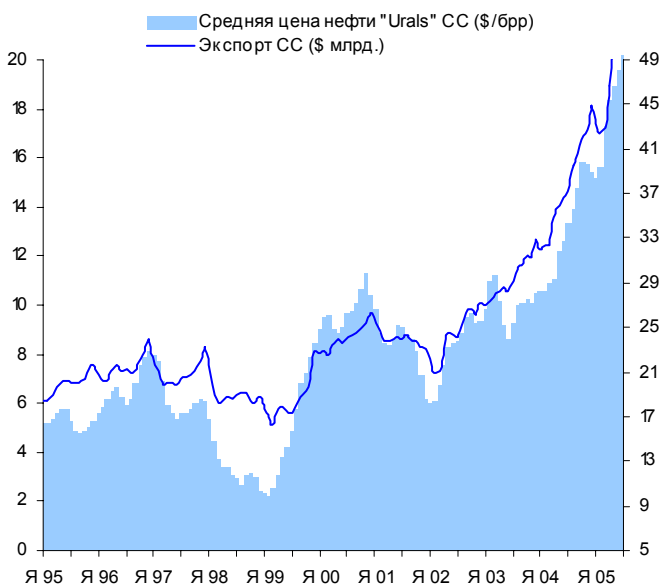
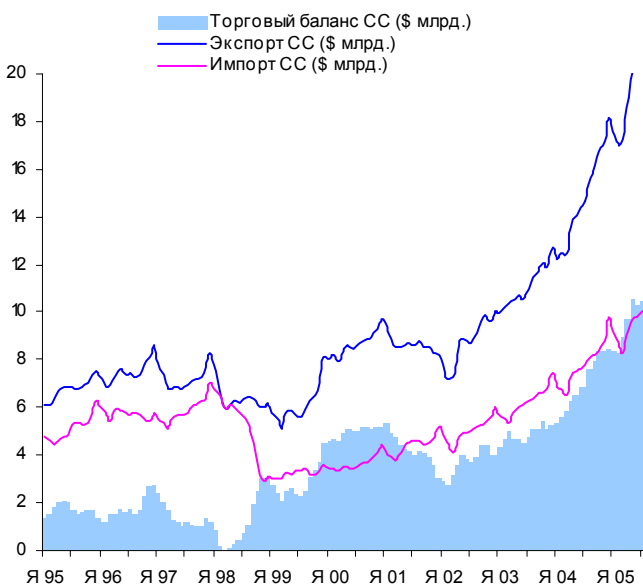
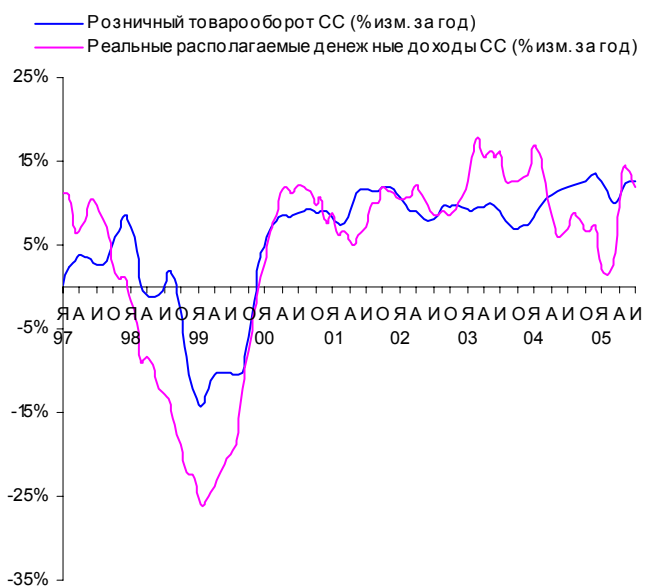
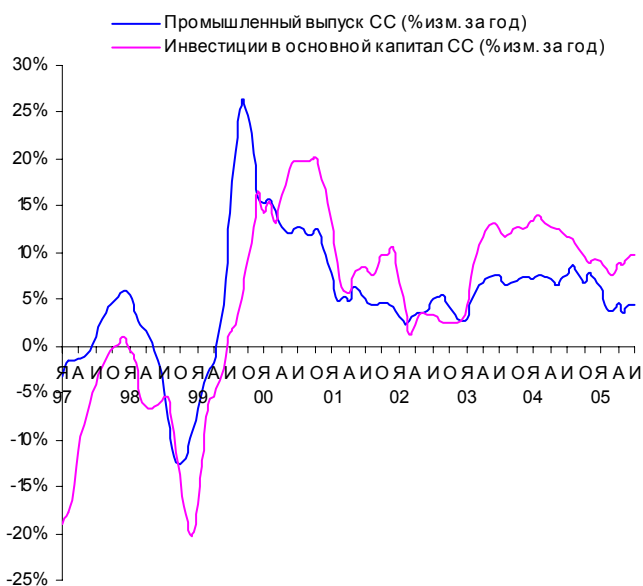
