

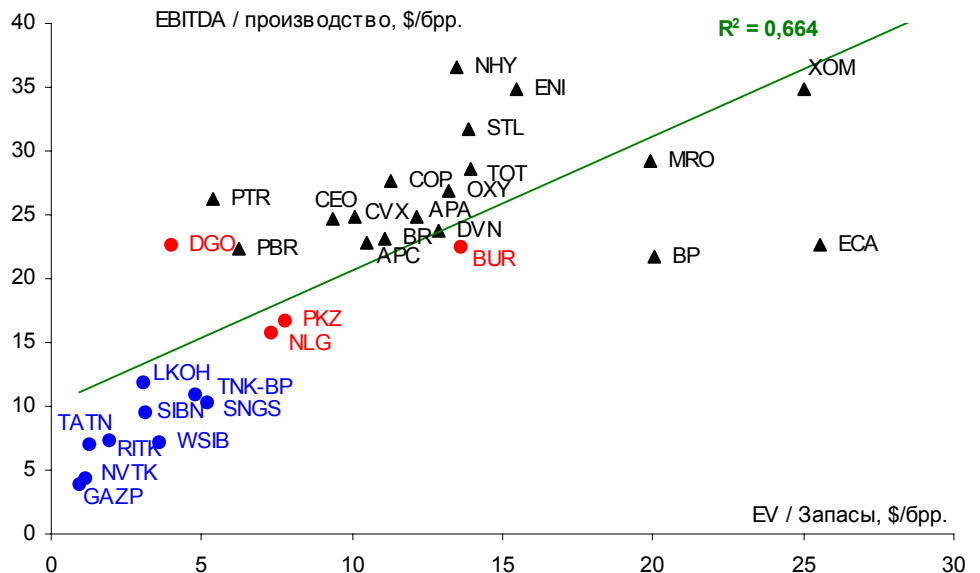
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
Golden Telecom. Слабые результаты III квартала по US GAAP	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Обзор мировых рынков	12

КОММЕНТАРИЙ

Низкая оценка российских нефтегазовых запасов – миф или реальность?

Оценка на основе EV/запасы имеет смысл только в контексте рентабельности



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Коэффициент EV/запасы – популярный параметр оценки стоимости нефтегазовых компаний, но, на наш взгляд, он обладает рядом серьезных недостатков. Исторически сложилось так, что распространенным параметром оценки привлекательности российских и каспийских нефтегазовых компаний стало отношение рыночной капитализации компании или стоимости предприятия – enterprise value (т.е. суммы рыночной капитализации, чистого долга и долей миноритариев) к доказанным запасам углеводородов (или к сумме доказанных и вероятных запасов).

Однако, на наш взгляд, этот показатель – не более чем своего рода "последний аргумент". Другими словами, когда все традиционные способы оценки, например, дисконтированные денежные потоки или финансовые коэффициенты, начинают свидетельствовать о "перегреве" тех или иных акций, российские игроки на повышение неизменно приводят аргумент о том, что "...исходя из объема запасов, акции еще дешевле". Каждый раз, когда в прошлом это мнение начинало звучать слишком часто, можно было с уверенностью ожидать немедленной и сильной коррекции (достаточно вспомнить минувший октябрь). Поэтому мы решили проанализировать, в чем состоит ошибочность этого псевдонаучного подхода.

Стоимость запасов у разных компаний должна отличаться. Эта аксиома не требует доказательств, поскольку стоимость геологоразведки, разработки, добычи и сбыта нефти сильно отличается в зависимости от компании, страны, региона и континента. Стоимость барреля нефти, добытого на глубоководной скважине в Северном море компанией, действующей в рамках налогового законодательства Великобритании, совсем не такая, как у барреля нефти, добытого на материковой скважине в Венесуэле на условиях СРП. В свою очередь, стоимость венесуэльской нефти заметно отличается от стоимости легкой российской нефти Siberian crude, добытой в условиях вечной мерзлоты на новой скважине Ямальского полуострова в обстановке сурового российского налогового законодательства. Разница объясняется еще и широким разбросом стоимости геологоразведки и разработки запасов. Поэтому неудивительно, что оценочные коэффициенты в нескольких последних сделках с казахскими компаниями, которые работают в обстановке благоприятного налогового режима, были в три-четыре раза выше по сравнению с коэффициентами публичных российских и казахских компаний, обладающих сопоставимыми производственными показателями, но действующих в худших условиях прогрессивного налогообложения.

Более того, коэффициенты EV/запасы, которые заложены в основу совершенных сделок, представляют собой ни что иное, как простой результат деления оценочной стоимости на основе прибыли на запасы, и никак не могут претендовать на статус самостоятельного метода оценки.

