

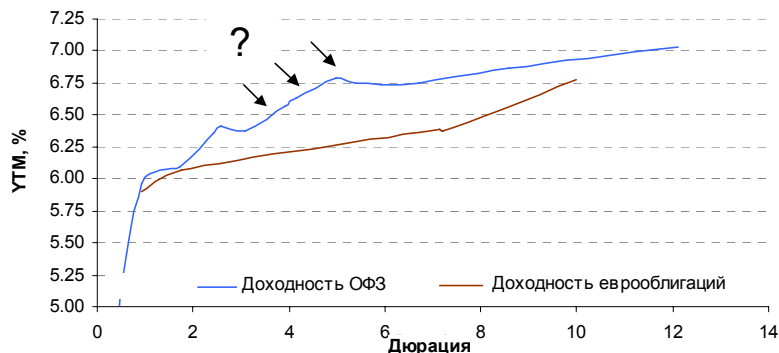
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Ростелеком". Опубликовал нейтральные результаты 2005 года по МСФО; ожидается давление на рентабельность и рост капвложений	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

КОММЕНТАРИЙ

Конвертируемость рубля благоприятно скажется на внутреннем рынке облигаций

Умеренный потенциал роста российских государственных облигаций



Источник: ММВБ; Bloomberg

С 1 июля 2006 года рубль стал полностью конвертируемым. Чисто технически, это означает, что иностранные инвесторы, которые захотят приобрести активы, номинированные в российской валюте, (а) не будут стеснены транзакционными ограничениями, такими как, например, необходимость открытия беспроцентных депозитов в Центральном банке и (б) им не придется иметь дело с существовавшей ранее сложной системой специализированных счетов.

Согласно положениям законодательства о валютном контроле, принятого в 2003 году, ЦБ имел право устанавливать ограничения (в виде требований о создании обязательных резервов) для обеспечения стабильности сальдо платежного баланса и поддержания золотовалютных запасов России. Все эти меры были направлены на ограничение притока "горячих денег" и предотвращения дестабилизации российского рынка в случае возникновения проблем на мировых финансовых рынках. По сути, эти ограничения являлись своего рода налогом на международные сделки на финансовых рынках.

Так, если иностранный инвестор намеревался приобрести финансовый инструмент, номинированный в российских рублях, он должен был поместить определенную долю инвестированной суммы на беспроцентный депозит в ЦБ на фиксированный промежуток времени. Данное ограничение существенно снижало доходность краткосрочных финансовых операций с рублевыми активами, однако влияние на долгосрочные инвестиции было не таким сильным. С 1 июля этого года инвесторам уже не нужно резервировать средства для осуществления практически всех видов операций с капиталом. Тем не менее, ЦБ и правительство пока сохраняют право восстанавливать ограничения на операции с капиталом, но они не будут иметь этого права уже в недалеком будущем; на внесение соответствующих изменений в законодательство о валютном контроле может уйти несколько месяцев.

Обязательное резервирование операций с финансовыми инструментами и капиталом

Операция	Тип счета	Обязательные резервы (% совокупного объема инвестиций)	
		Максимальные требования	До 1 июля
Общие требования			
Приток капитала		20% на 1 год	
Отток капитала		100% на 2 мес.	
Специфические требования			
Покупка государственных облигаций нерезидентами	C	20% на 1 год	7.5% на 1 год
Покупка корпоративных облигаций нерезидентами	O	20% на 1 год	1% на 1 год
Рублевые займы нерезидентов резидентам	B1	20% на 1 год	1% на 1 год
Кредиты в иностранной валюте, привлеченные резидентами у нерезидентов	P1	20% на 1 год	1% на 1 год
Покупка российских акций нерезидентами	A	20% на 1 год	Не регламентируется
Валютные займы резидентов нерезидентам	P2	100% на 2 мес.	25% на 2 нед.
Рублевые кредиты, привлеченные нерезидентами у резидентов	B2	100% на 2 мес.	25% на 2 нед.

Источник: Центральный банк

Наиболее характерной чертой российского рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью является, пожалуй, почти полное отсутствие нерезидентов в секторе государственных ценных бумаг (хотя иностранным инвесторам принадлежит, согласно оценкам, около 30% высококачественных корпоративных и муниципальных выпусков). Большинство экспертов объясняет это высокими транзакционными издержками (в частности, отменённого резервирования средств), а также особыми техническими характеристиками данного сегмента рынка (невысокие уровни доходности, низкая вторичная ликвидность, преобладание двух крупных игроков в лице Сбербанка и Пенсионного фонда). В результате отмены финансового контроля преодолена первая группа ограничений, однако сама по себе эта мера не решает технических проблем вторичного рынка ОФЗ.

Несмотря на сохранение сравнительно низких уровней доходности по российским облигациям, мы ожидаем увеличения присутствия иностранных инвесторов в некоторых сегментах рынка долговых инструментов (государственные облигации, корпоративные выпуски с высоким кредитным качеством). Кроме того, мы прогнозируем увеличение волатильности в сегменте российских суверенных ценных бумаг, поскольку (помимо других факторов) после отмены системы многочисленных специальных счетов иностранные инвесторы, совершающие сделки купли-продажи на российском рынке акций, могут свободно переключаться на российские безрисковые активы. Совокупный эффект для российского рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью будет, безусловно, положительным, однако пока трудно сказать, насколько.

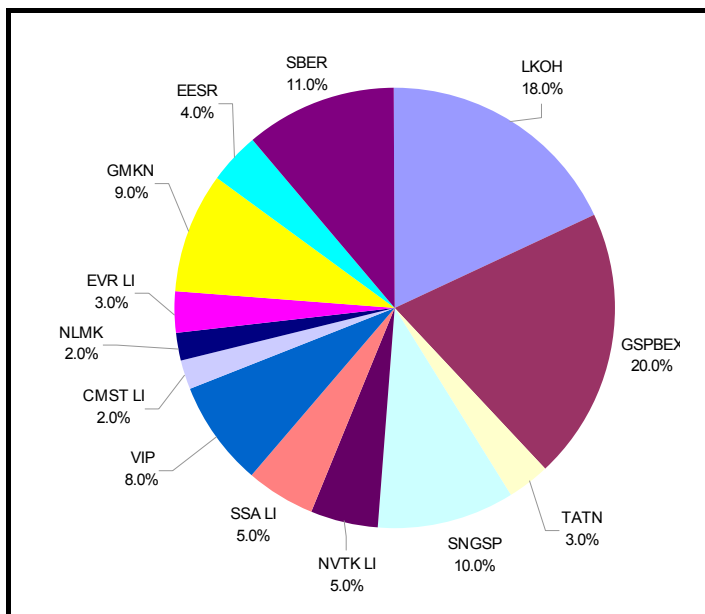
Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru

Алексей Ю
yu@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
3.07	"Ростелеком" опубликует результаты 2005 года по МСФО	Будут опубликованы данные о динамике затрат на строительство за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: -0.1%)	
	Банк России проведет 3 июля совещание, посвященное упрощению процедуры банковских IPO	Будет опубликовано значение индекса деловой активности (ISM) в секторе промышленного производства за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 55.0 пункта (предыдущее значение: 54.4 пункта)	
4.07	Росимущество проведет аукцион по продаже 7.2% акций "Центр-Телекома" и 4.64% акций "Урал-связьинфома"	Будут опубликованы данные об объеме продаж автомобилей за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 16.4 млн. (предыдущее значение: 16.1 млн.)	Будут опубликованы данные об уровне безработицы в странах евро-зоны за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 8.0% (предыдущее значение: 8.0%)
	Под председательством министра промышленности и энергетики России Виктора Христенко пройдет заседание Правительственной комиссии по техническому регулированию		Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей стран евро-зоны за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.8%)
5.07	"Аптека 36.6" опубликует результаты I квартала 2006 года по МСФО	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.0% (предыдущее значение: -1.8%)	Будут опубликованы данные о динамике объема розничной торговли стран евро-зоны за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 1.4%)
	Купонная выплата по облигациям "Северо-Западного Телекома", 02 серии		
6.07	Состоится интернет-конференция президента России Владимира Путина	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 2 июля 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 313 тыс.)	
		Будет опубликовано значение индекса деловой активности (ISM) в непромышленных секторах экономики за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 59.0 пункта (предыдущее значение: 60.1 пункта)	
7.07	Акционеры Rambler Media на внеочередном общем собрании рассмотрят вопрос об увеличении количества членов правления с 5 до 7 человек	Будут опубликованы данные об уровне безработицы за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.6% (предыдущее значение: 4.6%)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель продемонстрировал весьма неплохие результаты, повысившись на 12.51% на фоне роста индекса РТС на 11.13%.

Наилучшую динамику продемонстрировали акции металлургических компаний – НЛМК и ГМК "Норильский никель", котировки которых выросли за неделю на 20.1% и 26.0% соответственно. Кроме того, заметно опередили рынок акции ЛУКОЙЛа, подорожавшие на 19.4%.

Заметно отстали от рынка только акции "Комстар-Объединенные Телесистемы" и РАО "ЕЭС России", котировки которых выросли за неделю на 2.7% и 3.9% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	12.51%	11.13%	1.38%	-2.49%	-2.65%	0.17%	42.91%	32.79%	10.12%