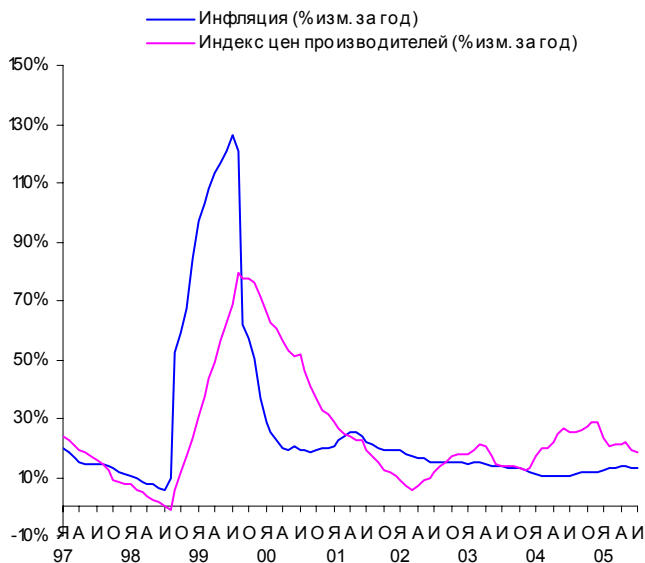
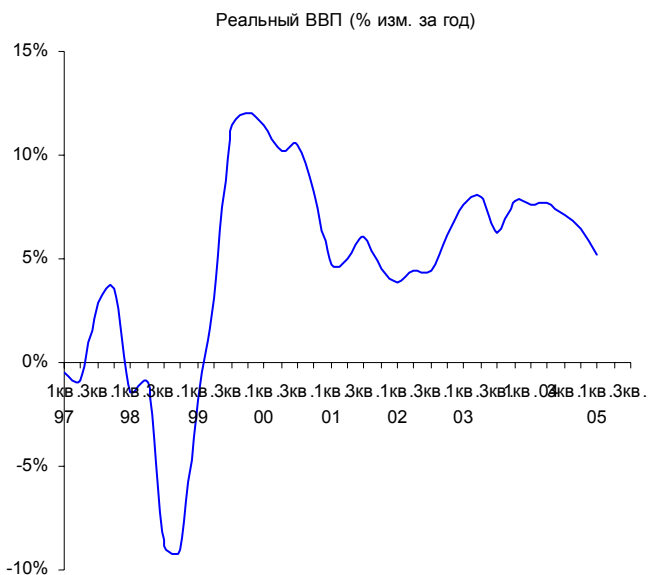
Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