Ошибочность этого подхода обусловлена еще и различной структурой бизнеса нефтяных холдингов. Возьмем простой пример. Объем перерабатывающих мощностей у ChevronTexaco намного больше, чем добывающих. Это означает, что переработка представляет огромную часть бизнеса компании. Однако, разделив стоимость предприятия на объем запасов, мы искусственно завышаем коэффициент EV/запасы, словно вся стоимость компании заключена только в резервах углеводородного сырья. Именно поэтому сопоставление компаний с большим объемом переработки (ChevronTexaco или Sinorec) с компаниями, сосредоточенными в основном на добыче (а это практически все российские нефтяные компании) всегда приводит к тому, что последние выглядят более привлекательно.

Эту проблему можно решить, сопоставив стоимость запасов с их прибыльностью. Одним из способов устранения двух недостатков вышеупомянутой методики является сопоставление коэффициентов EV/запасы выбранных компаний с относительной рентабельностью этих запасов, измеряемой, к примеру, как EBITDA на баррель добычи углеводородов. Хотя такой подход не учитывает различные режимы налогообложения, структуру капитала, темпы будущего роста и объем необходимых капложений, он, по крайней мере, позволяет инвесторам взглянуть на повсеместно распространенный коэффициент EV/запасы в контексте рентабельности. Кроме того, у компаний, сосредоточенных на переработке, искусственно завышенный коэффициент EV/запасы сопровождается непропорционально высокой рентабельностью на баррель углеводородов, которая обусловлена тем, что EBITDA всего бизнеса делится только на объем добычи. Это видно на приведенном выше графике, где коэффициенты EV/запасы (2004 год) выбранных нами российских, каспийских и международных компаний сопоставлены с их показателями EBITDA на баррель добычи за 2004 год. Здесь мы получаем как раз тот результат, которого и можно было ожидать: сильная корреляция между двумя показателями, о которой свидетельствует плотное распределение точек вдоль линии прямолинейной регрессии. Если исходить из этого подхода, который все еще далек от научного, то оказывается, что российские нефтяные компании оценены справедливо, несмотря на то, что торгуются с низкими коэффициентами запасов (что объясняется низкой рентабельностью этих запасов). А Газпром, который по цене барреля запасов в нефтяном эквиваленте является самой дешевой в мире энергетической компанией, на самом деле переоценен, если учесть катастрофически низкую рентабельность его резервов.

По результатам этого анализа можно сделать три вывода: а) сопоставление рыночной стоимости запасов в абсолютном выражении не имеет смысла без учета их рентабельности; б) сопоставление рыночной стоимости запасов с рентабельностью на баррель – полезный метод, позволяющий быстро выбрать потенциально привлекательные бумаги (т.е. находящиеся выше линии регрессии) и отфильтровать переоцененные акции (т.е. находящиеся ниже этой линии), хотя для принятия окончательного инвестиционного решения с учетом всех факторов, естественно, потребуется большой дополнительный анализ; в) этот подход подтверждает сделанные нами ранее выводы о том, что российские и каспийские нефтяные компании оценены справедливо, а динамика их акций в будущем будет зависеть, главным образом, от динамики цен на нефть и, скорее всего, будет копировать динамику акций международных аналогов.

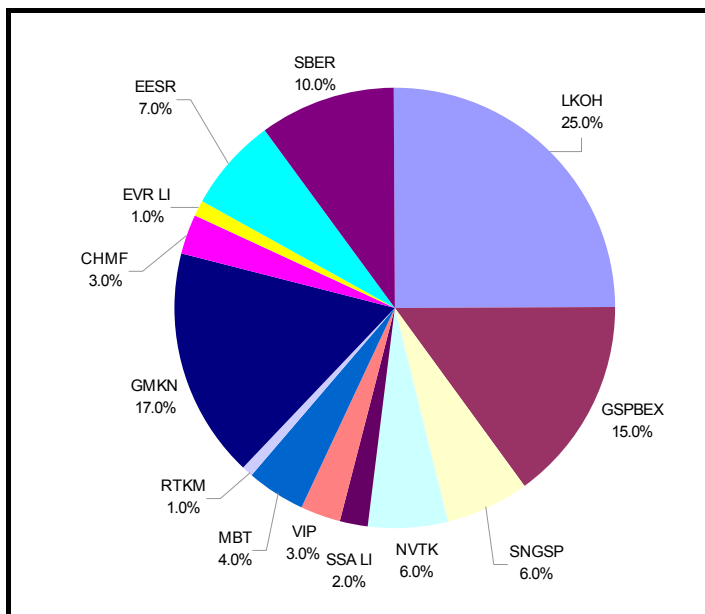
Перечень рекомендуемых нами к покупке акций отрасли, чья привлекательность была вновь подтверждена этим анализом, возглавляют ЛУКойл и ТНК-ВР.

