

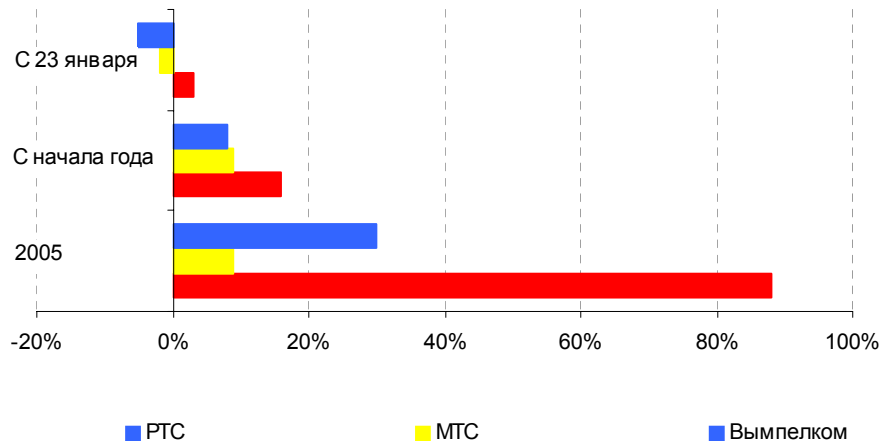
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	2
Рекомендуемый портфель	3
Компании	8
Газпром. Обнародовал высокие финансовые показатели III квартала 2005 года по МСФО, продемонстрировав сохранение положительной динамики благодаря росту цен на энергоносители	
Политика и Экономика	10
Президент рассказал о планах экспансии государства в бизнес	
Долговой рынок	13
Рынок акций	15
Обзор мировых рынков	16

КОММЕНТАРИЙ

КОНФЛИКТ АКЦИОНЕРОВ "ВЫМПЕЛКОМА" ДЕЛАЕТ АКЦИИ МТС БОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ

Динамика котировок в 2005 году – "Вымпелком" опережает МТС



Источник: Bloomberg

В прошлом году акции "Вымпелкома" дорожали быстрее, чем МТС, хотя бумаги обоих операторов отстали от рынка, поскольку аналитики оказались слишком оптимистичны в своих оценках и вынуждены были несколько раз понижать прогнозы в течение года. Опережающая динамика котировок акций "Вымпелкома" была оправдана более сильными фундаментальными показателями компании по сравнению с основным конкурентом.

Однако с начала 2006 года акции "Вымпелкома" демонстрируют отставание от бумаг МТС из-за резкого обострения конфликта между двумя основными акционерами. Перелом ценовой тенденции МТС/"Вымпелком" на прошлой неделе совпал с решением Украинского суда, удовлетворившего иск Altimo (ранее – "Альфа-Телеком") к норвежской компании Telenor относительно внесения изменений в устав Kyivstar, второго по величине украинского оператора сотовой связи, принадлежащего Altimo и Telenor на 44% и 56% соответственно. В своем иске Altimo требовала изменить положение устава таким образом, чтобы обеспечить компании пропорционально членство в совете директоров украинского оператора, тогда как в настоящее время Telenor имеет право назначать пять из девяти членов и председателя совета. Это сообщение привело к возникновению на рынке спекуляций о том, что Telenor в результате может утратить операционный контроль над Kyivstar. Таким образом, норвежский холдинг более не смог бы полностью консолидировать показатели украинского оператора, обеспечивающего 12% консолидированной выручки, так что потенциальное влияние на финансовые показатели норвежской компании могло оказаться очень существенным.

В свою очередь, Telenor на прошлой неделе подал три иска против "Вымпелкома" в московские судебные инстанции, в которых:

- 1) потребовал отмены результатов внеочередного собрания акционеров "Вымпелкома", на котором было принято решение о покупке "Украинских радиосистем" (УРС);
- 2) запросил дополнительную информацию о продаже "Украинских радиосистем" от "Вымпелкома" и прежних владельцев украинского оператора, поскольку условия сделки, по мнению Telenor, противоречат российскому законодательству; и
- 3) потребовал признать не имеющим законной силы решение генерального директора "Вымпелкома" Александра Изосимова о завершении сделки по приобретению "Украинских радиосистем" без одобрения совета директоров.

За этим последовал обмен резкими репликами между представителями Telenor и Altimo, который позволяет предположить, что тлеющий конфликт по поводу украинских активов перешел в новую, более серьезную стадию, и может потенциально оказать негативное воздействие на операционные показатели сотового оператора. Действительно, конфликт, похоже, уже дошел до той точки развития, когда дальнейшее сотрудничество между двумя совладельцами "Вымпелкома" выглядит практически невозможным, а единственным путем разрешения кризиса является выход одного из акционеров из капитала компании.

Основные показатели операторов "Большой тройки", US GAAP

	9 мес. 04	9 мес. 05	Изм.
Мегафон			
Выручка	1 040	1 680	62%
ЕБИТДА	457	782	71%
Чистая прибыль	171	281	65%
Рентабельность ЕБИТДА	44%	47%	3%
Кол-во абонентов, конец периода, млн.	11.5	21.0	83%
МТС			
Выручка	2 813	3 678	31%
ЕБИТДА	1 597	1 926	21%
Чистая прибыль	814	884	9%
Рентабельность ЕБИТДА	57%	52%	-4%
Кол-во абонентов, конец периода, млн.	27.6	52.2	89%
Вымпелком			
Выручка	1 511	2 301	52%
ЕБИТДА	742	1 152	55%
Чистая прибыль	269	463	72%
Рентабельность ЕБИТДА	49%	50%	1%
Кол-во абонентов, конец периода, млн.	20.6	40.1	95%
Всего	5 364	7 659	43%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Эскалация конфликта происходит в ожидании решения Федеральной антимонопольной службы (ФАС), которая в феврале должна принять решения по ходатайствам Telecop и Altimo об увеличении их долей в "Вымпелкоме". Telecop обратился в ФАС в мае 2005 года за разрешением на увеличение доли в капитале "Вымпелкома" с 26.6% до 45%, а Altimo вслед за этим подала соответствующее ходатайство с просьбой об увеличении своего пакета акций с 32.9% до 60%.

Мы полагаем, что заключение ФАС не будет иметь решающего значения, поскольку руководство службы ранее заявило, что не намерено принимать участие в споре между крупнейшими акционерами. В действительности, ничто не мешает ФАС удовлетворить просьбы обеих компаний об увеличении их долей (мы считаем такой вариант развития событий вполне вероятным) или же просто затянуть процесс принятия решения. К тому же, решение ФАС само по себе может лишь незначительно повлиять на развитие ситуации. Например, принятое в прошлом году решение, позволяющее "Базовому Элементу" приобрести пакет акций "Силовых машин", никак не сказалось на исходе сделки (покупателем компании в результате выступили РАО "ЕЭС России" и немецкий концерн Siemens).

Если Altimo в конечном итоге одержит верх в этом противостоянии, мы полагаем, что стратегия развития "Вымпелкома" станет более агрессивной. Мы считаем, что это позитивно отразится на долгосрочных перспективах "Вымпелкома". В условиях замедления темпов роста российского сотового рынка дальнейшее развитие компании должно быть обеспечено за счет увеличения рыночной доли или выхода на новые рынки, и мы полагаем, что в этом плане Altimo готова пойти на более высокие риски, нежели Telecop. Мы также полагаем, что связанный с "Украинскими радиосистемами" проект под управлением Altimo позволит увеличить стоимость "Вымпелкома" в долгосрочной перспективе, учитывая важность украинского рынка для компании.

"Вымпелком" vs. МТС – основной конкурент представляется нам более безопасным объектом для инвестиций в среднесрочной перспективе. Мы отмечаем, что акции МТС будут более привлекательны, чем бумаги "Вымпелкома", в среднесрочной перспективе. Есть несколько причин для такого заключения:

- Конфликт между акционерами отрицательно сказывается на отношении инвесторов к "Вымпелкому";
- Экспансия на Украину негативно повлияет на фундаментальные характеристики "Вымпелкома" в начальной стадии проекта (в этом году). В частности, свободный денежный поток окажется отрицательным, в отличие от МТС, которая сохранит способность генерировать денежные средства;
- Агрессивные шаги Altimo в конфликте с Telecop могут поднять вопрос о качестве корпоративного управления, если Telecop выйдет из капитала компании;
- МТС заметно отстала от рынка в 2005 году, и на фундаментальном уровне, и в плане динамики котировок акций. АФК "Система" уже предприняла меры для исправления ситуации, сменив нескольких ключевых менеджеров, поэтому можно ожидать, что компания сократит отставание в этом году.