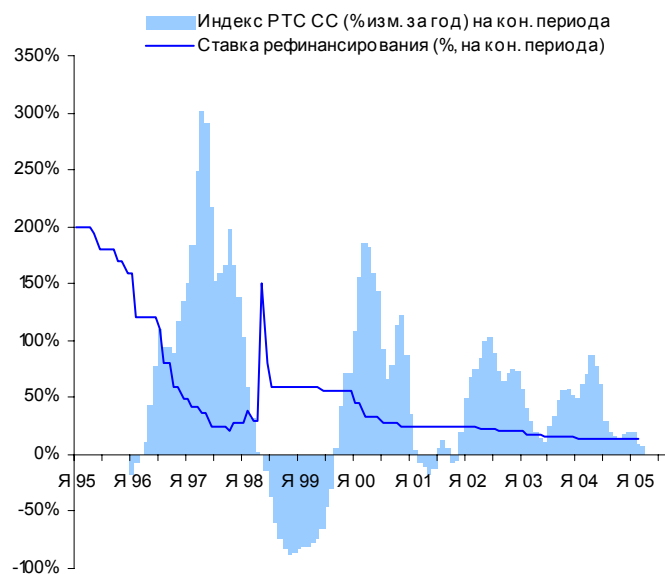
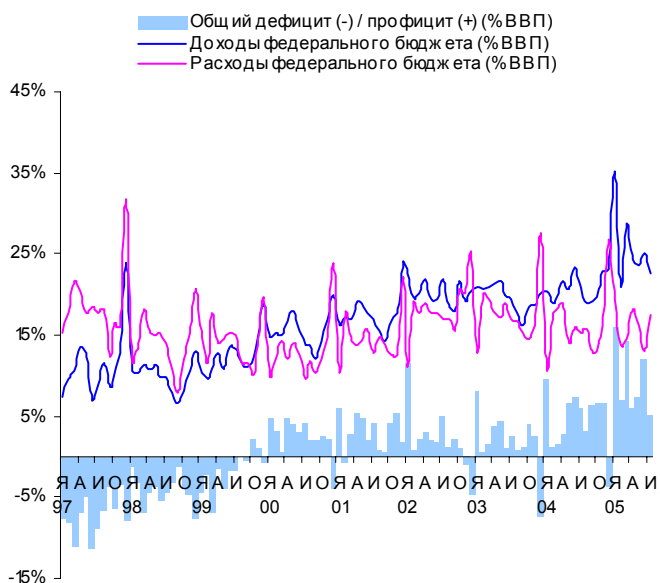
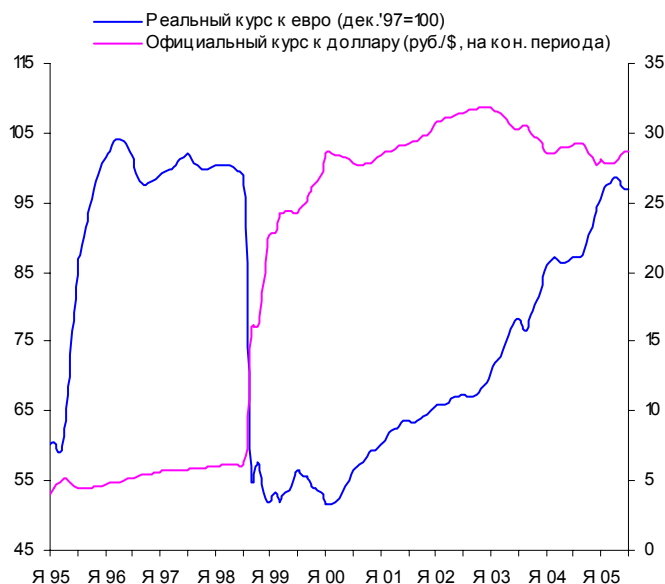
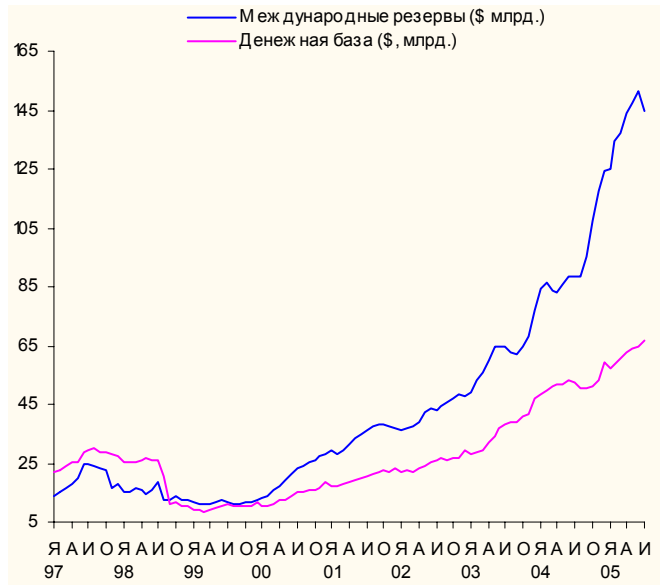
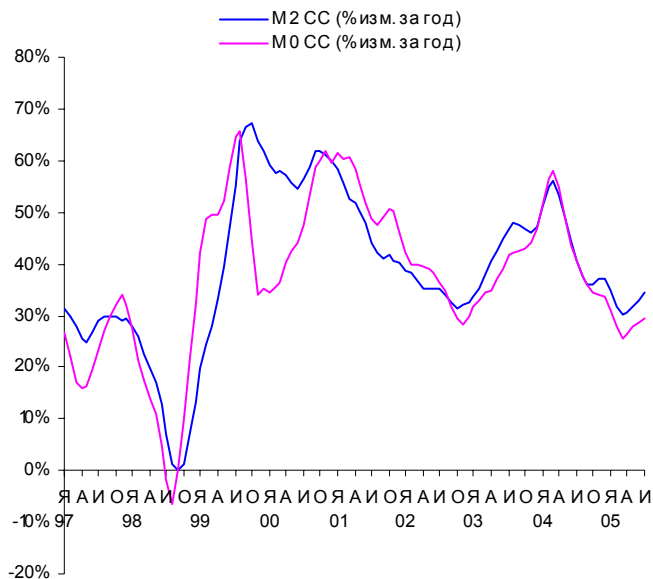
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2000	2001	2002	2003	2004	2005 П	2006 П	1кв-03	2кв-03	3кв-03	4кв-03	1кв-04	2кв-04	3кв-04	4кв-04	1кв-05	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-05
	Номинальный ВВП (млрд. руб.)	7305.6	8943.6	10817.5	13243.3	16751.5	19799.0	22947.0	2850.7	3107.8	3629.8	3655.0	3485.5	3912.6	4634.3	4710.0	4364.9	1480.0	1610.0	1540.0	1442.2	1520.9	1295.0	1410.0	1553.0	1610.0	1608.0	1657.0	1822.0
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			п.а.		
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	9.7	6.1	4.6	12.5	4.6	2.1	5.1	4.0	5.0	1.4	6.9	4.9	3.4
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	11.7	8.8	7.8	10.2	10.0	7.0	7.8	8.0	11.0	6.8	11.0	11.2	9.8
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	12.3	13.0	13.8	14.0	10.0	10.2	9.9	12.2	13.3	12.5	11.8	12.2
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	7.7	6.7	5.4	8.0	8.7	-10.3	6.0	11.9	12.8	17.9	10.6	7.5	8.1
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	11.6	10.9	4.6	4.3	6.3	5.3	7.5	6.5	9.6	8.7	7.5	9.0	9.3
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	235.2	236.7	237.6	246.4	315.3	251.3	269.4	284.1	292.4	292.0	303.7	302.5	300.7
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	7.3	7.7	8.0	8.3	8.5	8.6	8.7	8.3	7.9	8.0	7.5	6.8	6.4
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	11.3	11.5	11.6	11.7	11.7	12.6	12.8	13.3	13.4	13.6	13.3	12.9	12.3
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	0.4	0.4	1.1	1.1	1.1	2.6	1.2	1.3	1.1	0.8	0.6	0.5	-0.1
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	25.5	26.2	27.1	28.9	28.4	23.0	20.5	21.4	21.2	21.9	19.0	18.2	18.8
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	1.5	2.0	1.9	1.9	0.2	-0.2	1.3	2.5	2.5	2.7	0.1	0.5	2.0
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	16.8	16.3	17.2	17.9	19.4	15.0	16.6	20.1	20.2	20.4	19.8	21.5	п.а.
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	8.2	8.2	8.8	9.3	11.1	6.7	8.2	9.9	9.7	9.6	10.1	10.6	п.а.
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	8.5	8.1	8.4	8.5	8.3	8.3	8.4	10.2	10.5	10.8	9.7	10.9	п.а.