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
8.11	ФСТ планирует утвердить тарифы для ряда газораспределительных компаний		
	Федеральный арбитражный суд Московского округа рассмотрит жалобы Самаранефтегаза на законность взыскания около 16 млрд. руб. налогов		
	Арбитражный апелляционный суд Москвы рассмотрит жалобу на законность решения собрания акционеров МНПЗ от 3 июня 2005 года		
	Внеочередное собрание акционеров Белгородэнерго		
9.11	МЭРТ проведет публичные слушания по демпинговому импорту высокоуглеродистого ферромарганца из Украины		
	Совет директоров Роснефти рассмотрит вопрос об утверждении графика консолидации компании	Будут опубликованы данные о динамике оптовых товарно-материальных запасов за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.5%)	В Стокгольме состоится общее собрание акционеров компании Vostok Nafta
	ОАО "Искитимцемент" начнет размещение 2-го выпуска облигаций объемом 500 млн. руб.		
10.11	РФФИ проведет аукцион по продаже государственного пакета акций (48.79%) ОАО "Морской порт Санкт-Петербурга"	Будут опубликованы данные о динамике индекса импортных цен за октябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.2% (предыдущее значение: 2.3%)	Будет опубликовано значение индекса опережающих индикаторов стран евро-зоны за сентябрь 2005 года. Предыдущее значение: 106.0 пункта
		Будет опубликовано значение торгового баланса за сентябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$61.4 млрд. (предыдущее значение: -\$59.0 млрд.)	
	Круглый стол "Будущее национальных шинных сетей: какой путь выберет Россия?"	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 6 ноября 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 320 тыс. (предыдущее значение: 323 тыс.)	
		Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за ноябрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 76.0 пункта (предыдущее значение: 74.2 пункта)	
11.11	Москве откроется II Международная выставка-конференция FOREX EXPO 2005		
	Акционеры "ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез" обсудят сделки с заинтересованностью		
	Конференция "Крупнейшие компании России: база экономического роста"		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель практически повторил динамику рынка, повысившись на 6.25% на фоне роста индекса РТС на 6.77%.

В роли лидеров повышения выступили акции Сбербанка и АФК "Система", котировки которых повысились на 10.2% и 9.8% соответственно, а также бумаги ЛУКОЙла и "Евраз-груп" подорожавшие за неделю на 7.5% и 7.3%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы сокращаем долю акций ЛУКОЙла и увеличиваем долю акций Газпрома, которые меньше других "нефтяных" бумаг выросли в ходе недавнего ралли.

Кроме того, мы сокращаем доли акций АФК "Система" и МТС, поскольку они, фактически, представляют один и тот же актив. Мы также снижаем долю акций РАО "ЕЭС России", а взамен повышаем долю бумаг Сбербанка, являющихся единственными "голубыми фишками" банковского сектора на российском рынке.

Обзор сравнительной доходности портфеля

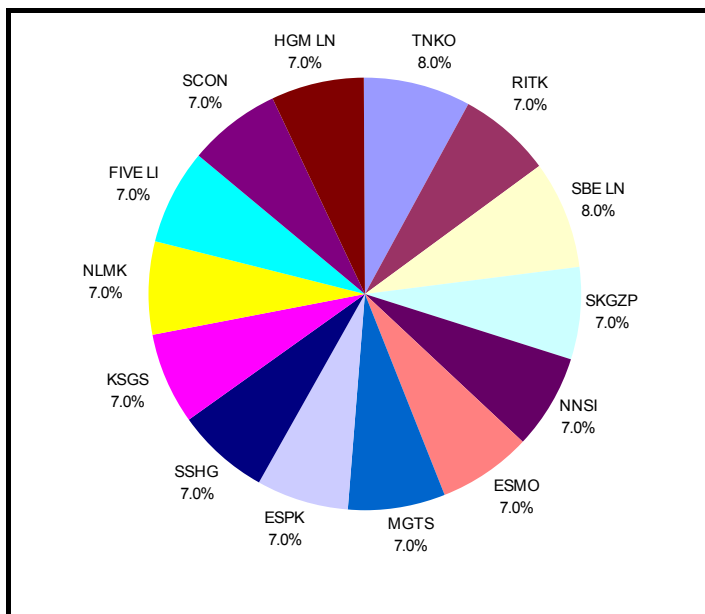
Портфель	Изменение за неделю		Портфель	Изменение за месяц		Портфель	Изменение с начала года	
	РТС	Δ		РТС	Δ		РТС	Δ
	6.25%	6.77%		1.76%	2.46%		65.25%	58.35%
		-0.52%			-0.69%			6.90%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 4/11, \$	Цена 28/10, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙл	LKOH	16.11%	25.0%	30.0%	57.00	53.00	7.5%
Газпром	GSPBEX	0.00%	15.0%	10.0%	5.07	4.88	3.9%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.89%	6.0%	6.0%	0.77	0.73	5.5%
НОВАТЭК	NVTK	3.06%	6.0%	6.0%	2,260	2,135	5.9%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	2.0%	3.0%	24.00	21.86	9.8%
Вымпелком	VIP	0.00%	3.0%	4.0%	42.29	39.75	6.4%
МТС	MBT	0.00%	4.0%	4.0%	38.15	36.59	4.3%
Ростелеком	RTKM	1.28%	1.0%	1.0%	2.19	2.08	5.2%
Металлургия							
ГМК Норильский никель	GMKN	12.11%	17.0%	17.0%	74.90	71.00	5.5%
Северсталь	CHMF	0.95%	3.0%	3.0%	9.01	8.50	6.0%
Евраз-груп	EVR LI	0.00%	1.0%	1.0%	17.75	16.55	7.3%
Прочие							
РАО ЕЭС России	EESR	4.56%	7.0%	10.0%	0.37	0.35	4.5%
Сбербанк РФ	SBER	13.04%	10.0%	5.0%	940	853	10.2%
Всего			100%				6.3%
							65.3%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам