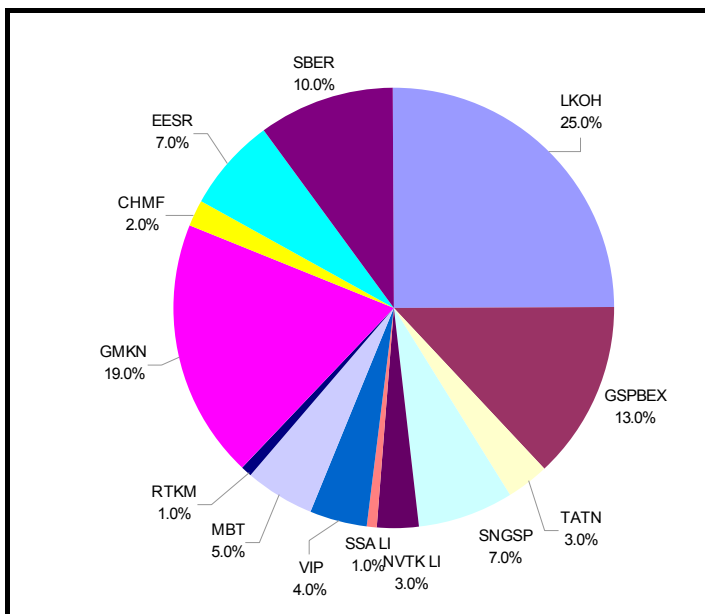
Наши прогнозируемые цены акций МТС и "Вымпелкома" на основе DCF на конец 2006 года составляют \$48 и \$61 соответственно, что подразумевает потенциал роста на 28% и 30% соответственно. Хотя мы рекомендуем "Покупать" акции обеих компаний, МТС, на наш взгляд, представляется более предпочтительным объектом для инвестиций в настоящее время.

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
30.01	Арбитраж рассмотрит иск ФАС о недействительности торгов по Осиновскому нефтеносному участку (Саратовская область)	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.40% и 0.70% соответственно (предыдущее значение: 0.30% и 0.30%)	
	Арбитраж Москвы рассмотрит иск ЮТК о признании недействительными налоговых претензий на 916,9 млн. руб.		
	Акционеры ОАО "Архангельский ЦБК" на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о размещении облигаций на сумму 1.5 млрд. руб.		
31.01	Акционеры ОГК-3 и присоединяемых обществ обсудят изменения в уставе генерирующей компании	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей, рассчитываемого Conference Board, за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 104.9 пункта (предыдущее значение: 103.6 пункта)	Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.41 пункта (предыдущее значение: 0.35 пункта)
	Внеочередное собрание акционеров Воткинской ГЭС	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 60.0 пункта (предыдущее значение: 61.5 пункта)	
	Внеочередное собрание акционеров "Комстар-Объединенные Телесистемы"	Комитет по открытому рынку ФРС США примет решение о процентных ставках. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.50% (предыдущее значение: 4.25%)	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей стран евро-зоны за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -10.0 пункта (предыдущее значение: -11.0 пункта)
	Заседание Комитета РАО "ЕЭС России" по стратегии и реформированию		
1.02	На ММВБ состоится аукцион по размещению ОФЗ выпуска 25060 на сумму 8 млрд. руб.	Будут опубликованы данные о динамике затрат на строительство за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.20% (предыдущее значение: 0.20%)	Будут опубликованы данные об уровне безработицы в странах евро-зоны за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 8.20% (предыдущее значение: 8.30%)
	Экспортная пошлина на сырую нефть снижается до \$160.8 за тонну	Будет опубликовано значение индекса деловой активности в секторе промышленного производства ISM за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 55.5 пункта (предыдущее значение: 54.2 пункта)	
2.02		Будут опубликованы данные об объеме продаж автомобилей за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 16.3 млн. (предыдущее значение: 17.2 млн.)	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей стран евро-зоны за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.20% (предыдущее значение: -0.20%)
		Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 29 января 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 295 тыс. (предыдущее значение: 283 тыс.)	
3.02	Совет директоров РАО "ЕЭС России" планирует рассмотреть вопрос о формировании рынка мощности	Будут опубликованы данные об уровне безработицы за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.90% (предыдущее значение: 4.90%)	Будут опубликованы данные о динамике объема продаж в странах евро-зоны за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.10% (предыдущее значение: -0.10%)
		Будет опубликовано значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 93.0 пункта (предыдущее значение: 93.4 пункта)	
	Совет директоров "Вымпелкома" повторно рассмотрит вопрос о бюджете компании на 2006 год	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.00% (предыдущее значение: 2.50%)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.40% в годовом выражении (предыдущее значение: 2.20%)

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель практически повторил динамику рынка, повысившись на 4.77% на фоне роста индекса РТС на 5.27%. Незначительное отставание было обусловлено негативной динамикой акций "Вымпелкома", котировки которых снизились на 3.4% в результате резкого обострения конфликта между основными акционерами (см. стр. 1). Кроме того, неуверенно чувствовали себя акции АФК "Система", котировки которых понизились за неделю на 1.2%, а также обыкновенные бумаги Сбербанка, подешевевшие на 1.3% в рамках коррекции после опережающего роста в последние месяцы.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Портфель	Изменение за месяц		Портфель	Изменение с начала года		
	РТС	Δ		РТС	Δ		РТС	Δ	
	4.77%	5.27%	-0.50%	26.77%	22.00%	4.77%	26.77%	22.00%	4.77%

Рекомендуемый портфель

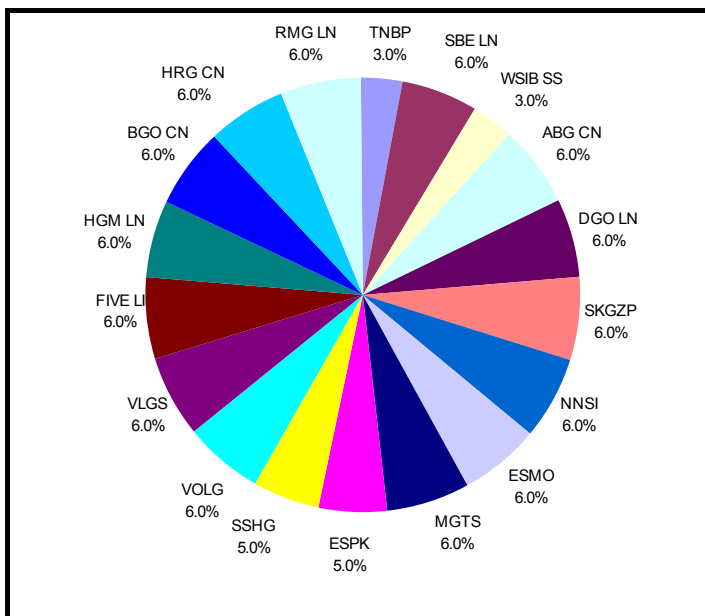
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 27/01, \$	Цена 20/01, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ								
ЛУКОЙЛ	LKOH	15.79%	25.0%	25.0%	80.05	77.60	3.2%	34.5%
Газпром	GSPBEX	0.00%	13.0%	13.0%	8.18	8.03	1.8%	21.0%
Татнефть	TATN	4.04%	3.0%	3.0%	4.36	3.93	10.9%	33.3%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	5.10%	7.0%	7.0%	1.11	1.05	5.8%	25.0%
НОВАТЭК	NVTK LI	0.00%	3.0%	3.0%	30.20	27.10	11.4%	37.9%
Телекоммуникации								
АФК "Система"	SSALI	0.00%	1.0%	1.0%	25.70	26.00	-1.2%	6.6%
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	4.0%	46.82	48.49	-3.4%	4.3%
МТС	MBT	0.00%	5.0%	5.0%	38.14	37.00	3.1%	8.2%
Ростелеком	RTKM	0.94%	1.0%	1.0%	2.35	2.32	1.1%	-0.8%
Металлургия								
ГМК Норильский никель	GMKN	10.65%	19.0%	19.0%	90.25	82.80	9.0%	37.6%
Северсталь	CHMF	0.93%	2.0%	2.0%	12.05	11.30	6.6%	21.7%
Прочие								
РАО ЭЭС России	EESR	4.45%	7.0%	7.0%	0.52	0.46	13.3%	23.3%
Сбербанк РФ	SBER	14.21%	10.0%	10.0%	1,555	1,575	-1.3%	18.7%
Всего		100%				4.8%	26.8%	