Цена нефти «Urals», СИФ, (\$/бэр, на кон. периода)	21.4	19.2	29.0	28.8	37.3	п.а.	п.а.	26.0	25.7	26.8	28.8	28.9	31.1	40.0	37.3	47.6	35.1	40.0	42.2	40.8	37.3	41.0	41.7	47.6	46.0	46.7	51.0	55.9	п.а.
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	39.0	38.4	42.5	38.3	36.3	40.6	41.2	47.4	47.7	45.2	51.4	54.5	п.а.
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	281.1	310.1	319.4	330.7	351.2	456.9	293.1	446.4	390.7	379.7	416.3	412.8	434.8
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	п.а.	19.0	19.3	20.7	22.9	23.1	35.3	20.8	28.7	24.3	23.6	25.1	22.7	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	232.7	206.3	216.8	234.5	406.8	250.7	194.8	225.5	294.6	262.8	216.2	318.6	303.4
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	п.а.	15.7	12.8	14.1	16.3	26.7	19.4	13.8	14.5	18.3	16.3	13.0	17.5	15.7
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	п.а.	5.7	7.9	6.9	6.9	-2.5	17.1	9.5	16.0	6.1	7.8	12.9	5.9	8.6
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	п.а.	3.3	6.4	6.7	6.7	-3.7	15.9	7.0	14.2	6.0	7.3	12.1	5.2	6.8
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	1470.4	1470.2	1465.8	1503.0	1644.6	1608.2	1630.1	1687.5	1744.8	1797.6	1858.8	1902.7	п.а.
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	88.7	95.1	107.3	117.4	124.5	124.9	134.2	137.4	144.3	147.4	151.6	144.6	п.а.
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	1290.6	1293.7	1310.3	1332.7	1534.8	1425.2	1444.1	1481.7	1565.8	1582.3	1650.7	1701.8	п.а.
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	33.6	35.2	34.3	33.0	33.8	26.1	24.1	27.1	27.3	29.6	29.4	29.4	п.а.
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	3657.9	3727.5	3798.1	3939.9	4363.3	4190.3	4311.4	4474.6	4586.8	4688.6	4927.4	4985.8	п.а.
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	35.2	35.4	37.5	38.5	35.8	30.4	29.3	30.8	31.7	33.0	33.6	37.2	п.а.
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	Авг-04	Сен-04	Окт-04	Ноя-04	Дек-04	Янв-05	Фев-05	Мар-05	Апр-05	Май-05	Июн-05	Июл-05	Авг-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	29.24	29.22	28.77	28.24	27.75	28.08	27.77	27.83	27.77	28.09	28.67	28.63	28.55
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	29.22	29.22	29.07	28.59	27.90	28.01	28.00	27.63	27.81	27.95	28.50	28.69	28.48
Официальный курс руб./€ (на кон. периода)	26.1	26.5	33.1	36.8	37.8</																								