	Справедливая цена	EV/Sales			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	2004П	2005П	2006П	
Нефть и газ														
Газпром	4.94	4.2	3.4	2.9	10.8	8.1	6.3	15.6	11.2	8.1	22.1	9.3	7.4	IFRS
Газпром, ADS	49.40	4.9	3.9	3.3	12.6	9.4	7.3	18.7	13.4	9.7	26.5	11.1	8.8	IFRS
ЛУКОЙЛ	62.20	1.4	1.0	1.1	6.9	4.9	5.7	10.9	7.1	8.5	11.1	6.8	6.7	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	1.7	1.1	1.0	3.9	3.0	3.1	6.9	5.4	5.6	5.5	4.7	6.1	RAS
Сургутнефтегаз	1.01	3.5	2.2	2.1	7.7	6.1	6.2	13.0	10.1	10.4	10.2	8.8	11.4	RAS
Сибнефть	3.80	2.0	1.5	1.5	5.4	4.9	6.0	8.4	5.7	7.3	7.8	7.9	7.2	US GAAP
Татнефть	2.61	1.2	0.8	0.9	6.1	4.4	6.7	11.1	6.6	12.0	7.2	5.4	6.0	US GAAP
Транснефть	1629.91	2.1	1.7	1.6	4.0	3.4	3.0	5.6	4.4	3.9	3.7	3.5	2.9	IFRS
ТНК-ВР	2.83	2.2	1.4	1.5	6.5	4.4	5.2	8.3	6.0	7.2	7.0	4.8	5.4	US GAAP
Nelson Resources	3.41	8.3	3.2	2.3	20.8	5.8	3.4	57.9	10.0	5.8	29.1	7.2	4.9	UK GAAP
Burren Energy	13.52	12.7	5.3	4.3	17.4	6.5	5.2	28.9	8.7	7.1	20.5	8.3	6.3	UK GAAP
Dragon Oil	3.09	13.0	4.7	3.4	17.6	5.7	4.0	27.8	10.7	7.5	21.3	7.5	6.1	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	47.90	4.3	3.3	2.9	8.0	6.4	5.2	14.8	12.4	9.8	8.8	7.6	6.1	US GAAP
АФК Система	23.40	2.6	2.0	1.7	6.0	4.6	3.8	28.2	15.1	11.8	6.1	5.2	4.1	US GAAP
Вымпелком	61.00	4.6	3.2	2.8	9.8	6.9	5.5	24.8	14.8	10.7	10.8	6.9	5.9	US GAAP
Ростелеком	N.A.	1.6	1.4	1.5	4.6	4.3	4.9	10.7	8.2	9.7	5.9	4.3	4.3	IFRS
МГТС	16.11	3.5	3.0	2.4	9.7	8.4	6.3	16.5	22.3	12.8	9.8	9.8	7.1	US GAAP
Голден Телеком	43.00	1.8	1.6	1.4	6.2	4.8	4.2	17.0	12.7	11.0	7.6	7.0	6.4	US GAAP
РБК	5.80	8.2	5.6	3.1	32.9	18.2	8.8	84.8	35.8	15.6	44.8	25.2	13.0	IFRS
ЮТК	N.A.	2.0	1.6	1.4	8.1	6.5	5.4	N.M.	N.M.	72.0	4.6	3.3	2.8	IFRS
Уралсвязьинформ	N.A.	2.2	1.7	1.5	7.2	5.6	4.9	14.5	10.7	8.3	6.3	4.8	4.3	IFRS
ВолгаТелеком	N.A.	1.9	1.6	1.4	6.2	4.6	4.1	10.5	9.2	5.2	5.2	4.6	3.7	IFRS
Сибирьтелеком	N.A.	1.7	1.3	1.2	6.1	4.7	3.9	10.6	8.4	6.6	6.5	4.7	4.0	IFRS
С-З Телеком	N.A.	1.9	1.6	1.3	8.2	6.3	4.8	26.4	12.7	8.0	5.0	4.1	3.5	IFRS
Центртелеком	N.A.	1.7	1.4	1.3	8.6	5.5	4.7	N.M.	16.0	10.0	8.7	4.0	3.6	IFRS
Дальсвязь	N.A.	1.1	0.9	0.8	6.5	3.7	2.9	7.8	8.1	5.8	10.6	6.5	3.7	IFRS
Башинформсвязь	0.13	1.4	1.2	1.0	5.2	3.3	2.9	9.8	4.7	4.1	5.7	3.6	3.2	RAS
Энергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.1	0.9	0.8	4.9	4.4	4.0	15.7	12.4	11.0	4.1	3.6	3.3	IFRS
Мосэнерго	0.09	1.4	1.2	1.1	8.8	9.2	8.3	31.5	40.5	32.4	9.1	8.2	8.4	IFRS
Костромская ГРЭС	0.29	3.7	3.0	2.6	29.1	17.1	16.3	31.3	20.6	18.5	-218.3	13.1	12.4	RAS
Конаковская ГРЭС	0.05	3.3	2.7	2.3	110.6	20.1	17.7	72.1	30.9	25.4	-43.2	25.4	21.6	IFRS
ОГК-5	0.05	N.M.	2.9	2.6	N.M.	31.6	31.1	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	33.0	33.0	IFRS
Металлургия														
ГМК Норильский никель	109.84	2.0	2.0	2.1	4.1	4.2	5.0	8.7	7.8	10.3	6.4	6.3	7.9	IFRS
Северсталь	11.66	0.7	0.7	0.8	2.3	2.5	3.6	3.6	4.0	6.4	7.8	3.1	3.8	IFRS
НЛМК	1.55	1.5	1.6	1.9	2.8	3.4	4.8	5.3	6.6	9.4	5.6	6.9	6.5	US GAAP
ММК	0.48	0.9	1.0	1.2	2.7	2.6	5.1	4.5	4.4	9.3	5.8	3.1	5.9	IFRS
НТМК	1.59	0.9	0.8	1.0	2.9	1.9	3.3	5.7	3.3	6.0	6.9	2.4	3.9	IFRS
ЗСМК	149.08	0.7	0.5	0.6	1.9	1.6	2.6	4.8	3.2	5.3	7.1	2.1	4.0	IAS
ВСМПО	200.00	3.3	2.5	2.0	11.0	7.5	4.8	16.0	10.9	6.7	25.5	17.6	7.6	US GAAP
Прочие														
Сбербанк РФ	862.30	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.M.	24.0	13.7	3.3	2.8	2.3	IFRS
Пятерочка	24.20	3.1	2.1	1.5	30.4	18.5	12.8	44.5	28.2	20.3	30.5	21.4	15.3	IFRS
Седьмой континент	25.20	3.4	2.2	1.3	38.9	20.6	13.7	62.6	36.0	24.9	33.1	18.8	14.1	IFRS
Efes	31.10	2.2	1.8	1.5	9.1	9.1	7.3	25.4	26.1	18.3	12.9	13.3	10.5	IFRS
Балтика	28.70	4.3	3.6	3.2	16.6	13.2	11.8	29.5	21.1	20.0	17.1	13.5	14.6	US GAAP
Лебедянский	64.40	3.1	2.4	1.9	10.4	8.4	7.4	22.1	15.9	12.3	24.4	16.8	12.6	IFRS
Вимм-Билль-Данн	18.50	0.9	0.7	0.7	10.5	10.2	8.1	34.4	39.6	21.4	11.1	10.3	7.8	US GAAP
Северсталь-Авто	20.50	0.6	0.6	0.5	4.2	4.0	3.2	11.2	9.6	7.2	6.8	4.0	3.6	IFRS
АвтоВАЗ	27.40	0.3	0.2	0.2	2.6	3.1	3.1	4.5	7.4	6.6	1.7	2.1	1.9	IFRS
Oriflame, €	23.26	2.0	1.9	1.7	10.9	11.7	10.6	16.1	16.3	14.8	14.1	13.4	12.2	US GAAP
Калина	32.80	1.8	1.5	1.4	10.1	8.4	7.6	18.4	14.0	12.5	13.5	16.7	14.0	IFRS
НПК Иркут	N.A.	1.5	1.1	0.8	5.8	4.7	3.5	8.1	6.1	3.7	4.2	5.3	10.7	IFRS
ОМЗ	N.A.	0.5	0.5	0.5	15.0	15.1	15.8	N.M.	N.M.	N.M.	7.4	14.5	8.7	US GAAP
Аптека 36.6	20.00	1.4	1.0	0.8	15.1	15.1	12.0	100.0	100.0	40.0	-100.0	66.7	28.6	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" продемонстрировал опережающие темпы роста, увеличившись на 7.69% на фоне повышения индекса РТС на 6.77%.