Рекомендуемый портфель

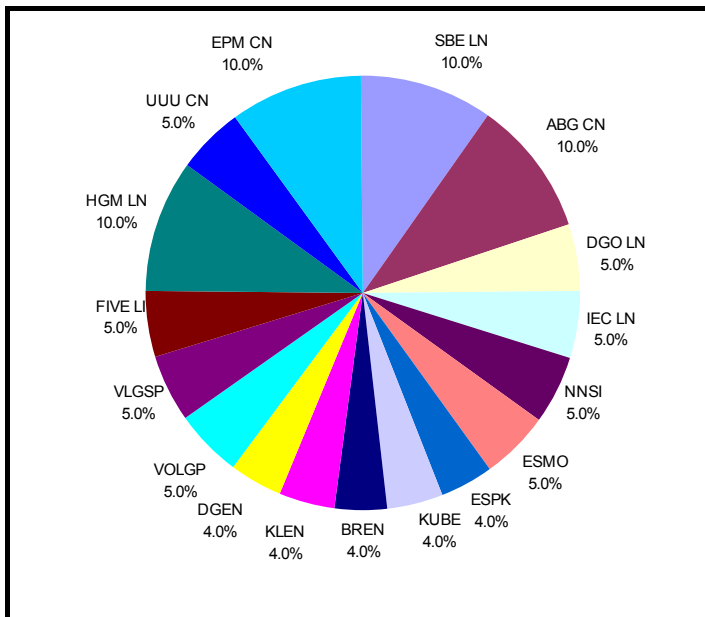
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 30/06, \$	Цена 23/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙл	LKOH	15.81%	18.0%	83.34	69.83	19.4%	40.1%
Газпром	GSPBEX	15.03%	20.0%	10.49	9.57	9.6%	55.2%
Татнефть	TATN	2.24%	3.0%	3.89	3.51	10.8%	19.0%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.52%	10.0%	1.05	0.95	11.1%	18.1%
НОВАТЭК	NVTCLI	2.87%	5.0%	44.00	40.20	9.5%	100.9%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	5.0%	20.10	18.50	8.6%	-16.6%
Вымпелком	VIP	0.00%	8.0%	45.82	42.10	8.8%	2.1%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	5.99	5.83	2.7%	-16.7%
Металлургия							
НЛМК	NLMK	1.77%	2.0%	2.25	1.87	20.1%	57.0%
"Евраз-групп"	EVR LI	0.00%	3.0%	24.95	21.80	14.4%	37.8%
ГМК Норильский никель	GMKN	7.63%	9.0%	130.00	103.17	26.0%	98.2%
Прочие							
РАО ЕЭС России	EESR	3.76%	4.0%	0.69	0.67	3.9%	63.7%
Сбербанк РФ	SBER	11.40%	11.0%	1,707	1,610	6.0%	30.3%
Всего		100%				12.5%	42.9%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	10.77	6.2	3.8	3.7	14.5	8.3	7.7	22.2	11.6	10.8	20.0	10.1	9.4	МСФО
Газпром, ADS	43.10	6.2	3.8	3.7	14.6	8.3	7.8	22.2	11.6	10.8	20.0	10.1	9.4	МСФО
ЛУКОЙЛ	87.14	1.3	1.1	1.2	6.9	6.6	6.9	10.8	10.0	10.6	11.4	10.1	8.7	US GAAP
Сургутнефтегаз (без учета казн. акций)	0.74	1.8	1.3	1.5	4.8	4.3	4.6	7.6	6.8	7.1	6.7	5.9	5.4	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.43	3.3	2.4	2.7	8.7	7.9	8.3	14.3	12.7	13.3	12.6	11.0	10.1	РСБУ
Сибнефть	3.81	1.3	1.3	1.5	4.7	4.9	5.9	6.4	5.3	6.6	7.5	5.3	5.4	US GAAP
Татнефть	4.94	1.0	0.8	0.9	4.8	4.6	5.6	7.2	6.9	8.7	6.2	5.0	5.9	US GAAP
Транснефть	N.A.	2.0	1.8	1.7	3.9	3.5	3.3	5.4	4.7	4.6	4.3	3.5	3.4	МСФО
ТНК-ВР Холдинг	3.60	1.7	1.3	1.4	4.8	4.7	5.2	6.8	6.6	7.4	5.7	5.1	6.1	US GAAP
НОВАТЭК	39.86	9.1	7.4	6.8	17.0	12.9	13.4	34.8	19.8	21.1	37.3	17.9	17.7	РСБУ
Burren Energy	19.77	5.8	4.1	4.4	7.6	4.9	5.4	11.2	6.6	7.4	10.3	6.3	6.3	UK GAAP
Dragon Oil	4.93	5.4	3.2	2.8	6.5	3.6	3.2	14.1	5.9	5.3	-16.1	5.3	4.5	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	40.58	3.0	2.8	2.6	5.9	5.3	5.1	10.7	10.4	9.0	6.7	4.7	4.9	US GAAP
АФК Система	27.00	2.4	2.1	1.9	6.0	4.6	4.2	18.8	10.2	8.8	5.7	3.6	3.2	US GAAP
Вымпелком	61.56	3.7	3.0	2.6	7.6	6.0	5.1	15.5	11.8	9.5	7.3	6.3	5.0	US GAAP
Ростелеком	N.A.	2.3	N.M.	N.M.	12.6	N.M.	N.M.	96.2	N.M.	N.M.	8.6	N.M.	N.M.	МСФО
МГТС	N.A.	2.9	2.4	2.1	6.8	5.7	4.9	11.3	9.2	7.5	6.6	5.8	5.0	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.3	1.1	1.0	4.3	3.9	3.7	12.0	10.7	9.7	5.2	4.5	4.1	US GAAP
РБК	N.A.	7.5	4.1	3.5	23.1	11.7	9.0	34.5	20.3	15.3	31.7	16.6	12.8	МСФО
ЮТК	0.15	1.9	2.0	1.8	7.4	7.2	6.1	N.M.	37.9	9.2	3.1	2.4	2.1	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.1	2.1	2.0	7.0	6.1	5.7	11.2	9.5	8.1	5.3	4.2	4.0	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	1.7	1.6	1.4	5.1	4.1	3.7	6.7	5.1	4.2	3.6	2.8	2.5	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	1.5	1.5	1.4	6.2	4.2	3.6	13.0	4.7	3.5	3.6	2.7	2.3	МСФО
С-З. Телеком	1.36	1.7	1.7	1.6	5.5	4.6	4.3	8.5	6.3	5.6	4.6	3.5	3.4	МСФО
Центртелеком	0.60	1.6	1.7	1.6	6.5	5.7	5.2	N.M.	N.M.	26.5	3.7	3.4	3.1	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.3	1.4	1.2	5.8	4.7	4.0	10.9	6.5	4.6	5.0	3.7	2.9	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.4	2.2	2.1	7.0	6.2	5.8	12.0	11.5	10.6	7.7	6.8	6.2	РСБУ
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.4	1.3	N.M.	7.0	6.5	N.M.	24.0	21.2	N.M.	6.9	6.4	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	2.2	2.0	N.M.	22.1	27.0	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	35.6	N.M.	МСФО
Костромская ГРЭС	0.29	4.3	3.8	3.3	16.4	15.5	13.9	30.1	27.0	22.9	19.1	18.2	16.7	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	3.2	2.9	N.M.	35.0	34.4	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	36.5	36.5	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	N.A.	3.5	2.8	2.7	7.3	4.9	4.9	10.6	7.1	6.8	8.3	5.4	5.8	МСФО
Северсталь	11.93	1.4	1.4	1.4	5.3	5.3	4.9	8.5	9.1	8.3	6.7	7.1	6.4	МСФО
НЛМК	2.16	2.6	2.4	2.3	5.4	5.6	5.8	9.7	8.0	10.1	8.9	11.3	8.5	US GAAP
ММК	N.A.	1.5	1.8	N.M.	3.8	7.4	N.M.	6.1	12.9	N.M.	4.3	8.2	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	0.9	1.1	N.M.	2.2	3.7	N.M.	3.7	6.7	N.M.	2.6	4.4	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.4	0.4	N.M.	1.1	1.7	N.M.	2.4	4.0	N.M.	1.6	3.1	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.0	2.4	2.1	9.0	5.8	4.8	13.1	8.0	6.5	21.1	9.2	7.2	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	20.1	N.M.	N.M.	4.0	N.M.	N.M.	МСФО
Пятерочка	20.51	1.9	1.3	1.0	16.1	13.0	9.7	27.6	24.2	16.8	14.7	13.0	10.0	МСФО
Седьмой континент	24.50	1.9	1.4	1.0	18.4	11.7	9.1	30.0	20.2	16.0	23.6	13.4	10.4	МСФО
Efes Breweries	32.17	1.9	1.6	1.4	9.8	7.8	6.9	27.9	19.5	16.0	14.1	11.2	9.3	МСФО
Балтика	41.50	4.6	3.2	2.4	15.0	10.6	8.3	21.9	15.5	11.4	25.6	6.8	8.0	US GAAP
Лебедянский	75.20	2.3	1.8	1.6	8.0	7.0	6.6	15.0	11.7	10.2	15.9	12.0	9.9	МСФО
Вимм-Билль-Данн	24.20	1.5	1.3	1.2	20.2	16.0	13.9	89.8	48.5	35.9	23.3	17.6	15.2	US GAAP
Северсталь-Авто	30.30	0.9	0.8	0.7	6.5	5.6	4.7	11.8	10.8	8.6	6.0	4.4	4.1	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	5.0	5.0	4.2	16.4	14.7	10.0	4.6	4.2	3.6	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.1	1.9	1.8	13.2	11.9	10.9	17.9	16.7	15.4	24.4	14.5	13.4	US GAAP
Калина	38.53	1.2	1.0	0.9	6.9	6.0	5.6	12.3	11.6	10.6	41.1	12.8	9.3	МСФО
НПК Иркут	N.A.	1.3	0.9	N.A.	5.6	4.2	N.A.	8.2	5.1	N.M.	7.1	14.5	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	21.5	22.4	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	23.1	13.9	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	N.A.	1.5	1.1	0.9	22.3	17.7	16.3	N.M.	67.5	56.3	112.5	48.2	37.5	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" отстал от рынка, повысившись лишь на 3.11%, поскольку в условиях всплеска спроса на "голубые фишки" многие менее ликвидные бумаги традиционно остались в стороне от внимания инвесторов.