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	8.14	5.0	3.3	3.2	11.9	7.4	7.2	17.7	10.3	10.1	15.7	8.4	8.4	МСФО
Газпром, ADS	81.37	5.4	3.6	3.5	12.9	8.1	7.9	19.4	11.3	11.1	17.3	9.3	9.2	МСФО
ЛУКОЙЛ	75.46	1.3	1.2	1.3	7.2	6.9	7.1	10.8	10.5	10.9	12.5	9.6	9.0	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	-0.4	-0.4	N.M.	-1.2	-1.3	N.M.	0.0	0.0	N.M.	0.0	0.0	N.M.	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.29	3.2	2.9	3.0	8.5	9.1	9.2	13.9	15.1	15.0	12.3	11.7	11.2	РСБУ
Сибнефть	4.20	1.9	1.9	2.1	5.8	6.9	8.0	6.6	7.7	9.2	8.4	7.0	7.6	US GAAP
Татнефть	3.08	1.0	1.0	1.1	4.0	6.8	7.7	5.7	11.3	13.5	5.2	6.2	8.0	US GAAP
Транснефть	2261.98	2.7	2.4	2.3	5.3	4.7	4.5	7.2	6.3	6.1	5.7	4.7	4.5	МСФО
ТНК-ВР	3.12	2.0	1.9	1.9	5.8	6.4	6.9	8.2	9.3	10.0	6.9	7.1	8.0	US GAAP
НОВАТЭК	26.75	1.9	1.8	1.6	3.6	3.5	3.4	7.2	5.4	5.3	7.7	4.4	4.5	РСБУ
Burren Energy	16.70	6.9	6.0	6.0	8.5	7.4	7.6	12.5	10.0	10.5	11.6	9.0	8.8	UK GAAP
Dragon Oil	4.09	7.1	5.2	4.3	8.6	6.1	5.0	13.5	9.6	7.9	11.2	8.3	6.5	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	47.90	3.4	3.1	2.8	6.7	5.9	5.4	14.2	11.9	10.1	6.9	6.2	5.7	US GAAP
АФК Система	24.70	2.1	1.8	1.7	4.9	4.0	3.7	16.2	12.6	11.8	5.5	4.4	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.00	3.4	2.9	2.6	7.1	5.8	5.3	16.2	13.6	12.0	8.1	7.0	5.9	US GAAP
Ростелеком	2.31	1.1	1.2	1.3	3.2	3.9	4.2	9.1	11.6	12.7	3.7	4.0	4.3	МСФО
МГТС	20.30	3.2	2.7	2.3	8.7	7.3	6.3	16.4	13.2	10.6	8.4	7.6	6.6	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.5	1.3	1.1	4.8	4.3	4.1	12.6	12.2	11.1	6.3	5.8	5.5	US GAAP
РБК	5.61	7.5	4.1	3.6	24.4	11.9	9.2	47.0	20.7	15.6	32.6	16.9	13.1	МСФО
ЮТК	0.20	2.2	2.3	2.0	8.3	8.3	6.9	N.M.	78.8	13.2	4.5	3.3	2.8	МСФО
Уралсвязьинформ	U.R.	2.2	2.2	2.1	7.4	6.4	5.9	11.8	10.0	8.2	5.6	4.4	4.1	МСФО
ВолгаТелеком	U.R.	2.1	1.9	1.7	6.2	5.0	4.5	8.7	6.7	5.4	4.6	3.6	3.2	МСФО
Сибирьтелеком	U.R.	2.0	1.9	1.7	6.8	5.1	4.4	9.2	6.4	4.8	5.0	3.6	3.0	МСФО
С-З. Телеком	U.R.	2.0	2.1	1.9	6.5	5.4	5.2	12.2	8.9	8.1	10.7	6.2	4.7	МСФО
Центртелеком	U.R.	2.1	2.1	2.0	7.9	7.1	6.4	N.M.	N.M.	35.5	6.2	5.2	4.6	МСФО
Дальсвязь	U.R.	1.5	1.5	1.3	7.0	5.1	4.3	15.3	7.7	5.4	7.6	4.4	3.4	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.6	2.4	2.3	7.7	6.9	6.4	13.5	12.9	11.8	8.6	7.6	6.9	РСБУ
Электрэнергетика														
РАО ЕЭС России	0.53	1.1	1.0	N.M.	5.5	5.1	N.M.	17.5	15.5	N.M.	5.1	4.7	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	1.6	1.5	N.M.	11.7	10.6	N.M.	52.4	41.9	N.M.	10.6	10.8	N.M.	МСФО
Костромская ГРЭС	0.29	3.2	2.8	2.4	11.9	11.2	10.1	21.6	19.4	16.4	13.7	13.0	12.0	РСБУ
Конаковская ГРЭС	1.00	2.4	2.0	N.M.	17.4	15.3	N.M.	26.6	21.9	N.M.	21.9	18.6	N.M.	РСБУ
ОГК-5	0.05	2.7	2.4	N.M.	29.3	28.8	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	30.4	30.4	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	102.39	2.3	2.4	N.M.	5.0	5.3	N.M.	8.7	8.9	N.M.	7.0	5.6	N.M.	МСФО
Северсталь	11.93	1.0	1.1	N.M.	3.4	4.8	N.M.	5.4	8.5	N.M.	4.1	5.1	N.M.	МСФО
НЛМК	1.57	2.1	2.5	N.M.	4.5	6.4	N.M.	8.2	12.1	N.M.	8.7	8.1	N.M.	US GAAP
ММК	N.A.	1.1	1.3	N.M.	2.7	5.3	N.M.	4.5	9.6	N.M.	3.2	6.1	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	0.9	1.1	N.M.	2.2	3.8	N.M.	3.7	6.8	N.M.	2.7	4.4	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.5	0.5	N.M.	1.4	2.3	N.M.	2.9	4.8	N.M.	1.9	3.7	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.2	2.6	N.M.	9.5	6.1	N.M.	13.8	8.5	N.M.	22.4	9.7	N.M.	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	1044.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	39.7	22.7	17.6	4.6	3.9	3.2	МСФО
Пятерочка	20.51	1.6	1.1	0.8	13.9	9.6	7.3	20.8	15.0	11.8	15.8	11.3	8.5	МСФО
Седьмой континент	N.A.	2.1	1.3	1.0	20.2	13.4	11.5	35.1	24.3	21.2	18.3	13.8	12.6	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.2	1.8	1.5	11.1	8.9	7.8	31.5	22.1	18.1	16.0	12.7	10.5	МСФО
Балтика	29.99	4.8	4.2	3.6	17.5	15.7	13.8	27.9	26.4	22.9	17.9	19.2	17.0	US GAAP
Лебедянский	67.97	3.0	2.4	2.1	10.5	9.2	8.7	19.8	15.5	13.5	21.0	15.8	13.1	МСФО
Вимм-Билль-Данн	19.51	1.0	0.9	0.8	13.3	10.5	9.1	55.1	29.8	22.0	14.3	10.8	9.3	US GAAP
Северсталь-Авто	21.61	0.7	0.6	0.6	5.0	4.0	3.7	11.8	8.9	8.1	4.9	4.4	3.5	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	4.9	4.9	4.2	16.0	14.3	9.8	4.5	4.1	3.5	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.1	1.9	1.8	13.0	11.8	11.0	18.2	16.5	14.9	14.9	13.6	12.5	US GAAP
Калина	38.53	1.4	1.2	1.6	8.5	7.4	9.2	15.0	12.9	14.5	50.0	15.5	15.0	МСФО
НПК Иркутт	N.A.	1.3	1.0	N.A.	5.6	4.3	N.A.	8.3	5.1	N.M.	7.2	14.6	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	22.6	23.6	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	24.7	14.9	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	21.28	1.2	0.9	0.7	18.3	14.5	13.3	N.M.	52.0	43.3	86.7	37.1	28.9	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" на минувшей неделе отстал от рынка, повысившись на 2.50%, тогда как индекс РТС увеличился на 5.27%. В роли аутсайдеров выступили привилегированные акции Сахалинморнефтегаза, котировки которых снизились на 11.1%.

Столь масштабное падение не смогло полностью компенсировать даже существенное повышение котировок акций Аrawak Energy и МГТС на 10.4% и 13.8% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

	Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 3/12, \$	Цена 26/11, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
ТНК-BP	TNBP	3.0%	3.0%	3.29	3.23	1.7%	15.3%
Sibir Energy	SBE LN	6.0%	6.0%	7.52	7.28	3.3%	19.4%
West Siberian	WSIB SS	3.0%	3.0%	0.79	0.78	0.2%	29.2%
Arawak Energy	ABG CN	6.0%	6.0%	2.39	2.17	10.4%	73.0%
Dragon Oil	DGO LN	6.0%	6.0%	3.83	3.87	-1.0%	12.0%
Сахалинморнефтегаз, прив.	SKGZP	6.0%	6.0%	10.00	11.25	-11.1%	0.0%
ВолгаТелеком	NNSI	6.0%	6.0%	4.00	4.16	-3.7%	2.3%
Центртелеком	ESMO	6.0%	6.0%	0.62	0.61	0.7%	23.6%
МГТС	MGTS	6.0%	6.0%	20.49	18.00	13.8%	13.8%
Дальсвязь	ESPK	5.0%	5.0%	2.94	2.85	3.2%	17.6%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG	5.0%	5.0%	0.72	0.70	2.9%	11.5%
Волжская ГЭС	VOLG	6.0%	6.0%	0.27	0.25	7.6%	14.0%
Жигулевская ГЭС	VLGS	6.0%	6.0%	0.17	0.17	3.0%	9.0%
Пятерочка	FIVE LI	6.0%	6.0%	16.03	15.80	1.5%	11.3%
Highland Gold	HGM LN	6.0%	6.0%	5.03	4.91	2.4%	18.9%
Bema Gold	BGO CN	6.0%	6.0%	3.85	3.53	9.0%	50.9%
High River Gold	HRG CN	6.0%	6.0%	1.69	1.69	-0.1%	31.0%
Rambler	RMG LN	6.0%	6.0%	21.25	21.25	0.0%	6.3%
Всего		100%				2.5%	16.0%