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/Va2	19/11/2005	10.75	100.73	100.81	5.69		10.67	189	126	0.15	0.15
Альфа Банк 06	\$190	B/Va2	13/4/2006	8.00	101.30	101.65	5.27		7.88	134	86	0.52	0.53
Альфа Банк 07	\$150	B/Va2	9/2/2007	7.75	101.75	102.25	6.21		7.60	249	190	1.27	1.29
Альфа Банк 08	\$250	B/Va2	2/7/2008	7.75	102.57	103.07	6.60		7.54	288	231	2.40	2.47
МДМ Банк 05	\$125	B/Va2	16/12/2005	10.75	101.22	101.33	5.11		10.61	129	66	0.22	0.23
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	101.99	102.34	6.12		9.05	226	175	0.67	0.68
Уралсиб 06	\$140	B-/n.r.	6/7/2006	8.875	102.25	102.60	5.67		8.66	180	129	0.74	0.75
Роснефть 06	\$150	B-/Baa3	20/11/2006	12.75	108.49	108.73	5.01		11.74	119	63	1.04	1.13
МДМ Банк 06	\$200	B/Va2	23/9/2006	9.375	103.65	104.00	5.40		9.03	157	103	0.90	0.94
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B3/BB-	25/9/2006	8.875	102.80	103.30	5.68		8.61	185	131	0.93	0.96
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	103.52	104.52	5.92		8.65	218	159	1.26	1.31
НОМОС 07	\$125	n.r./B1	13/2/2007	9.125	103.21	103.71	6.48		8.82	277	218	1.27	1.31
Сибнефть 07	\$400	B+/Baa3	13/2/2007	11.50	108.02	108.37	5.30		10.63	154	95	1.26	1.37
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	103.44	103.94	6.37		8.99	267	207	1.37	1.42
Рус.Станд 07	\$300	B+/Baa2	14/4/2007	8.750	103.04	103.54	6.49		8.66	282	221	1.38	1.42
Газпром 07	\$500	BB-/Baa2/BB+	25/4/2007	9.125	106.29	106.53	4.89		8.58	115	53	1.42	1.51
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Baa2	28/9/2007	7.800	102.06	102.56	6.56		7.62	288	229	1.76	1.80
ТНК 07	\$700	BB/Baa2	6/11/2007	11.00	111.34	111.69	5.19		9.86	145	86	1.82	2.03
МТС 08	\$400	BB-/Baa3	30/1/2008	9.75	108.22	108.57	5.88		8.99	214	157	2.05	2.23
ХКФ 08	\$150	B-/Baa3	4/2/2008	9.125	103.55	104.05	7.34		8.79	368	310	2.06	2.14
ХКФ 08II	\$275	B-/Baa3	30/6/2008	8.625	102.84	103.34	7.36		8.37	368	312	2.36	2.44
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	102.57	103.07	7.34		8.39	368	310	2.14	2.20
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	108.83	109.18	6.38		9.40	266	209	2.14	2.33
Рус.Станд 08	\$300	B+/Baa2	21/4/2008	8.125	102.71	103.21	6.85		7.89	315	258	2.20	2.27
Алроса 08	\$500	B/Baa3	6/5/2008	8.125	107.04	107.54	5.12		7.57	133	77	2.27	2.43
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	103.11	103.46	7.12		8.23	343	286	2.27	2.34
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	98.15	98.50	5.03		4.45	124	68	2.52	2.47
ПСБ 08	\$300	n.r./Ba1/B+	29/7/2008	6.875	102.77	103.27	5.52		6.67	175	118	2.52	2.60
РБР 08	\$170	BB+/Baa3	11/8/2008	6.500	102.49	102.99	5.45		6.33	168	112	2.56	2.63
ММК 08	\$300	BB-/Baa3	21/10/2008	8.000	104.72	105.07	6.23		7.63	248	192	2.60	2.72
Газпромбанк 08	\$1050	B+/Baa2	30/10/2008	7.250	104.48	104.83	5.59		6.93	182	126	2.66	2.78
Внешторгбанк 08	\$550	BB+/Baa2	11/12/2008	6.875	105.03	105.38	5.10		6.53	130	74	2.79	2.93
Сибнефть 09	\$500	B+/Baa3	15/1/2009	10.75	114.91	115.41	5.66		9.33	189	133	2.74	3.16
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	105.11	105.61	6.84		8.19	312	256	2.89	3.04
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	111.03	111.53	6.54		8.99	280	224	3.02	3.36