Среди акций, пользовавшихся спросом со стороны участников рынка, наилучшие результаты продемонстрировали бумаги "Пятерочки" и Dragon Oil, котировки которых выросли на 14.8% и 15.5% соответственно, а также акции Sibir Energy, которые подорожали за неделю на 11.3%, практически в точности повторив динамику рынка.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

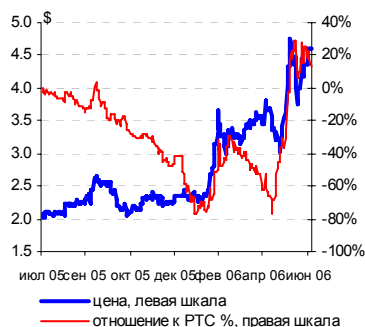
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 30/06, \$	Цена 23/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	SBE LN	10.0%	8.92	8.02	11.3%	41.7%
Arawak Energy	ABG CN	10.0%	2.02	2.04	-1.3%	45.6%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	2.96	2.57	15.5%	-13.2%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	15.53	14.41	7.8%	99.2%
ВолгаТелеком	NNSI	5.0%	3.07	2.94	4.6%	-21.5%
Центртелеком	ESMO	5.0%	0.41	0.43	-5.6%	-18.8%
Дальсвязь	ESPK	4.0%	2.50	2.50	0.0%	0.0%
Кубаньэнерго	KUBE	4.0%	33.00	33.00	0.0%	83.3%
Брянскэнерго	BREN	4.0%	4.70	4.70	0.0%	67.9%
Калугаэнерго	KLEN	4.0%	1.01	1.01	0.0%	54.6%
Дагэнерго	DGEN	4.0%	0.02	0.02	0.0%	76.9%
Волжская ГЭС, прив.	VOLGP	5.0%	0.22	0.22	0.0%	5.2%
Жигулевская ГЭС, прив.	VLGSP	5.0%	0.21	0.21	0.0%	100.0%
Пятерочка	FIVE LI	5.0%	16.65	14.50	14.8%	15.6%
Highland Gold	HGM LN	10.0%	4.24	4.45	-4.7%	0.4%
UrasiaEnergy	UUU CN	5.0%	2.51	2.34	6.9%	34.3%
European Minerals	EPM CN	10.0%	0.85	0.82	3.7%	0.9%
Всего		100%			3.1%	176.5%

"РОСТЕЛЕКОМ"

ОПУБЛИКОВАЛ НЕЙТРАЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ 2005 ГОДА ПО МСФО; ОЖИДАЕТСЯ ДАВЛЕНИЕ НА РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И РОСТ КАПВЛОЖЕНИЙ

Тикер	RTKM	RTKMP
Рекомендация	U.R.	U.R.
Цена, \$	4.6	2.05
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	N.A.	N.A.
Потенциал роста/снижения	-	-

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	Обыкн	Прив.
Рын. кап., \$ млн.	3,352	498
Чистый долг, \$ млн.	-473	
EV, \$ млн.	3,377	
Кол-во акций, млн.	728.7	242.8
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	49%	77%
Кол-во акций на ADR	6.00	6.00
Дивиденды 2005, \$	0.060	0.133
Дивидендная доходность	1.31%	6.51%

МСФО, \$ млн.	2005	2006P	2007P
Выручка	1,295	1,459	U.R.
ЕВITDA	434	268	U.R.
Чистая прибыль (скорректированная)*	148	35	U.R.
Операционный денежный поток	269	390	U.R.
Оценка стоимости			
EV/ЕВITDA	7.8	12.6	U.R.
P/E	22.6	96.2	U.R.
P/CF	12.5	8.6	U.R.

"Ростелеком" опубликовал результаты 2005 года по МСФО, которые соответствовали консенсус-прогнозу после корректировки с учетом убытка от переоценки активов в связи со снижением NPV при новом режиме расчетов.

Показатели "Ростелекома" за 2005 год по МСФО – показатель ЕВITDA и чистая прибыль снизились из-за убытка от переоценки активов

	2004	2005	Изм.
Выручка	1 295	1 459	13%
междугородняя связь	600	646	8%
входящая международная связь	140	146	4%
исходящая международная связь	315	335	7%
аренда каналов	154	195	27%
прочее	86	137	58%
Операционные затраты, включая	1 122	1 445	29%
ФОТ	177	204	15%
общие и административные	116	143	22%
платежи операторам	499	541	9%
амортизация	260	254	-2%
переоценка активов	-	177.1	N/A
убыток от списания оборудования	7.5	48.3	541%
Операционная прибыль	174	14	-92%
ЕВITDA	434	268	-38%
Процентные расходы	-0.5	-2.7	508%
Неоперационные статьи	21.8	48.1	121%
Балансовая прибыль	195	59.6	-69%
Налог на прибыль	-47	-25	-47%
Чистая прибыль	148	35	-76%
Рентабельность ЕВITDA	34%	18%	-15pp.
Чистая рентабельность	11%	2%	-9pp.
Корректировки на неоперационные статьи			
Операционная прибыль	181	240	32%
ЕВITDA	442	494	12%
Чистая прибыль	153.8	169.4	10%
Рентабельность ЕВITDA	34%	34%	0pp.
Чистая рентабельность	11.4%	11.6%	0.2pp

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Эффект от уменьшения стоимости активов отражает негативное воздействие нового режима расчетов с региональными операторами, который, по сути, привел к снижению рентабельности компании в сегменте междугородней связи, и поэтому, по нашему мнению, заслуживает самого серьезного внимания. В частности, менеджмент компании повторил сделанное ранее заявление о том, что новый режим предусматривает двукратную выплату компенсации региональным операторам связи, которая является механизмом перекрестного субсидирования местных телефонных переговоров.

Рост выручки "Ростелекома" был обеспечен, в первую очередь, ростом доходов от аренды каналов – иными словами, бизнес компании оказался более зависим от оптового сегмента, но не стал более ориентированным на конечного пользователя, и данное изменение нельзя считать положительным. Хотя оптовый сегмент, по всей вероятности, сохранит высокие темпы роста в ближайшие два-три года, в более долгосрочной перспективе данное направление является тупиковым, поскольку, как показывает международный опыт, только доступ к участку последней мили обеспечивает более или менее надежную возможность создания стоимости в телекоммуникационном бизнесе.

Операционный денежный поток компании составил \$390 млн., увеличившись на 45% по сравнению с 2004 годом, хотя свободный денежный поток практически не изменился, оставшись на уровне \$112.4 млн. из-за роста капиталовложений. У нас есть серьезные сомнения в способности менеджмента обеспечивать доходность вложений денежных средств, генерируемых компанией.