"ГАЗПРОМ"
ОБНАРОДОВАЛ ВЫСОКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ III КВАРТАЛА 2005 ГОДА ПО МСФО, ПРОДЕМОНСТРИРОВАВ СОХРАНЕНИЕ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ ДИНАМИКИ БЛАГОДАРЯ РОСТУ ЦЕН НА ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ

Тикер	GSPBEX OGZD LI		
Рекомендация	Держать	Держать	
Цена, \$	7.65	85.7	
Прогнозируемая цена(на конец 2006), \$	8.14	81.4	
Потенциал роста/снижения	6%	-5%	
Капитализация и данные об акциях	Обыкн.	ADS	
Капитализация, \$ млн.	173,124	194,051	
Чистый долг 2005F, \$млн.	21,602	21,602	
EV (включая доли меньшинства), \$млн.	199,656	220,583	
Акции в обращении, млн.	22,643.0	2,264.3	
Свободные средства	20%	4%	
Соотношение к выпуску	10.00	0.00	
ADS			
Дивиденды (2005F), \$	0.043	0.425	
Дивидендная доходность	0.56%	0.50%	
IFRS	2005П	2006П	2007П
Revenue	42,474	64,529	65,384
EBITDA	17,852	28,584	29,227
Net income*	10,480	17,995	18,329
Operating cash flow	11,805	21,935	22,144
Оценка стоимости, обыкн.			
EV/EBITDA	11.2	7.0	6.8
P/E	16.5	9.6	9.4
P/CF	14.7	7.9	7.8
Оценка стоимости, ADS			
EV/EBITDA	12.4	7.7	7.5
P/E	18.5	10.8	10.6
P/CF	16.4	8.8	8.8

Выручка "Газпрома" в III квартале 2005 года увеличилась на 41% по сравнению с соответствующим периодом 2004 года до \$10.21 млрд., на 5% превысив наш прогноз, что объясняется, в первую очередь, увеличением поставок в бывшие республики Советского Союза. Выручка от продаж природного газа в СНГ увеличилась вдвое по сравнению с предыдущим кварталом благодаря увеличению отпускных цен на 49% по сравнению со II кварталом и увеличению физического объема продаж на 32%.

Совокупные операционные затраты в III квартале 2005 года составили \$5.59 млрд., увеличившись всего на 1% по сравнению со II кварталом 2005 года, хотя по сравнению с III кварталом 2004 года увеличение составило 28% – что достаточно точно соответствует нашему прогнозу.

Расходы на персонал сократились на 20% по сравнению с предыдущим кварталом и на 1% по сравнению с соответствующим периодом 2004 года, что стало положительным событием для компании. Статья "сырье и материалы" также снизилась на 14% по сравнению со II кварталом и на 26% по сравнению с III кварталом 2004 года, еще раз подчеркнув необычную для компании эффективность в области снижения затрат. Впрочем, остается неясным, носит ли данное сокращение затрат постоянный характер или является лишь следствием сезонного снижения добычи газа на 11% по сравнению со II кварталом. Стоит также отметить, что положительная динамика вышеперечисленных статей затрат была частично нивелирована ростом расходов, находящихся за пределами компетенции руководства компании – транспортных затрат и налогов.

Общую картину на этот раз испортил рост затрат на закупку природного газа, увеличившихся на 31% по сравнению с предыдущим кварталом и на 49% по сравнению с соответствующим периодом 2004 года до \$610 млн. Это повышение связано, главным образом, с участием в поставках газа посреднической компании RosUkrEnergo. Мы по-прежнему не видим для Газпрома смысла в том, чтобы передавать среднеазиатский газ посреднику, а затем вновь выкупать его у того же посредника для перепродажи в европейских странах.

В результате показатель EBITDA монополии в III квартале 2005 года вырос на 11% по сравнению с предыдущим кварталом и на 59% по сравнению с соответствующим периодом 2004 года до \$4.62 млрд., а чистая прибыль повысилась на 71% по сравнению с III кварталом 2004 года до \$2.80 млрд. Оба показателя превысили наши прогнозы.

Компания сумела довести операционный денежный поток до \$2.27 млрд., увеличив данный показатель на 86% по сравнению с предыдущим кварталом, однако при этом компания затратила \$4.23 млрд. на инвестиции. Тем не менее, следует отметить, что сумма капиталовложений составила только \$1.89 млрд., что укладывается в наш прогноз на весь 2005 год (\$8.5 млрд.) и соответствует диапазону, запланированному самой компанией. Компания не дает разбивку остальных \$2 млрд., потраченных на приобретения, в том числе на покупку 6.4% акций ПАО "ЕЭС России" и 3.02% акций "Сибнефти".

Однако если учитывать только капиталовложения и капитализированные проценты по кредитам, даже в этом случае компания не смогла генерировать свободный денежный поток.

В целом, финансовые показатели несколько превысили наш прогноз и ожидания фондового рынка. Особенно сильное впечатление производит сокращение операционных затрат по отдельным статьям. Тем не менее, мы не станем вносить изменения в нашу модель оценки стоимости компании, исходя из показателей III квартала 2005 года, и не ожидаем, что обнародованные показатели спровоцируют повышение котировок акций "Газпрома".

Основные финансовые результаты III квартала 2005 года по МСФО

\$ млрд.	III кв. 04	II кв. 05	III кв. 05	III кв. 05П	В кварт. сопост.	В год. сопост.
Добыча, млрд. куб. м	124.6	137.0	122.0	121.9	-11%	-2%
Экспортная цена, \$/тыс. куб. м	142.5	179.3	195.8	191.4	9%	37%
Выручка	7.26	9.68	10.21	9.74	5%	41%
Совокупные операционные затраты (без учета амортизации)	-4.36	-5.54	-5.59	-5.69	1%	28%
EBITDA	2.91	4.15	4.62	4.05	11%	59%
Операционная прибыль	2.18	3.21	3.71	3.09	16%	70%
Балансовая прибыль	2.21	3.10	3.96	3.15	28%	80%
Чистая прибыль	1.64	2.19	2.80	2.26	28%	71%
Операционный денежный поток	-0.90	1.22	2.27	2.26	86%	п.а.
Инвестиционный денежный поток	-1.27	-1.81	-4.23	-2.15	134%	234%
Рентабельность EBITDA	40%	43%	45%	42%	2%	5%
Чистая рентабельность	23%	23%	27%	23%	5%	5%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Структура затрат Газпрома за III квартал 2005 года

\$ млн.	III кв. 04	II кв. 05	III кв. 05	В кварт. сопост.	В год. сопост.
ФОТ	971	1,197	957	-20%	-1%
Транзит	871	893	912	2%	5%
Налоги, кроме налога на прибыль	605	736	772	5%	28%
Закупки газа	410	467	610	31%	49%
Сырье и материалы	631	546	468	-14%	-26%
Ремонт и профилактика	267	448	428	-4%	60%
Электроэнергия	223	247	222	-10%	-1%
Товары для перепродажи	96	91	180	98%	88%
Прочие операционные затраты	669	778	873	12%	31%
Операционные затраты (без учета амортизации)	4,356	5,536	5,587	1%	28%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Из других новостей следует отметить сообщение агентства Reuters о том, что Morgan Stanley Capital International, рассчитывающий индекс MSCI, который используется многими инвесторами в качестве эталона для оценки относительной доходности своих портфелей, перенес сроки пересмотра доли "Газпрома" в индексе. Morgan Stanley заявил, что в связи с недостаточностью информации об акциях компании, находящихся в свободном обращении, а также из-за сохранения некоторых ограничений на операции с этими бумагами, первый этап изменения доли "Газпрома" в индексе, ранее ожидавшийся в феврале, был отложен до следующего квартального пересмотра индекса в мае. Второй этап изменения доли "Газпрома" также был перенесен на неопределенный срок.

Эта новость вызвала вчера некоторое разочарование на рынке, так как ожидавшийся пересмотр индекса MSCI был основным катализатором роста котировок акций Газпрома в последние месяцы. Однако с нашей точки зрения решение Morgan Stanley является достаточно обоснованным, а реакция рынка на это событие – чрезмерной, так как 2-3 месячная отсрочка вряд ли может понизить значимость такого давно ожидавшегося инвесторами события как ребалансировка индекса MSCI.

Наша рекомендация остается прежней – "Держать" акции и ADS "Газпрома".