В роли лидеров повышения выступили акции "Пятерочки" и "Седьмого континента", подорожавшие за неделю на 13.5% и 22.5% соответственно. Это лишний раз подтверждает обоснованность нашего инвестиционного заключения о том, что в настоящий момент именно акции торговых розничных сетей являются наиболее привлекательными бумагами потребительского сектора.

Кроме того, впечатляющие результаты продемонстрировали акции НЛМК, котировки которых выросли за неделю на 18% на фоне слухов о планируемом IPO.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции Иркутскэнерго, которые в последнее время практически утратили ликвидность и не представляют большого интереса для инвесторов. Взамен мы включаем в состав портфеля акции Саяно-Шушенской ГЭС, которые представляются нам наиболее дешевым способом участия в гидро-ОГК

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 4/11, \$	Цена 28/10, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
ТНК	TNKO	8.0%	8.0%	6.35	6.10	4.1%	112.4%
РИТЭК	RITK	7.0%	7.0%	6.30	6.02	4.7%	62.4%
Sibir Energy	SBE LN	8.0%	8.0%	5.77	5.18	11.2%	45.1%
Сахалинморнефтегаз, прив.	SKGZP	7.0%	7.0%	10.40	9.75	6.7%	188.9%
ВолгаТелеком	NNSI	7.0%	7.0%	3.66	3.50	4.4%	13.9%
Центртелеком	ESMO	7.0%	7.0%	0.41	0.39	6.5%	41.9%
МГТС	MGTS	7.0%	7.0%	17.25	17.00	1.5%	43.8%
Дальсвязь	ESPK	7.0%	7.0%	2.10	2.05	2.4%	110.0%
Иркутскэнерго	IRGZ	0.0%	7.0%	0.34	0.34	0.0%	60.7%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG	7.0%	0.0%	0.56	0.54	3.7%	41.8%
Костромская ГЭС	KSGS	7.0%	7.0%	0.26	0.24	8.3%	92.6%
НЛМК	NLMK	7.0%	7.0%	1.57	1.33	18.0%	63.5%
Пятерочка	FIVE LI	7.0%	7.0%	21.68	19.10	13.5%	66.8%
Седьмой континент	SCON	7.0%	7.0%	26.00	21.20	22.6%	157.4%
Highland Gold	HGM LN	7.0%	7.0%	4.13	3.99	3.6%	12.1%
Всего		100%			7.69%	100.8%	

Тикер	GLDN
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	30.4
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	43.0
Потенциал роста/снижения	41%

Динамика котировок акций

Капитализация и данные об акциях

Рын. кап., \$ млн.	1,103
Чистый долг, \$ млн.	-50
EV, \$ млн.	1,054
Кол-во акций, млн.	36
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	12%
Кол-во акций на ADR	1.00
Дивиденды 2004, \$	0.800
Дивидендная доходность	2.63%

US GAAP, \$ млн.	2004	2005П	2006П
Выручка	584	669	770
ЕБИТДА	171	221	250
Чистая прибыль (скорректированная)*	65	87	100
Операционный денежный поток	145	158	172
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	6.2	4.8	4.2
P/E	17.0	12.7	11.0
P/CF	7.6	7.0	6.4

Результаты Golden Telecom за III квартал 2005 года по US GAAP оказались немного ниже консенсус-прогноза и значительно ниже наших оценок. Это обусловлено тем, что в этом году не произошло ожидавшегося сезонного повышения показателей в III квартале. В дальнейшем мы ожидаем падения темпов органического роста компании до 10-15% в год, в то время как перечень потенциальных объектов для поглощения уже исчерпан. В этой связи объявление о провале сделки с Hudson Telecom является негативным фактором, поскольку данный актив обеспечил бы компании масштабное присутствие в богатом Южном регионе России. Также пока неясно, какую дополнительную стоимость обеспечит выход компании на российский рынок дальней связи в следующем году и получение лицензии на международную связь на Украине. После проведения более детального анализа наша рекомендация "Покупать" акции Golden Telecom может быть понижена.

Основные финансовые результаты III квартала по US GAAP

\$ млн.	III кв. 05П, консенсус	III кв. 05П, "Атон"	III кв. 05	Факт/консенсус	В кварт. сопост.	В год. сопост.
Выручка	170.8	182.4	169.9	-0.5%	3%	11%
ЕБИТДА	51.8	56.5	50.6	-2.2%	0%	12%
Чистая прибыль	20.3	23.7	18.4	-9.3%	-7%	14%
Операционный денежный поток	N/A	N/A	42.1	N/A	-11%	173%
Свободный денежный поток*	N/A	N/A	16.2	N/A	-49%	-145%
Капвложения и инвестиции	N/A	N/A	25.9	N/A	14%	111%
Рентабельность ЕБИТДА	30.3%	31.0%	29.8%	-0.5%	-0.7%	0.1%
Чистая рентабельность	11.9%	13.0%	10.8%	-1.0%	-1.1%	-10.6%
Рентабельность операционного денежного потока	N/A	N/A	24.8%	N/A	-3.8%	-6.3%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Показатели по всем направлениям деятельности компании оказались слабыми.