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B3/BB-	3/8/2009	10.875	113.00	113.50	6.90		9.60	319	262	3.11	3.52
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa2	28/9/2009	8.000	107.49	107.99	5.81		7.43	205	147	3.27	3.52
Норникель 09	\$500	BB/Baa2	30/9/2009	7.125	103.20	103.70	6.14		6.89	240	182	3.31	3.43
Газпром 09	\$700	BB-/Baa2/BB+	21/10/2009	10.50	118.91	119.41	5.22		8.81	144	86	3.23	3.85
Росбанк 09	\$225	n.r./Baa3/B+	24/9/2009	9.75	105.85	106.35	6.76		9.19	311	254	1.90	2.02
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	104.26	104.76	6.75		7.65	305	245	3.43	3.59
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB-/Baa2	4/2/2010	6.315	103.53	104.03	5.33		6.08	157	96	3.71	3.85
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./Baa2	11/2/2010	6.230	102.24	102.74	5.58		6.08	183	122	3.73	3.82
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa2/B+	29/9/2010	6.200	99.40	99.90	6.25		6.22	249	186	4.20	4.19
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	104.84	105.34	6.64		7.61	294	233	3.60	3.78
МТС 10	\$400	BB-/Baa3	14/10/2010	8.375	108.40	108.90	6.35		7.71	262	196	3.95	4.29
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa2	26/11/2010	7.375	106.28	106.78	5.89		6.92	214	147	4.15	4.42
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	108.30	108.80	6.93		8.18	322	254	4.16	4.52
Внешторгбанк 11	\$450	BB+/Baa2	12/10/2011	7.500	110.02	110.52	5.48		6.80	164	94	4.69	5.18
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	106.79	107.29	6.93		7.82	316	246	4.56	4.88
МТС 12	\$400	BB-/Baa3	28/1/2012	8.000	106.70	107.20	6.64		7.48	282	212	4.86	5.20
Газпром 13	\$1750	BB-/Baa2/BB+	1/3/2013	9.625	123.79	124.29	5.63		7.76	167	95	5.45	6.76
Газпром 13а	\$646	BB-/Baa2/BB+	22/7/2013	5.625	100.80	101.30	5.29		5.57	103	85	3.12	3.15
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	110.35	110.85	7.55		8.36	361	284	5.73	6.33
Алроса 14	\$300	B/Baa3	17/11/2014	8.875	118.00	119.00	6.19		7.49	217	136	6.25	7.40
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	104.18	105.18	7.03		7.36	302	215	6.75	7.07
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB-	1/2/2020	7.201	109.68	110.18	5.24		6.55	125	47	4.84	5.32
Газпром 34	\$1200	BB-/Baa2/BB+	28/4/2034	8.625	130.31	131.31	6.29		6.59	199	47	12.01	15.71
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BB+/Baa2	2/7/1935	6.250	103.37	103.87	5.76		6.03	168	80	7.11	7.36
Газпромбанк 05	€200	B+/Baa2	4/10/2005	9.750	100.14	100.15	5.01		9.74	295		0.03	0.03
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	104.75	105.00	2.60		10.44	47		0.58	0.60
Газпром 10	€1000	BB-/Baa2/BB+	27/9/2010	7.80	118.36	118.86	3.67		6.58	117		4.00	4.75
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/2011	6.45	114.54	115.04	3.68		5.62	106		4.84	5.56
Газпром 15	€1000	BB-/Baa2/BB+	1/6/2015	5.88	111.00	111.50	4.43		5.28	156		7.27	8.09
Суверенные еврооблигации													
Россия 2007	\$2400	BBB-/Baa3	26/6/2007	10.00	109.23	109.48	4.41		9.14	66		1.57	1.72
Россия 2010	\$2820	BBB-/Baa3	31/3/2010	8.25	108.71	109.21	4.40		7.57	59		2.17	2.14
Россия 2018	\$3466	BBB-/Baa3	24/7/2018	11.00	152.73	153.33	5.26		7.19	106		7.86	12.02