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru

Артем Кончин
konchin@aton.ru

Президент Владимир Путин вчера провел трехчасовую пресс-конференцию, в которой приняли участие почти 1 000 российских и иностранных журналистов.

Пресс-конференция имела большое значение для участников фондового рынка, поскольку президент поделился своими взглядами на главную проблему, обсуждаемую сегодня инвесторами, – возвращение крупных компаний в государственную собственность. Среди наиболее важных высказываний президента можно отметить следующие:

- Президент дал ясно понять, что государство не планирует национализировать частные нефтяные компании;
- Он сказал, что не знает о намерении государственной компании АЛРОСА купить ГМК "Норильский никель"; и
- Заявил, что объединение российских автомобилестроительных заводов в крупный холдинг будет зависеть исключительно от желания от владельцев компаний (отсюда можно сделать вывод, что предприятия действительно вынашивают такие планы).

Нефтегазовая отрасль: крупнейшей компанией отрасли станет "Роснефть", но дальше нее государственная экспансия распространяться не будет

В отношении нефтегазовой отрасли Путин заявил, что "Роснефть" наряду с "Газпромом" станет одной из крупнейших в мире интегрированных энергетических компаний. Это означает, что "Роснефть" получит карт-бланш на приобретение новых запасов в Восточной Сибири, и будет пользоваться полной поддержкой государства.

Путин фактически исключил возможность дальнейшей экспансии государства в отрасли, заявив, что в России есть 10 крупных частных компаний. Он упомянул в частности ЛУКОЙЛ, "ТНК-ВР Холдинг" и "Сургутнефтегаз", добавив, что никто не планирует их национализировать или вмешиваться в их деятельность. По его словам, правительство не собирается переходить к норвежской модели государственного контроля. Тем самым, он опроверг слухи о возможности объединения "Роснефти" и "Сургутнефтегаза" и развеял обеспокоенность о судьбе "ТНК-ВР Холдинг". В отношении "ТНК-ВР Холдинг" Путин заявил, что компания может увеличить свои российские запасы, добавив, что недавний шпионский скандал не повредил отношениям России и Великобритании.

Покупка ГМК "Норильский никель" компанией АЛРОСА: Путин заявил, что не знает о подобных планах, а руководители компаний наверняка удивились бы, услышав о них

Путин заявил, что ничего не знает о намерении АЛРОСА купить ГМК "Норильский никель", добавив, что руководители этих компаний наверняка удивились бы, если им задали такой вопрос. Путин также сказал, что он поддерживает деятельность ГМК "Норильский никель" и других частных российских компаний внутри страны и за рубежом. Заявление Путина носит общий характер, но нельзя забывать, что неправильное толкование слов президента в отношении ЮКОСа стало причиной больших неприятностей для инвесторов. Мы попытались проанализировать заявления Путина на основе лучших традиций "кремлинологии". Наиболее важным моментом здесь представляется то, что Путин никогда откровенно не лжет и обычно дает понять, что знает о каких-либо намечающихся событиях. Президент редко говорит, что ничего не знает о какой-либо проблеме, как это было сегодня в случае с ГМК "Норильский никель". Если же намечается крупная сделка, то он обычно говорит, что это дело компаний, в то время как он сам придерживается нейтральной позиции. Именно это он заявил в Лондоне, комментируя поглощение "Сибнефти" "Газпромом" в минувшем году.

Мы придаем столь большое значение словам Путина о покупке ГМК "Норильский никель" компанией АЛРОСА не только потому, что слухи об этом циркулируют на рынке, но и потому, что возвращение ГМК в государственную собственность и ее объединение с АЛРОСА могло превратиться в весьма привлекательную идею в глазах госчиновников. В результате данной сделки была бы создана крупнейшая в мире компания по производству никеля, палладия, платины и меди, которая могла бы стать мощным внешнеполитическим орудием в руках государства.

Однако заявление Путина на этот счет прозвучало весьма категорично. Поэтому, несмотря на сделанное ранее в этом месяце заявление губернатора Красноярского края Александра Хлопонина (бывший гендиректор ГМК) о том, с АЛРОСА были проведены переговоры, мы не думаем, что подобная сделка может быть

осуществлена в среднесрочной перспективе (что подтвердил и сам Хлопонин). Заметим также, что министр финансов Алексей Кудрин, который является членом совета директоров АЛРОСА, ранее говорил, что не знает ни о каких переговорах с ГМК. Таким образом, можно сделать вывод, что покупка ГМК компанией АЛРОСА пока не планируется.

Консолидация автопрома: поддать газу

В то же время, слова Путина относительно потенциального объединения российских автомобилестроителей (он отметил, что владельцы компаний должны самостоятельно определиться в этом вопросе), являются классическим примером того, как президент дает свое благословение на сделку. Выбранное им выражение было очень близко к тому ответу, который он дал на вопрос о сделке "Газпрома" и "Сибнефти". Поэтому инвесторы могут рассчитывать на скорое появление в России нового "Автопрома" в составе "АвтоВАЗа", КаМАЗа и, возможно, ГАЗа. Это соответствует предложению Роспрома, информация о котором на минувшей неделе просочилась в прессу. Слова Путина о том, что государство может оказать помощь развитию автомобилестроительной отрасли, лишь подтвердили вероятность слияния, поскольку автопром является стратегической отраслью, достойной государственной поддержки.

Таким образом, мы полагаем, что сделка между АЛРОСА и ГМК "Норильский никель" не состоится, но инвесторы могут рассчитывать на создание автопромышленного холдинга в составе "АвтоВАЗа", КаМАЗа и ГАЗа.

Из других заявлений Путина, прозвучавших на пресс-конференции, можно отметить следующие:

- Налоговое бремя в России составляет 36.8% от ВВП (средний показатель 25 стран-членов ЕС в 2003 году был равен 40.3%) и является слишком высоким, тормозя развитие экономики. Поэтому его необходимо снижать. Однако сокращение налогов не должно подстегивать инфляцию, которая, согласно планам правительства, должна быть сокращена до одноразрядных значений (официальный прогноз на 2006 год – 8.5%). Путин также заявил, что решение о снижении НДС с 18% до 13% пока не принято. Премьер-министр Михаил Фрадков выступает против этой меры, а министр финансов Алексей Кудрин поддерживает ее.
- Путин сказал, что Россия и Украина могут пересмотреть заключенный ранее договор о поставках на Украину в 2006 году 17 млрд. куб. м природного газа. Он добавил, что газовый конфликт с Украиной лишний раз подчеркнул необходимость строительства Балтийского газопровода до Германии в целях обеспечения бесперебойных поставок газа в Европу.
- Путин назвал пустыми разговоры относительно приемлемости членства России в "Большой восьмерке", заявив, что ни одна страна из членов клуба не имеет ничего против членства России. Он добавил, что поскольку население России небогатое, Россия лучше понимает проблемы развивающихся стран.
- Путин сказал, что главным противником вступления России в ВТО являются США, поскольку Вашингтон требует, чтобы американским банкам было предоставлено право открывать отделения в России напрямую, а не через дочерние предприятия. Он сказал, что требование США является неприемлемым, поскольку в этом случае Россия потеряет контроль над финансовыми потоками.
- Путин сказал, что атомные электростанции производят лишь 17% вырабатываемой в России электроэнергии, тогда как во Франции этот показатель составляет 80%. Поэтому предложение повысить выработку электроэнергии на АЭС до 30% к 2030 году заслуживает внимания. Его заявления прозвучали вслед за сообщениями о том, что "Газпром" изучает возможность инвестирования \$60 млрд. в строительство 40 атомных электростанций в России в период до 2030 года. Мы считаем подобные инвестиции со стороны газовой монополии нерациональными.
- Интересно также, что Путин не принял никакой критики в сторону России по поводу поддержки, которую Россия оказала узбекскому режиму в минувшем году во время андижанских событий, в результате которых вооруженными силами Узбекистана было убито 500 человек. Он сказал, что Россия лучше Запада знает причины этих событий и не хочет получить "новый Афганистан" в Средней Азии. Это заявление в классическом для Путина стиле, которое отражает давнюю российскую политику в регионе, ставящую целью сохранение статус-кво во избежание ухудшения условий жизни населения и геополитической нестабильности в результате смены режима. Интересно также, что он призвал Запад продолжать оказывать помощь Палестине,

несмотря на то, что к власти там пришел "Хамас". Путин сказал, что Россия не считает "Хамас" террористической организацией.

- Наконец, в отношении президентских выборов 2008 года Путин сказал, что его не очень интересует перспектива заняться бизнесом после окончания второго президентского срока (мы думаем, что после 2008 года он займется международной деятельностью).