"Ростелеком" повысил прогноз капиталовложений на 70% до \$350 млн., хотя возможность получения дополнительной выручки от увеличения капиталовложений, по нашему мнению, является весьма сомнительной. Насколько мы понимаем, увеличение капиталовложений связано, в первую очередь, с 1) необходимостью дополнительных капиталовложений в оборудование для расчета стоимости услуг (биллинговая система) в связи с введением нового режима регулирования отрасли и 2) организацией представительств компании в регионах, которые, по замыслу компа-

нии, должны стать трамплинами для выхода в сегмент корпоративных пользователей. Упомянутые выше неблагоприятные изменения режима расчетов с региональными компаниями вызывают сомнения в экономической оправданности первой категории капиталовложений. Выход в сегмент конечных пользователей также представляется непростой задачей, учитывая отсутствия у "Ростелекома" опыта продаж и жесткую конкуренцию в сегменте.

Мы видим риск замедления темпов органического роста выручки и падения рентабельности в среднесрочной перспективе. Выручка замедлит рост по мере постепенного сокращения доли "Ростелекома" на рынке конечных пользователей из-за конкуренции, тогда как эффект низкой базы, обеспечивающий динамичный рост выручки от аренды каналов, постепенно сойдет на нет. Что касается расходов компании, мы считаем вероятным увеличение административных затрат и расходов на персонал в связи с организацией региональных центров компании и инфляцией.

Таким образом, мы считаем, что бизнес-модель компании остается весьма слабой в сложившейся в отрасли обстановке и едва ли позволит получать значительный доход на вложенный капитал, а у менеджмента очень мало пространства для маневра, чтобы не допустить дальнейшего ухудшения состояния бизнеса компании.

Мы считаем, что при коэффициенте EV/EBITDA 2006П выше 7 оценка стоимости "Ростелекома" является неоправданно завышенной; **наша прогнозируемая цена акций компании на конец 2006 года в настоящее время пересматривается.**

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	97.83	98.08	9.58	8.93	479	372	2.32	2.28
Алроса 08	\$500	B+/Ba3	6/5/2008	8.125	102.75	102.75	6.52	7.91	155	61	1.66	1.71
Алроса 14	\$300	B+/Ba3	17/11/2014	8.875	108.81	108.81	7.44	8.16	251	122	5.83	6.35
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.00	100.00	7.73	7.75	254	193	0.56	0.56
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	99.00	99.00	8.30	7.83	343	246	1.73	1.71
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	98.50	100.50	8.76	8.67	411	270	3.56	3.54
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB-	28/9/2009	8.000	101.38	101.75	7.44	7.88	255	139	2.73	2.77
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB-	26/11/2010	7.375	99.13	99.88	7.51	7.41	274	137	3.63	3.61
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB-	13/5/2013	7.335	97.65	98.65	7.68	7.34	696	150	5.18	5.08
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	97.25	99.25	7.98	7.63	329	187	3.60	3.54
Бинбанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.500	99.22	99.34	9.76	9.50	498	390	2.41	2.39
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.25	102.25	7.48	8.35	257	162	1.69	1.72
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB	11/12/2008	6.875	100.50	101.50	6.42	6.81	146	43	2.19	2.21
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB	12/10/2011	7.500	102.38	102.38	6.95	7.33	218	77	4.20	4.30
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB-	4/2/2010	6.315	98.25	98.25	6.87	6.43	203	74	3.04	2.99
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB	2/7/1935	6.250	97.50	97.50	6.62	6.41	163	34	6.47	6.31
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	106.00	106.00	7.69	9.43	280	170	2.50	2.65
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	99.00	99.00	8.32	8.08	351	227	2.95	2.92
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	99.50	99.50	8.49	8.42	380	239	4.09	4.07
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	95.31	95.56	8.95	8.65	407	279	6.43	6.14
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	102.00	102.00	6.56	8.95	154	74	0.76	0.78
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	111.13	111.63	6.61	9.43	168	51	2.73	3.04
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	114.63	114.63	6.85	8.40	196	64	4.82	5.53
Газпром 13a	\$646	BB+/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	97.25	97.25	6.69	5.78	122	60	2.49	2.42
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	100.50	101.25	7.00	7.14	206	77	4.05	4.08
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	113.00	113.00	7.50	7.63	248	72	11.05	12.49
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	101.00	101.00	6.77	7.18	182	81	2.07	2.09
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	93.50	93.50	7.49	6.95	253	125	6.53	6.11
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.25	100.75	6.49	8.83	121	54	0.21	0.21
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.25	109.25	7.46	9.95	256	144	2.49	2.72
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	97.59	97.84	8.61	8.44	372	244	6.23	6.09
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	99.75	99.75	8.77	8.65	393	301	1.47	1.46
МДМ Банк 06	\$200	B-/Ba2	23/9/2006	9.375	100.38	100.44	7.46	9.34	223	156	0.22	0.22
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.22	99.54	7.96	7.55	806	218	1.31	1.30
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.02	99.11	8.34	6.86	320	257	0.58	0.57
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	99.63	100.25	8.02	8.00	318	197	2.91	2.91
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.13	101.13	7.45	7.91	253	152	2.02	2.04
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.03	96.47	6.40	4.55	144	47	1.85	1.78
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	103.00	103.50	7.53	9.44	261	170	1.38	1.42
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	99.25	99.25	8.58	8.44	386	251	3.43	3.40
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	98.00	98.00	8.45	8.16	374	235	4.21	4.12
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	100.51	100.61	8.16	8.95	311	240	0.66	0.67
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	97.71	97.96	8.02	8.69	320	186	5.05	4.94
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.00	100.00	9.09	9.13	400	337	0.56	0.56
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	98.70	99.20	8.66	8.34	384	275	2.44	2.42
Норникель 09	\$500	BB+/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.00	101.00	6.77	7.05	185	68	2.78	2.80
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	101.02	101.16	7.12	8.90	190	128	0.56	0.57
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	98.06	98.56	8.70	8.14	385	279	2.32	2.28
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	98.66	98.91	8.84	8.60	413	279	3.39	3.35
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB-	29/7/2008	6.875	99.40	99.65	6.92	6.91	198	100	1.83	1.83
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BB+	29/9/2010	6.200	93.50	93.50	8.03	6.63	334	193	3.53	3.30
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	98.59	98.84	7.16	6.58	223	125	1.87	1.84
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.70	103.95	3.68	9.39	-139	-240	1.65	1.71
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	102.50	103.50	4.84	12.38	-58	-115	0.37	0.39
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB-	27/11/2010	6.875	99.50	100.00	6.94	6.89	215	78	3.68	3.67
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB	16/5/2013	7.175	99.15	99.65	7.29	7.18	240	108	5.23	5.20
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	99.88	100.62	8.39	8.66	343	265	0.73	0.73
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	99.65	100.65	7.66	7.79	275	189	1.13	1.13
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	98.00	99.50	8.88	8.23	404	310	1.60	1.58
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	93.57	93.82	9.32	8.00	464	329	3.44	3.22
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	95.25	95.50	9.84	9.04	526	384	3.75	3.58
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	95.54	95.79	10.11	9.28	554	413	3.52	3.37
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB	15/5/2013	6.480	97.65	98.65	6.82	6.60	191	59	5.34	5.24
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	98.50	98.50	6.70	6.32	186	56	3.06	3.02
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	101.50	101.50	7.98	8.50	309	204	2.24	2.27
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	102.50	102.50	8.80	9.02	395	267	5.34	5.48
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/5/2009	9.000	98.77	99.02	9.44	9.10	464	356	2.41	2.38
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/2/2007	11.50	102.81	103.25	6.41	11.16	116	54	0.57	0.58