Рынок внутреннего долга

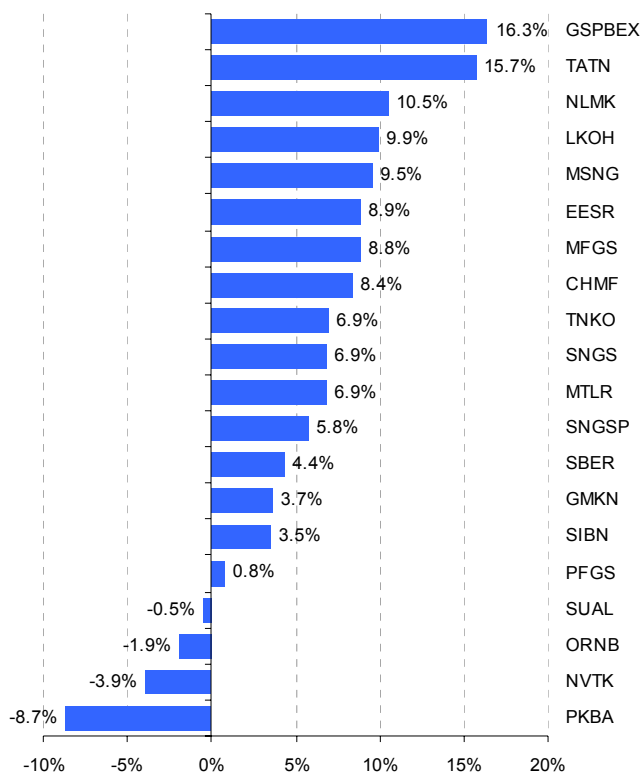
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	101.10	101.34	101.10	2,326.30	8.28	41	363	0.71	0.72
Апроса-19	3,000	23/10/2005		16.00	100.81	100.90	100.81	523.93	6.18	127	522	0.08	0.08
Балтика	1,000	20/11/2007		8.75	102.50	104.00	103.01	2.06	7.34	(1)	147	1.90	1.95
ВолгаТел	1,000	21/2/2006		15.00	102.35	102.65	102.50	15,546.18	7.02	71	319	0.39	0.40
ВТБ-3	2,000	26/2/2006		15.50	103.00	103.50	103.90	-	4.38	(6)	52	0.41	0.43
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	-	-	99.80	-	6.07	0	200	0.49	0.49
Вымпелком	3,000	16/5/2006		9.90	101.72	102.33	102.15	-	6.53	(1)	213	0.60	0.62
Газпром-2	5,000	3/11/2005		15.00	101.00	101.30	101.00	10.10	6.27	712	503	0.11	0.11
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	102.10	102.70	102.45	5,175.57	6.24	20	33	1.23	1.26
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	105.05	105.15	105.05	945.99	6.98	1	43	3.64	3.82
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	102.00	-	102.50	1,025.00	6.36	8	52	1.82	1.86
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.70	101.85	101.70	305.02	6.49	2	61	1.93	1.97
МГТС-4*	1,500	22/4/2009	26/4/2006	10.00	101.80	102.28	102.30	-	6.06	(2)	234	0.55	0.56
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.20	-	8.05	0	254	1.09	1.09
РАО ЕЭС	3,000	21/10/2005		15.00	100.60	104.50	100.85	-	4.09	(34)	318	0.08	0.08
РЖД-1	4,000	7/12/2005		6.59	100.35	100.40	100.20	-	5.63	(1)	355	0.20	0.20
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	102.65	-	102.55	-	6.59	(0)	69	1.96	2.01
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.92	104.98	104.98	6,079.60	7.06	(1)	59	3.44	3.61
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	101.30	101.55	101.55	2,031.00	7.11	(17)	139	1.49	1.52
РусСтанд-2	1,000	14/6/2006		14.00	104.00	104.70	104.00	2.09	8.37	139	379	0.67	0.69
РусСтанд-3*	2,000	22/8/2007	1/9/2006	8.40	100.60	-	100.79	-	7.65	(0)	272	0.89	0.89
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	105.30	-	105.50	-	6.67	(2)	160	0.84	0.88
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	106.01	106.35	106.20	1,062.00	8.35	4	192	3.27	3.47
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	102.50	100.00	2.02	8.25	76	256	1.59	1.59
Сибтлк-3	1,530	14/7/2006		14.50	105.70	105.84	105.70	6,352.06	7.21	4	243	0.75	0.79
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	107.90	108.15	107.90	15,299.00	7.81	11	222	1.56	1.68
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	103.30	103.50	103.27	1.03	7.93	4	189	2.20	2.27
ПятерочкаФ	1,500	12/5/2010		11.45	102.45	111.75	111.00	555.00	8.81	6	231	3.69	4.10
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	102.85	103.15	102.85	2,262.70	7.78	20	318	0.68	0.70
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	110.25	110.90	110.90	1,113.50	5.42	64	-52	1.06	1.17
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	105.71	105.84	105.70	5,287.40	7.06	(1)	225	0.76	0.80
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	104.55	104.90	104.75	-	7.65	(0)	180	1.82	1.91
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	103.47	103.60	103.60	28,278.60	7.76	(63)	170	2.18	2.26
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	-	-	104.10	-	6.90	(0)	99	1.97	2.06
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	104.30	104.50	104.40	10,440.00	7.75	(45)	271	0.92	0.96
ЦТК-4	5,622	21/8/2009	16/2/2006	13.80	118.40	118.75	118.40	26,285.47	8.37	(12)	205	3.06	3.62
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	105.00	105.14	105.00	1,302.09	8.98	20	361	0.91	0.95
ЮТК-2*	1,500	7/2/2007	8/2/2006	12.00	101.15	101.25	101.15	6,740.87	8.99	20	521	0.36	0.37
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	101.91	101.98	101.98	19,169.18	8.77	(7)	458	0.51	0.52
Субфедеральные облигации													
МГор 28	4,000	25/12/2005		15.00	-	-	103.25	-	2.33	(13)	-20	0.25	0.26
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	103.38	103.40	103.40	117,856.00	4.91	(2)	44	0.65	0.67
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	103.56	103.85	103.60	-	5.09	(2)	46	0.71	0.74
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	-	-	104.60	-	5.37	(1)	-10	0.93	0.98
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	111.87	112.18	111.94	96,962.07	5.13	2	-79	1.15	1.28
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	107.05	107.15	107.05	11,685.50	5.63	(18)	-8	1.52	1.63
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	107.00	107.80	107.36	-	5.91	(1)	16	1.71	1.83
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	108.00	108.10	108.10	44,970.34	5.99	(6)	15	1.87	2.02
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	109.75	110.00	109.75	5,559.14	6.12	6	1	2.32	2.54
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	111.00	111.25	111.00	4,451.11	6.29	8	10	2.72	3.01
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	110.25	110.60	110.50	1.11	6.79	(6)	3	3.84	4.25
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	114.10	114.45	114.45	13,721.50	6.80	(12)	6	4.07	4.66
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	111.53	111.69	111.69	205,519.52	6.93	(5)	17	6.05	6.76
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	107.90	108.25	108.10	-	6.52	(1)	76	1.71	1.85
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	112.80	113.42	113.35	38,208.78	6.94	(10)	74	2.95	3.35
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.30	107.45	107.35	294,140.15	7.04	(4)	60	2.27	2.43