Заявления Путина свидетельствуют о том, что государство будет национализировать крупные предприятия страны не в массовом порядке, а выборочно. Это значит, что государство не планирует приобретения новых компаний в нефтяной отрасли, а ГК "Норильский никель", вероятнее всего, останется частным предприятием. Что касается отживших свой век российских автозаводов, которые считаются предприятиями стратегического значения, то они, вероятно, будут объединены в холдинг с государственными инвестициями или участием. Что касается общего тона заявлений Путина, то он был довольно напористым и самоуверенным. Так, президент полностью отмел вопросы относительно приемлемости членства России в "Большой восьмерке", поправок к закону об неправительственных организациях и поддержки узбекского режима. Это свидетельствует об усилении уверенности Кремля на фоне растущего благосостояния России благодаря высоким ценам на нефть и усиливающегося международного влияния страны.

Инвесторы наверняка положительно восприняли заявление Путина о прекрасных результатах российского фондового рынка в 2005 году. Путин отметил, что РТС вырос на 88%, значительно опередив рост южнокорейского фондового рынка, который составил 54%. По его словам, это явилось одним из самых больших достижений России в минувшем году. Теперь трудно себе представить, что еще лишь недавно некоторые инвесторы считали, что Кремль не задумывается о последствиях принимаемых им решений для фондового рынка.

Майкл Хит
heath@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашени я	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Алроса 08	\$500	B/Va3	6/5/2008	8.125	105.38	105.38	5.57	7.71	125	61	2.01	2.12
Алроса 14	\$300	B/Va3	17/11/2014	8.875	114.50	114.50	6.67	7.75	230	146	6.09	6.97
Альфа Банк 06	\$190	BB-/Ba2	13/4/2006	8.00	100.40	100.40	5.99	7.97	151	84	0.20	0.20
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	101.12	101.37	6.48	7.65	212	147	0.93	0.95
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	101.00	101.50	7.18	7.65	293	231	2.14	2.17
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1/BBB-	28/9/2009	8.000	106.25	106.25	6.07	7.53	179	121	3.05	3.24
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	26/11/2010	7.375	104.50	105.50	6.16	7.02	198	127	3.95	4.14
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	102.50	102.50	6.88	7.32	278	203	3.91	4.01
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	102.50	102.50	7.30	8.29	306	243	2.02	2.07
Внешторгбанк 08	\$550	BBB-/A2	11/12/2008	6.875	103.15	103.65	5.57	6.65	126	65	2.53	2.62
Внешторгбанк 11	\$450	BBB-/A2	12/10/2011	7.500	108.35	108.85	5.71	6.91	150	72	4.51	4.89
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB+/A3	4/2/2010	6.315	101.75	102.75	5.68	6.18	144	83	3.37	3.45
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB-/A2	2/7/1935	6.250	104.50	104.50	5.63	5.98	119	29	6.99	7.31
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	108.65	109.15	7.00	9.18	275	217	2.81	3.06
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	102.75	103.25	7.13	7.77	292	235	3.25	3.35
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	105.75	105.75	7.13	7.92	298	221	4.39	4.64
Газпром 07	\$500	BB/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	104.44	104.75	5.25	8.72	93	21	1.14	1.19
Газпром 09	\$700	BB/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	114.96	115.96	5.83	9.09	154	96	3.02	3.49
Газпром 13	\$1750	BB/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	120.50	121.25	5.97	7.96	163	88	5.09	6.15
Газпром 13a	\$646	BB/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	98.75	98.75	5.02	5.70	19	4	2.96	2.92
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	106.38	106.38	5.85	6.77	149	67	4.43	4.72
Газпром 34	\$1200	BB/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	127.37	128.68	6.45	6.74	193	45	11.92	15.27
Газпромбанк 08	\$1050	BB-/Baa1	30/10/2008	7.250	103.25	103.63	5.88	7.01	157	96	2.41	2.49
Газпромбанк 15	\$1000	BB-/Baa1	23/9/2015	6.500	98.00	98.50	6.75	6.62	236	145	6.81	6.69
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	101.62	102.00	5.96	8.72	141	87	0.60	0.61
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	112.00	112.00	6.97	9.71	272	214	2.77	3.11
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	101.29	101.54	8.04	8.14	373	282	6.46	6.55
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	100.75	100.75	7.15	9.18	265	207	0.36	0.36
МБФР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	102.00	102.00	7.57	8.46	335	270	1.81	1.85
МДМ Банк 06	\$200	B/Va2	23/9/2006	9.375	100.00	100.50	8.94	9.35	455	400	0.60	0.60
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	102.62	103.12	7.13	7.78	292	234	3.22	3.31
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/2008	8.000	103.00	103.50	6.67	7.75	241	180	2.35	2.43
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	97.00	97.38	5.63	4.50	131	69	2.22	2.16
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	106.31	106.31	6.35	9.17	208	142	1.72	1.82
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	105.00	106.00	6.98	7.94	282	215	3.74	3.95
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	104.00	104.00	7.17	7.69	298	223	4.50	4.68
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	102.10	102.27	6.96	8.99	268	199	1.03	1.05
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3	13/2/2007	9.125	101.00	101.00	8.10	9.03	383	317	0.93	0.94
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/9/2009	7.125	102.75	103.50	6.16	6.91	188	131	3.09	3.19
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	100.00	100.50	8.74	8.98	450	384	0.92	0.92
Промсвязь 10	\$200	B/B1	4/10/2010	8.500	99.84	100.09	8.50	8.50	442	375	3.65	3.65
ПСБ 08	\$300	n.r./Ba1/B+	29/7/2008	6.875	102.00	102.00	5.81	6.74	150	88	2.18	2.23
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Ba2/B+	29/9/2010	6.200	99.50	99.50	6.32	6.23	219	146	3.87	3.85
РБР 08	\$170	BB+/Baa2	11/8/2008	6.500	101.39	101.64	5.85	6.40	154	92	2.22	2.25
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	104.77	105.02	4.17	9.30	-18	-80	1.80	1.88
Роснефть 06	\$150	B-/Baa2	20/11/2006	12.75	105.55	105.68	5.57	12.07	108	48	0.75	0.80
РСХБ 10	\$250	n.r./Baa1/BBB-	27/11/2010	6.875	101.78	102.03	6.41	6.75	224	153	3.98	4.05
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	102.00	102.50	6.77	8.66	251	180	1.10	1.12
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	102.06	102.06	6.47	7.64	221	152	1.49	1.52
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	101.75	101.75	7.25	7.99	302	238	1.95	1.98
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	98.80	99.05	7.77	7.58	366	298	3.75	3.71
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	101.38	101.38	5.84	6.15	161	100	3.39	3.44
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	103.50	104.50	7.15	8.29	291	231	2.55	2.65
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	108.75	109.75	7.71	8.47	339	261	5.62	6.14
Сибнефть 07	\$400	BB-/Ba3	13/2/2007	11.50	106.38	106.38	5.14	10.81	73	7	0.93	0.99
Сибнефть 09	\$500	BB-/Ba3	15/1/2009	10.75	112.69	113.69	5.84	9.50	153	94	2.52	2.86
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	100.87	101.12	7.55	7.62	322	232	6.35	6.42
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	107.13	107.38	6.66	9.56	239	175	1.90	2.04
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	106.13	106.38	7.36	8.35	325	252	3.81	4.05
ТНК 07	\$700	BB/Ba2	6/11/2007	11.00	109.00	109.00	5.59	10.09	129	61	1.57	1.71
Уралсиль 06	\$140	B/n.r.	6/7/2006	8.875	100.75	100.75	7.10	8.81	257	203	0.42	0.42
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	4/2/2008	9.125	101.50	102.00	8.17	8.97	398	333	1.72	1.75
ХКФ 08II	\$275	B-/Ba3	30/6/2008	8.625	101.62	101.62	7.87	8.49	367	304	2.11	2.15
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	101.50	102.50	2.79	10.74	29	29	0.24	0.25
Газпром 10	€1000	BB/Baa1/BB+	27/9/2010	7.80	114.57	114.92	4.24	6.80	108	108	3.91	4.48
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/2011	6.45	111.39	111.99	4.11	5.77	87	87	4.76	5.31
Газпром 15	€1000	BB/Baa1/BB+	1/6/2015	5.88	108.50	108.50	4.74	5.41	140	140	7.09	7.69
Суверенные еврооблигации												
Россия 2007	\$2400	BBB/Baa2	26/6/2007	10.00	106.56	106.68	5.08	9.38	77		1.29	1.38