Выручка составила \$169.9 млн., что на 1% ниже консенсус-прогноза и на 7% ниже наших ожиданий. Наш оптимизм основывался на ускорении темпов роста в сегменте передачи данных и обслуживания операторов связи (COS), поскольку соответствующий скачок был отмечен в III квартале 2003 года (на 22% за квартал) и 2004 году (на 19% за квартал). Однако на этот раз рост в этом сегменте не наблюдался. Выручка в сегменте COS повысилась за квартал лишь на 4%, что, на наш взгляд, свидетельствует о замедлении темпов роста рынка дальней связи. Результаты главного направления деятельности компании (обслуживание коммерческих и корпоративных клиентов) тоже оказались не очень впечатляющими – прирост за квартал составил лишь 3%. На наш взгляд, это обусловлено усилением ценовой конкуренции.

Выручка от интернет-услуг снизилась за квартал на 6% в связи с сезонными факторами, а также из-за перехода потребителей с коммутируемого доступа на широкополосную связь (ADSL). До тех пор, пока Golden Telecom не получит доступа к местным линиям связи, компания практически не имеет шансов конкурировать в этом сегменте с действующими телекоммуникационными компаниями.

Выручка от мобильной связи снизилась за квартал на 8%, несмотря на то, что III квартал является наиболее удачным для мобильных операторов. Это обусловлено повышением конкуренции на украинском рынке, которое привело к снижению показателя ARPU и количества новых абонентов.

Структура выручки

	I кв. 03	II кв. 03	III кв. 03	IV кв. 03	I кв. 04	II кв. 04	III кв. 04	IV кв. 04	I кв. 05	II кв. 05	III кв. 05
Услуги корпоративным клиентам	39.00	43.60	46.70	59.60	72.90	78.90	84.6	88.4	88.1	96.4	99.5
Услуги операторам связи	29.9	26.9	32.9	39.1	45.7	44.7	53.4	55.1	53	54.5	56.7
Интернет-услуги	7.1	7.2	7.2	9.3	11.1	11.4	10.9	12.1	11.8	10.7	10.1
Мобильная связь	3.2	3.6	3.6	3.5	3.6	4	4.2	4	3.6	3.9	3.6
Взаиморасчеты внутри компании	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	0	0	
Совокупная выручка	78.5	80.8	90.1	111.3	133.2	138.8	152.8	159.2	156.5	165.5	169.9
Темпы роста выручки по сегментам											
Услуги корпоративным клиентам	-1%	12%	7%	28%	22%	8%	7%	4%	0%	9%	3%
Услуги операторам связи	6%	-10%	22%	19%	17%	-2%	19%	3%	-4%	3%	4%
Интернет-услуги	15%	1%	0%	29%	19%	3%	-4%	11%	-2%	-9%	-6%
Мобильная связь	3%	13%	0%	-3%	3%	11%	5%	-5%	-10%	8%	-8%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Рентабельность EBITDA оказалась лишь на 0.5% ниже консенсус-прогноза и составила 29.8%. Снижение этого показателя примерно на 1 п.п. обусловлено единовременными коммерческими и административными затратами, в частности компенсацией, выплаченной ушедшим в отставку руководителям, и затратами, связанными с прекращением попытки купить Hudson Telecom. Менеджмент отказался представить более детальную информацию о рентабельности.

Чистая прибыль снизилась за квартал на 9%. Это обусловлено неожиданно низкой выручкой и повышением эффективной ставки налогообложения до 39% (тогда как ранее этот показатель составлял 30-32%).

Дивиденды за III квартал в размере \$0.2 на акцию (доходность – 2.6%) были выплачены полностью, причем компания подтвердила, что в дальнейшем будет продолжать выплачивать дивиденды.

Темпы органического роста Golden Telecom, на наш взгляд, в дальнейшем снизятся, поскольку российский телекоммуникационный рынок приближается к точке насыщения, а усиление конкуренции препятствует увеличению рыночной доли. Для повышения темпов роста выручки компании необходимо начинать осваивать новые рыночные ниши.

Главным недостатком компании является невозможность развертывания сети широкополосного доступа в Интернет (ADSL) для конечных пользователей. Ожидается, что в краткосрочной перспективе именно этот сегмент российского рынка связи будет демонстрировать наиболее высокие темпы роста. Хотя альтернативные операторы связи, включая Golden Telecom, должны получить доступ к местным линиям связи уже в 2006 году, международный опыт свидетельствует о том, что Golden Telecom и другие альтернативные операторы будут испытывать трудности с обслуживанием конечных потребителей в сегменте ADSL.