Рынок внутреннего долга

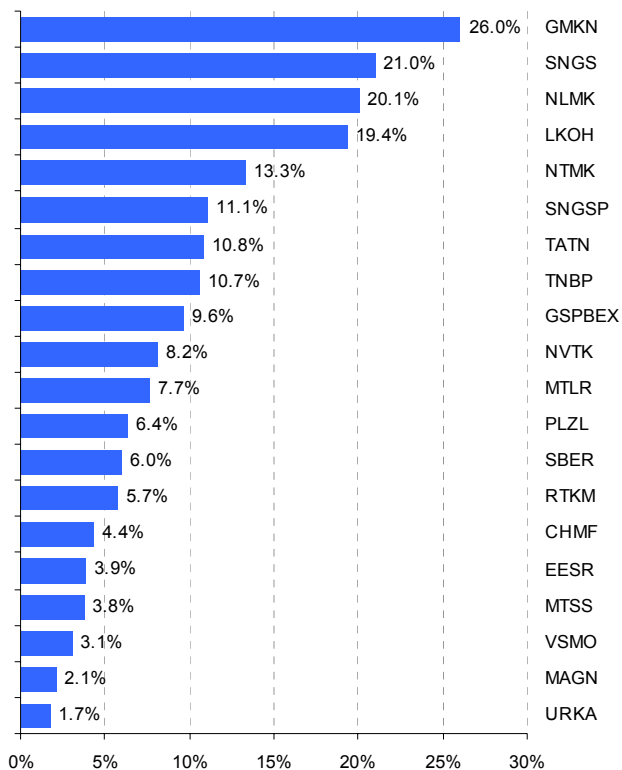
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	99.00	100.00	100.00	200,000.00	7.95	1	198	0.93	0.93
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.20	9,118.20	6.27	(25)	76	0.69	0.69
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	99.99	99.99	2,020.98	6.36	(29)	66	0.77	0.77
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.95	101.10	101.10	5,151.11	6.14	(20)	98	0.52	0.52
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	102.31	103.25	103.25	509,793.19	7.31	(21)	91	3.01	3.11
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.15	101.20	101.20	30,459.94	6.68	(8)	67	1.18	1.20
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	99.20	99.48	99.48	135,875.51	7.26	(26)	86	2.67	2.66
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.98	101.15	101.15	8,968.44	8.58	(4)	218	3.39	3.43
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.75	100.94	100.94	3,550.72	6.63	(3)	60	1.30	1.31
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.00	-	8.24	0	262	0.63	0.63
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	-	-	102.05	10,203.48	8.20	(4)	219	1.75	1.79
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.24	-	101.20	-	6.97	(0)	93	1.33	1.35
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	103.21	103.60	103.60	2,990.84	7.25	(20)	87	2.94	3.04
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	99.85	100.40	100.00	2.00	6.69	(17)	73	0.91	0.91
РЖД-5	10,000	21/11/2009		6.67	98.51	98.80	98.69	281,900.54	7.37	(11)	100	2.25	2.22
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	99.95	100.05	100.00	1,158,969.01	7.48	(6)	92	3.65	3.65
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	100.50	101.00	100.99	165,235.56	7.49	(6)	79	4.94	4.99
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.50	100.58	100.50	1,929.60	7.53	2	170	0.84	0.84
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	98.51	98.85	99.90	296.55	7.37	0	104	1.99	1.99
Русснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.21	100.50	100.50	381,158.33	9.22	(2)	286	2.15	2.16
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	100.62	-	7.92	(11)	402	0.12	0.12
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	103.85	104.00	103.95	90,517.02	8.80	(9)	242	2.79	2.91
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	101.29	101.30	-	6.84	(0)	87	0.94	0.96
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	-	-	104.00	-	8.47	(1)	265	0.89	0.93
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.70	102.75	101.00	-	8.77	(0)	271	1.62	1.64
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.25	102.45	102.40	61,185.20	8.83	(0)	227	3.59	3.68
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	0/1/1900	5.50	90.50	99.00	100.00	-	5.66	1	-65	2.68	2.68
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	103.31	105.00	104.03	-	5.07	(6)	19	0.40	0.42
УралСвзИн6	3,000	18/7/2006		14.25	-	100.33	100.30	25,075.00	7.94	(71)	452	0.05	0.05
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.50	102.93	102.85	33,845.01	7.84	12	183	1.22	1.26
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.20	101.40	101.35	12,177.50	8.53	(25)	244	1.61	1.63
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.40	102.80	102.80	25,619.60	6.88	(26)	84	1.36	1.40
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	102.14	102.30	102.30	195,526.35	7.71	(15)	119	3.35	3.43
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	99.05	99.33	99.33	488,127.10	7.54	(20)	117	2.21	2.19
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	-	101.50	101.03	28,284.20	7.34	(93)	345	0.20	0.21
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	112.25	112.40	112.40	54,450.44	9.37	(9)	300	2.46	2.77
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.05	102.45	102.30	36,816.57	8.38	(7)	218	1.77	1.81
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	100.82	100.99	100.95	31,603.81	9.55	(51)	535	0.20	0.20
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	100.40	100.81	100.10	11,113.32	10.55	38	605	0.55	0.55
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	10.90	100.96	101.40	101.40	198,594.98	9.91	(36)	0	1.14	1.16
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	100.01	105.00	101.00	11,899.82	5.76	83	148	0.23	0.23
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	104.65	-	104.70	-	4.99	(6)	0	0.46	0.48
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.20	104.50	104.80	-	4.53	(2)	-129	0.84	0.88
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	102.01	107.65	105.20	-	5.22	(1)	-76	1.03	1.08
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	105.00	106.00	106.45	71.32	5.03	(36)	-98	1.22	1.30
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	107.50	108.00	107.88	1,132.74	5.72	6	-45	1.75	1.89
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	108.10	108.94	108.30	195,141.09	6.41	13	5	2.18	2.36
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	108.50	111.00	104.97	63,313.00	7.80	106	126	3.23	3.39
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.40	112.75	112.75	565,624.89	6.78	(10)	22	3.65	4.12
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	108.60	108.80	108.80	307,121.82	7.10	(6)	38	5.55	6.04
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	104.45	104.90	104.85	7,339.50	6.60	(29)	62	1.03	1.08
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	109.53	110.90	110.90	176,109.15	6.88	(65)	50	2.39	2.65
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	106.80	107.05	107.05	903,031.03	7.36	(10)	99	2.45	2.62
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	105.90	106.10	106.00	1,719,182.47	7.63	(5)	105	3.83	4.06