Рынок внутреннего долга

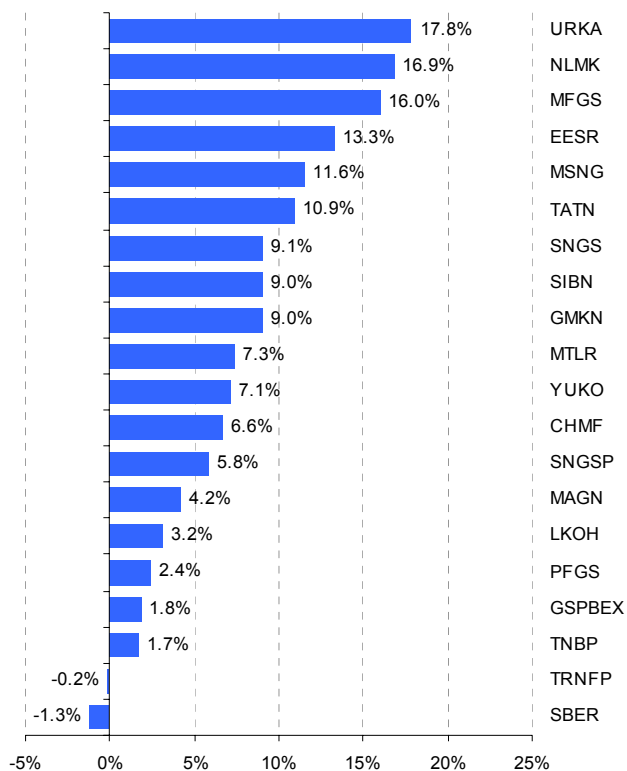
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	100.75	100.90	100.75	14,012.84	7.89	74	409	0.40	0.40
ВТБ-3	2,000	26/2/2006		15.50	100.45	100.58	100.45	22,389.09	7.22	212	513	0.07	0.07
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	99.90	-	99.95	4,997.50	5.86	1	337	0.15	0.15
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	99.42	99.50	99.67	1.00	6.64	(2)	92	1.17	1.16
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.95	101.99	101.73	-	6.35	(1)	59	0.93	0.94
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.95	105.00	105.00	86,702.40	6.90	9	52	3.30	3.47
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.25	102.65	102.25	254.02	6.25	(3)	39	1.55	1.58
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.53	100.80	100.80	38,304.00	6.80	10	54	2.99	3.01
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.80	101.00	100.80	504.10	8.70	5	246	3.64	3.67
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.51	101.70	101.50	5,584.10	6.45	18	52	1.66	1.68
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	99.50	-	100.25	-	7.91	(0)	243	0.77	0.78
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	102.30	102.50	102.50	-	8.17	8	216	2.08	2.13
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.90	102.20	102.00	8,770.98	6.69	1	74	1.69	1.72
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	105.05	105.40	105.35	8,428.00	6.84	(11)	50	3.24	3.41
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	-	-	100.00	-	6.69	0	100	1.29	1.29
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	-	-	100.00	-	6.78	0	63	2.67	2.67
РЖД-6	10,000	10/12/2010		7.35	101.11	101.30	101.30	138,997.18	7.15	3	74	3.93	3.98
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.30	102.50	102.31	41,368.64	7.24	4	81	5.19	5.31
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.80	101.05	100.80	30.24	7.47	4	177	1.21	1.22
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	99.70	99.99	99.90	-	7.37	0	125	2.32	2.31
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.35	100.50	100.50	35,403.43	9.25	(21)	310	2.45	2.47
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	103.26	-	6.94	(3)	248	0.50	0.52
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.70	106.00	105.99	-	8.29	(0)	198	3.08	3.26
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	-	101.00	-	7.47	(0)	176	1.31	1.32
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	106.20	106.65	106.35	-	7.88	(1)	229	1.30	1.38
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.26	103.00	102.70	-	8.01	(0)	188	1.96	2.01
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.35	103.40	103.40	17,568.03	8.61	10	221	3.85	3.98
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	101.45	101.50	101.45	3,260.10	7.94	38	430	0.37	0.37
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	-	109.00	-	3.97	(3)	-180	0.79	0.86
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	103.20	103.35	103.35	177.76	7.01	(37)	294	0.46	0.47
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	103.90	103.95	103.95	16,633.84	7.68	(0)	179	1.57	1.63
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	102.50	102.95	102.95	-	7.86	(0)	172	1.94	2.00
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	103.45	104.00	103.45	10,346.04	6.93	11	97	1.71	1.77
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	104.07	104.21	104.20	94,020.90	7.25	8	85	3.64	3.79
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	-	-	100.50	-	7.02	(0)	86	2.54	2.56
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	102.75	103.10	102.85	18,008.91	7.76	(10)	324	0.58	0.60
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	116.60	116.75	116.63	1,076.10	8.48	0	225	2.72	3.18
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.00	102.70	101.00	37,393.00	9.22	86	306	2.08	2.10
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	100.20	103.00	102.21	2,405.87	10.74	(3)	586	0.57	0.58
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	99.97	100.00	99.98	32,599.56	10.84	2	583	0.90	0.90
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	100.20	100.35	100.25	29,573.78	11.20	23	842	0.20	0.20
Субфедеральные облигации													
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	101.65	101.70	101.65	21,899.34	4.90	(4)	157	0.31	0.32
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	101.94	101.96	101.94	514.81	5.02	(9)	137	0.38	0.39
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	103.19	103.50	103.50	5.18	4.62	(42)	-39	0.63	0.65
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	108.70	109.45	108.66	27,440.65	5.14	3	-60	0.83	0.91
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	105.32	105.70	105.65	-	5.61	(1)	-8	1.21	1.28
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	106.00	107.50	105.90	-	6.02	(1)	25	1.37	1.45
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	106.50	107.59	107.30	1.07	5.70	(4)	-18	1.60	1.72
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	108.00	108.79	108.80	-	6.02	(0)	-13	2.08	2.26
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	110.30	110.96	110.30	2.21	6.15	11	0	2.49	2.75
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	-	-	111.65	-	6.27	(0)	-12	3.53	3.94
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	114.80	115.70	115.55	-	6.37	(0)	-3	3.92	4.53
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	112.12	112.23	112.23	442,387.71	6.72	2	18	6.00	6.73
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	-	117.01	107.00	484.71	6.31	(79)	53	1.37	1.47
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	112.70	112.80	112.70	3,944.50	6.77	3	60	2.75	3.10

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

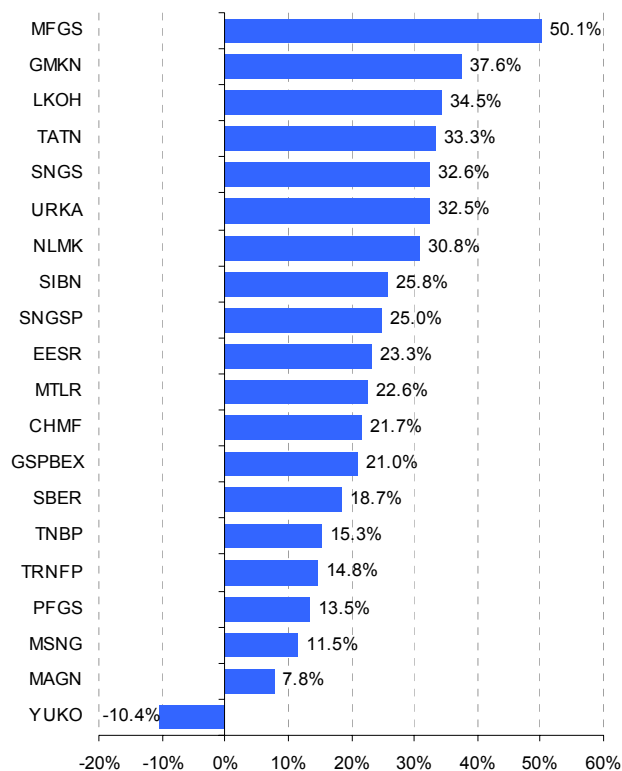
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

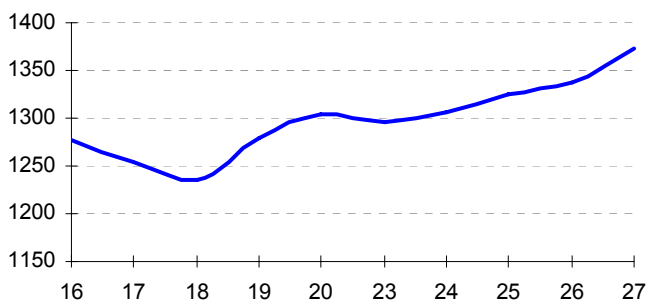
20 лидеров рынка – динамика за неделю



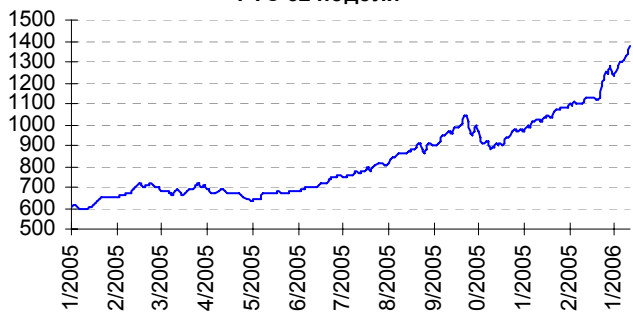
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