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

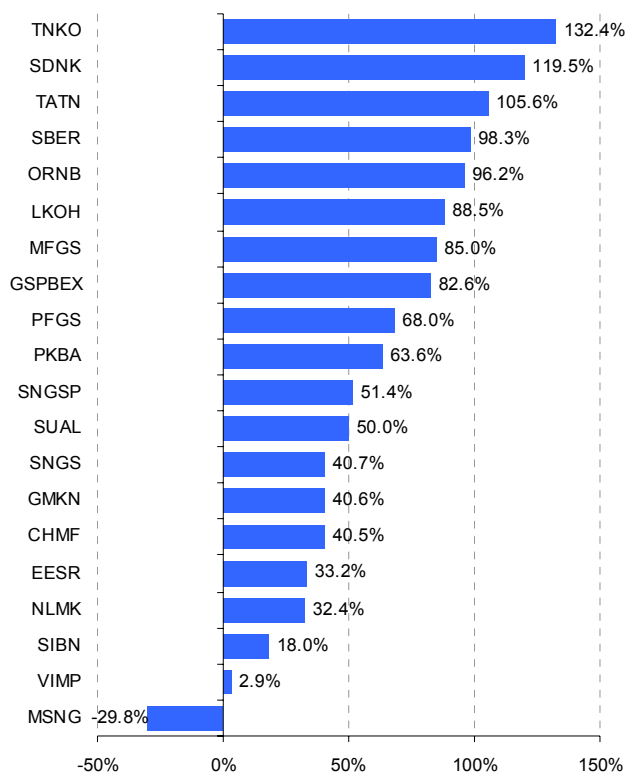
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

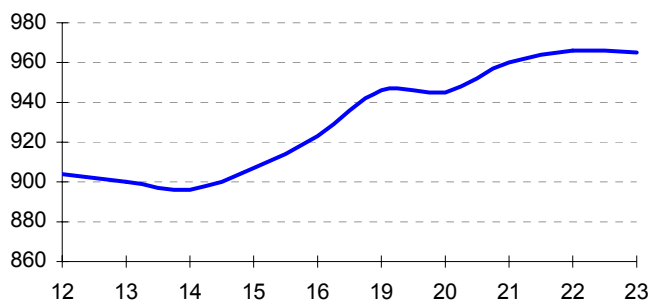
20 лидеров рынка – динамика за неделю



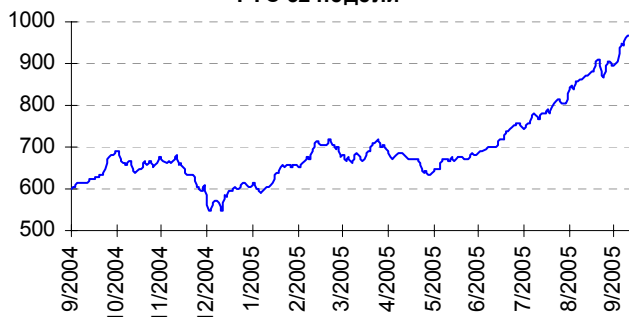
20 лидеров рынка – динамика в 2005 году



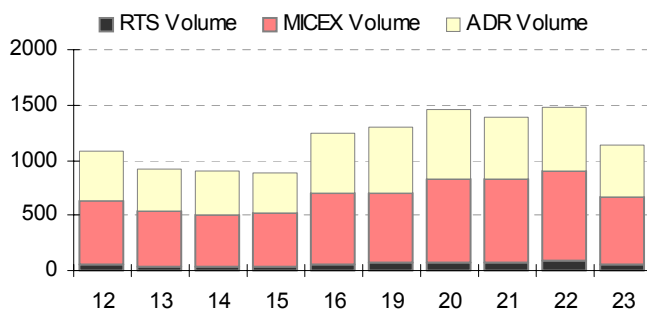
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)



10 наиболее ликвидных акций РТС

Компания	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	16.32	1651.3
ЛУКОЙЛ	9.89	114.3
РАО ЕЭС России	8.90	46.1
ГМК Норильский никель	3.66	31.7
Сургутнефтегаз, прив.	5.77	23.9
Транснефть, прив.	3.03	22.2
Сургутнефтегаз	6.89	11.3
Сбербанк РФ	4.36	9.5
НЛМК	10.52	5.7
Ростелеком	-2.09	4.0

Aton LLC

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

Трейдинг

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
NASD/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 / Про- мышленность

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 акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим 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.