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

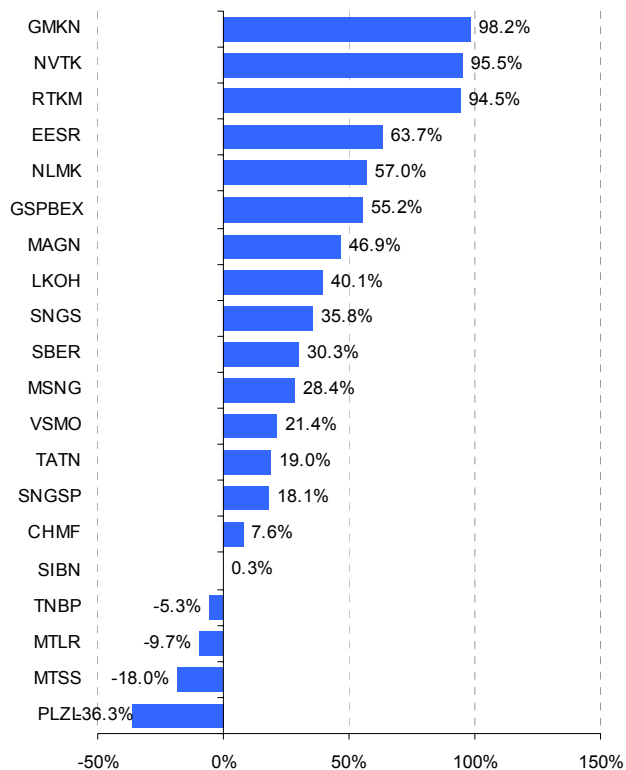
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

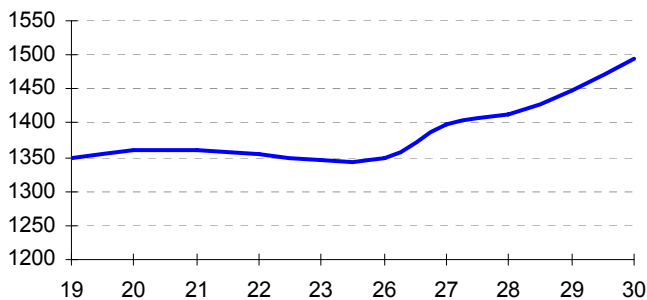
20 лидеров рынка – динамика за неделю



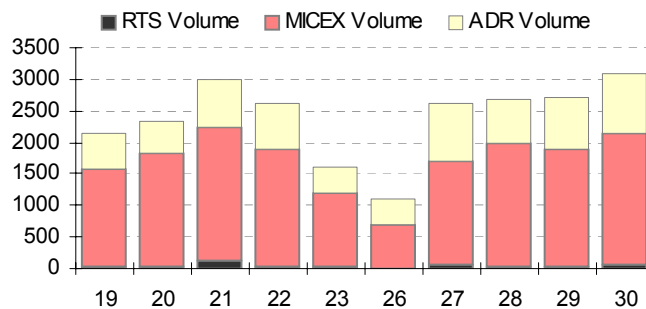
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



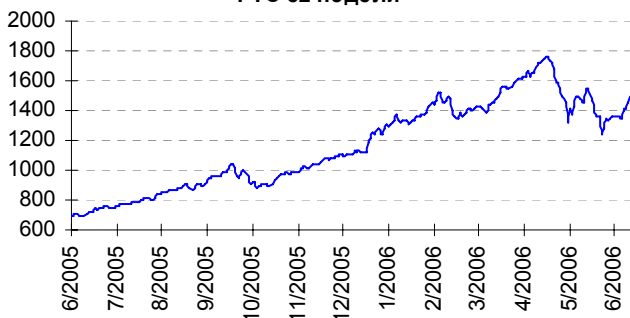
РТС за две недели



Объем торгов (\$ млн)



РТС 52 недели

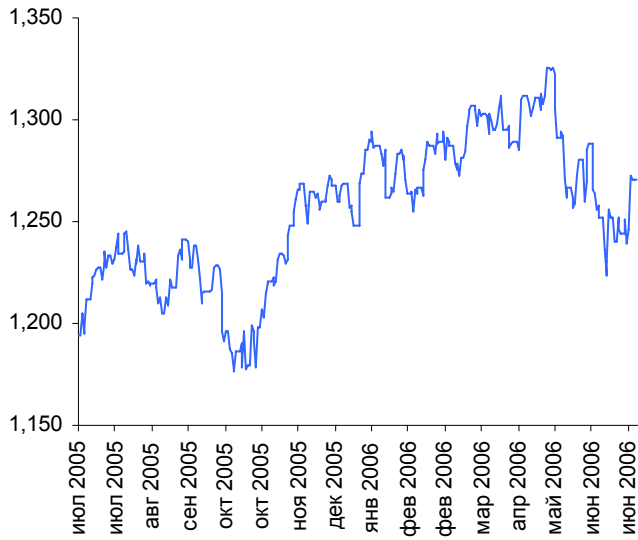


10 наиболее ликвидных акций РТС

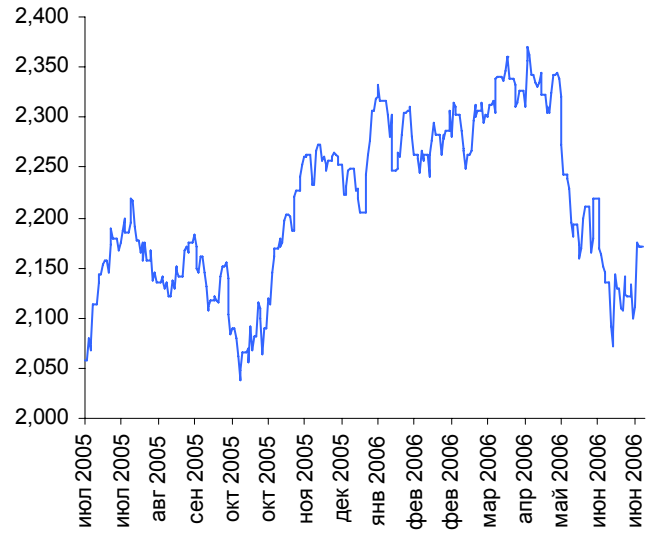
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром, (GSPBEX)	9.6	346.5
ЛУКОЙЛ	19.4	59.7
Газпром (GAZP)	9.9	51.8
РАО ЕЭС России	3.9	32.8
Сургутнефтегаз	21.0	15.3
Сбербанк РФ	6.0	9.2
ГМК Норильский никель	26.0	8.0
Сургутнефтегаз, прив.	11.1	4.8
Полюс Золото	6.4	3.1
МГТС	4.4	2.6