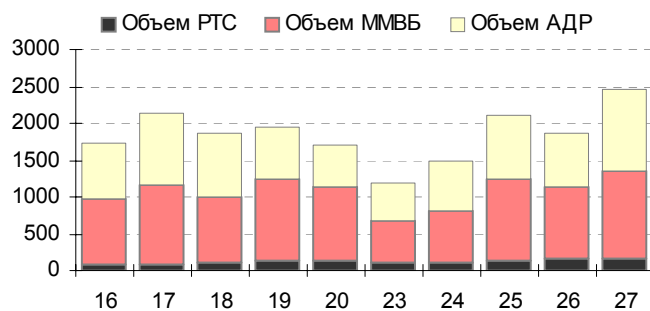
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

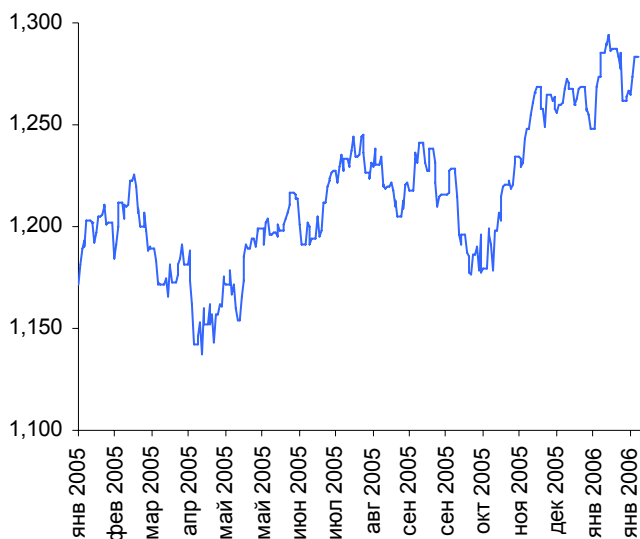


10 наиболее ликвидных акций РТС

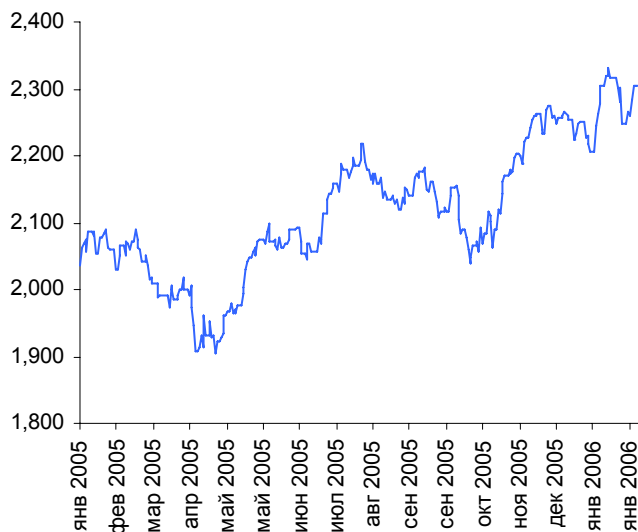
Компания	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	1.8	1098.4
РАО ЕЭС России	13.3	378.2
ЛУКОЙЛ	3.2	130.8
Сбербанк РФ	-1.3	40.9
ГМК Норильский никель	9.0	29.6
Сургутнефтегаз	9.1	22.2
Транснефть, прив.	-0.2	16.5
Сургутнефтегаз, прив.	5.8	10.2
Северсталь	6.6	6.8
Уралсвязьинформ	0.0	4.4

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

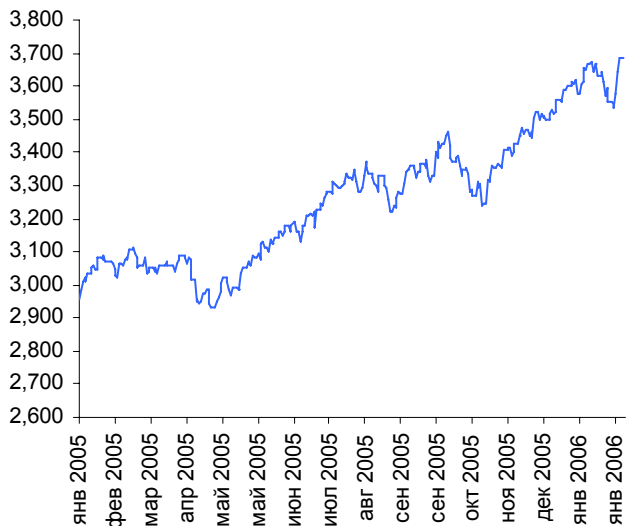
S&P 500



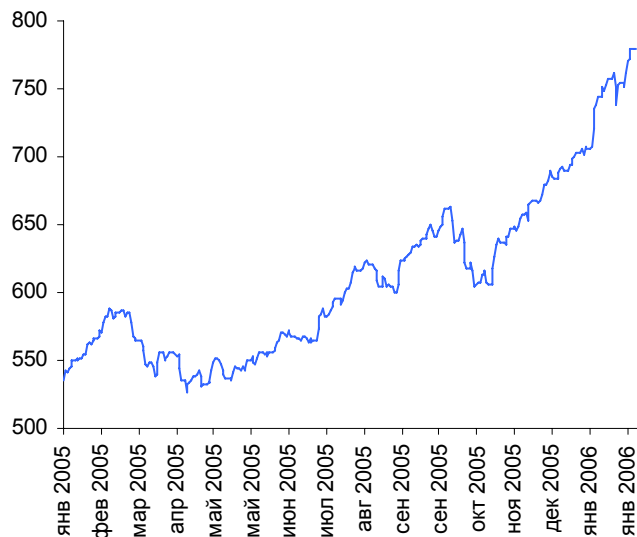
Nasdaq



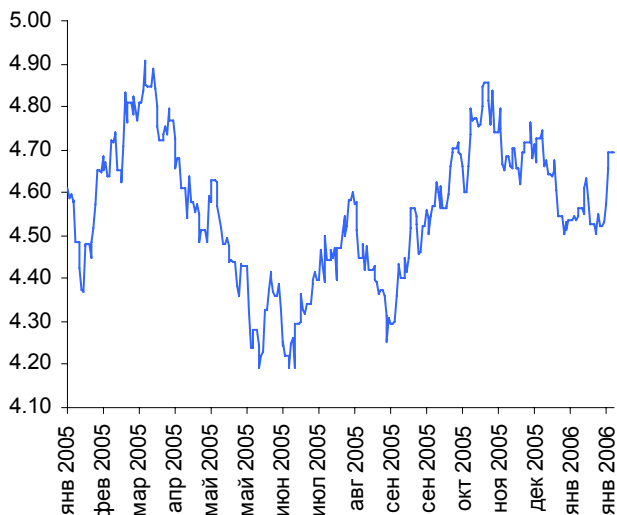
DJ Euro STOXX 50



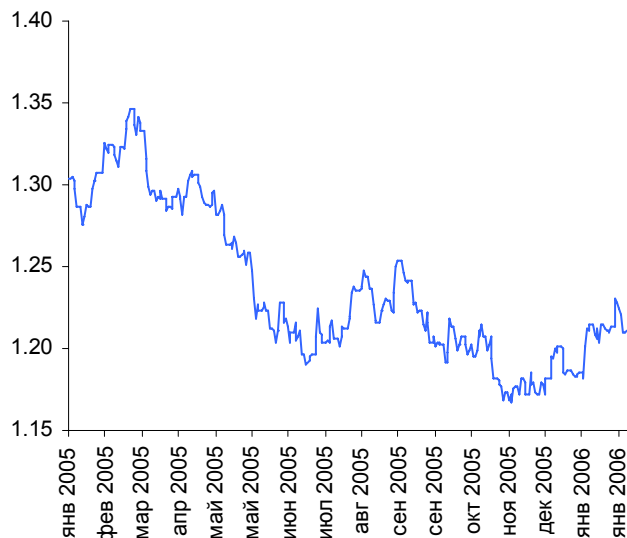
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
7 (495) 777-8877
7 (495) 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

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, выставяемых 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 связаться 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.

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:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

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

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonscurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonscurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (495) 777-8832

Стратегия

Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru
7 (495) 777-8835

Нефть/газ

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
7 (495) 777-8832

Русскоязычная аналитика

Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3124

Политика

Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (495) 777-8877, x3112

Дмитрий Лукашов, CFA

loukashov@aton.ru
7 (495) 777-8837

Потребительский сектор/Промышленность

Алексей Языков
yazikov@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3123

Долговой рынок

Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
7 (495) 777-8836

Артем Кончин

konchin@aton.ru
7 (495) 7778838

Татьяна Капустина

kapoustina@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3119

Алексей Ю

yu@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3114

Телекомы

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru
7 (495) 777-8834

Металлургия

Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3120

Мировые рынки

Валентин Журба
zhurba@aton.ru
7 (495) 777-8877, x4127

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru
7 (495) 777-8829

Владимир Катунин
katunin@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3118

Энергетика

Дмитрий Скрыбин
skryabin@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3114