МИРОВЫЕ РЫНКИ

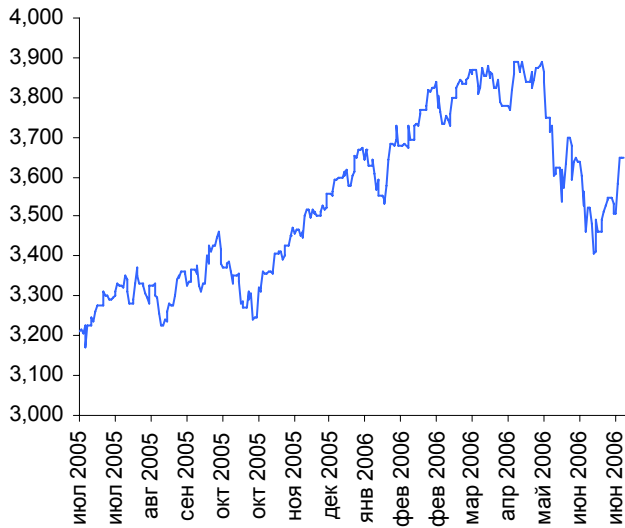
S&P 500



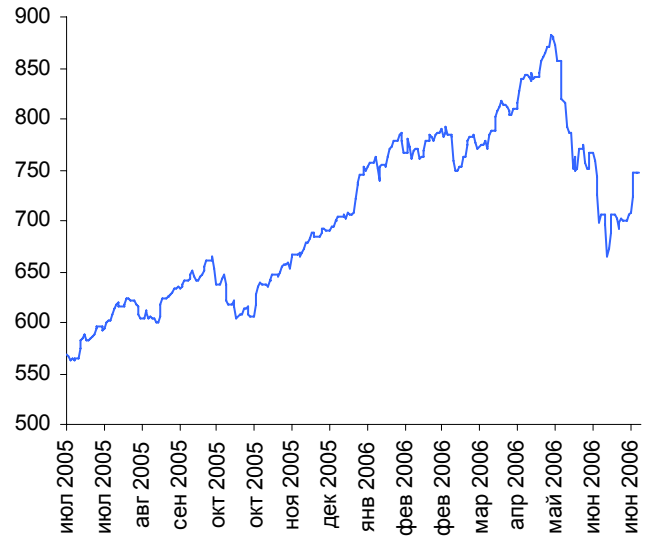
Nasdaq



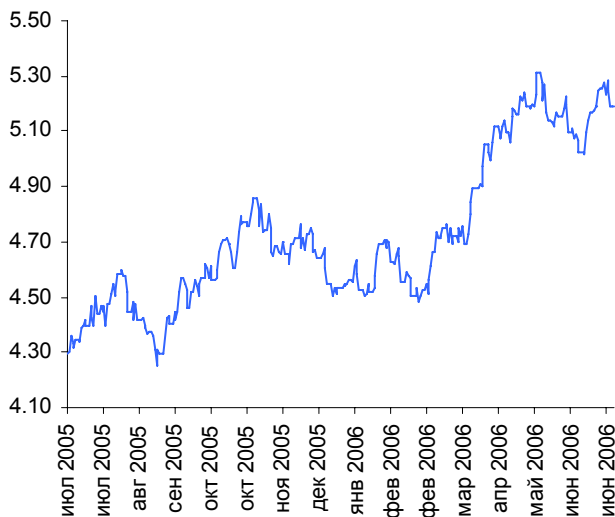
DJ Euro STOXX 50



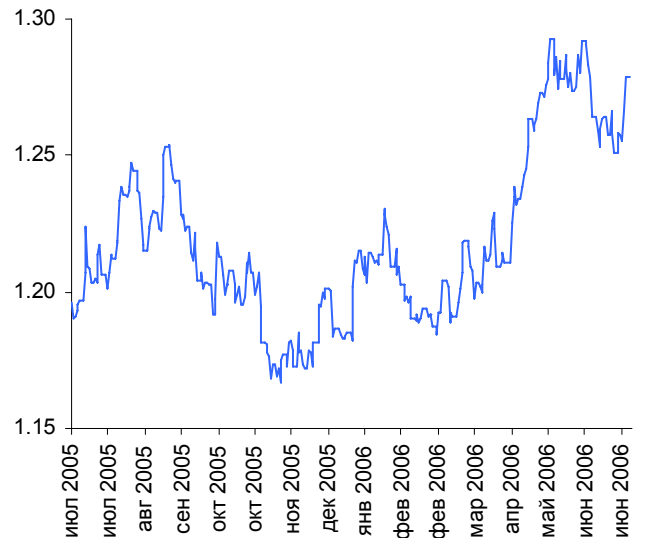
MSCI Emerging markets



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:
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
Zweigniederlassung Frankfurt am Main
Steinweg 3
60313 Frankfurt, Germany
+49 (0) 69 24757 59-0
+49 (0) 69 24757 59-29, 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
NASD/SIPC member
+1 (212) 697-6099
+1 (212) 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

Контакты:

Майкл Йордан
michael_jordan@atonsecurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonsecurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

+7 (495) 777-8832

Нефть/газ

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

Энергетика

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

Русскоязычная аналитика

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

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
+7 (495) 777-8837

Сергей Аринин
arinin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3117

Металлургия

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

Артем Кончин
konchin@aton.ru
+7 (495) 777-8838

Телекомы

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

Крис Пирсон
pearson@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3113

Финансовый сектор / Недвижимость

Рустам Ботачев, CFA
botachev@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3129

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

Дмитрий Коломытыцын
kolomitsyn@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3112

Долговой рынок

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

Потребительский сектор / Промышленность

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

Алексей Ю
yu@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 4155

Одиль Ланж-Бросси
odile@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3123

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 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 инвестициях), 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.