Провал сделки с Hudson также является негативным фактором. Golden Telecom подтвердила провал запланированной сделки по покупке Hudson Telecom из-за невозможности договориться о цене. Hudson Telecom – крупнейший альтернативный оператор Ростова-на-Дону (экономический центр юга России). Компания обслуживает порядка 70 000 абонентов, а ее оборот составляет около \$20-30 млн. Покупка Hudson Telecom позволила бы Golden Telecom прочно закрепиться на одном из наиболее богатых российских рынков.

Мы приветствуем объявление о покупке Antel Rascom примерно за \$10 млн. Antel Rascom владеет 49% акций компании Rascom, которой принадлежит магистральный канал связи Москва–Санкт-Петербург. Покупка Rascom позволит Golden Telecom экономить на арендных платежах за пользование каналом. Это сделку можно считать позитивной с учетом предстоящей либерализации российского рынка дальней связи. Вторым крупным акционером Rascom является ОАО "Российские железные дороги" (46%), а остальные акции находятся в руках частного инвестора. Соответственно, Golden Telecom потенциально может повысить свою долю до 51%. Покупка небольшой компании в Сочи не столь значительна. Судя по уплаченной за нее цене в \$3 млн., выручка этого предприятия составляет лишь около \$2 млн.

По заявлениям менеджмента, Golden Telecom уже на 80% готов к запуску услуг дальней связи для конечных пользователей в следующем году. Компания израсходовала на это \$12 млн. в виде капвложений и \$1 млн. в виде операционных затрат. Однако компания заявила, что может отложить запуск этих услуг. На наш взгляд, такая осторожность менеджмента обусловлена отсутствием ясности в отношении ставок за межсетевые соединения (пока подписаны не все необходимые договоры), а значит – и в отношении экономической целесообразности этого направления деятельности. Менеджмент проявляет большую осторожность, стараясь не делать никаких прогнозов относительно того, насколько благоприятным для стоимости компании будет выход на рынок дальней связи.

В сентябре 2005 года Golden Telecom получил лицензию на дальнюю связь на Украине, которая позволяет компании обслуживать международный трафик на всей территории страны. Менеджмент отказался привести какие-либо количественные показатели дополнительной выручки и стоимости от этого направления деятельности. Нам необходимо дополнительное время для того, чтобы самим оценить последствия этого события.

Мы считаем, что отсутствие ясности в отношении темпов роста Golden Telecom в следующие 12 месяцев (на фоне введения в действие новых правил деятельности на российском рынке связи в 2006 году) может оказать негативное воздействие на котировки акций. **После более детального анализа ситуации наша рекомендация "Покупать" данные бумаги может быть понижена.**

Надежда Голубева, CFA
golubeva@aton.ru

Елена Баженова
bazhenova@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												
Альфа Банк 05	\$175	B/Ba2	19/11/2005	10.75	100.12	100.14	7.58	10.74	353	274	0.04	0.04
Альфа Банк 06	\$190	B/Ba2	13/4/2006	8.00	100.66	100.91	6.17	7.94	188	125	0.43	0.43
Альфа Банк 07	\$150	B/Ba2	9/2/2007	7.75	100.32	100.82	7.26	7.71	305	236	1.15	1.16
Альфа Банк 08	\$250	B/Ba2	2/7/2008	7.75	99.58	100.58	7.70	7.74	343	262	2.28	2.28
МДМ Банк 05	\$125	B/Ba2	16/12/2005	10.75	100.47	100.55	6.27	10.70	216	137	0.11	0.11
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	101.42	101.92	6.39	9.10	207	147	0.56	0.57
Уралсиб 06	\$140	B-/n.r.	6/7/2006	8.875	101.31	101.81	6.45	8.74	214	154	0.62	0.63
Роснефть 06	\$150	B-/Baa2	20/11/2006	12.75	106.38	106.88	6.11	11.96	182	117	0.92	0.98
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/9/2006	9.375	102.09	102.59	6.61	9.16	233	169	0.83	0.85
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B3/BB-	25/9/2006	8.875	101.81	102.31	6.42	8.70	213	149	0.82	0.84
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	101.63	102.13	7.40	8.83	321	252	1.14	1.17
НОМОС 07	\$125	n.r./B1	13/2/2007	9.125	101.80	102.30	7.40	8.94	320	251	1.15	1.18
Сибнефть 07	\$400	B+/Baa3	13/2/2007	11.50	106.30	106.80	6.08	10.79	182	113	1.15	1.22
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	101.78	102.28	7.41	8.99	323	252	1.25	1.28
Рус.Станд 07	\$300	B+/Baa2	14/4/2007	8.750	101.46	101.96	7.48	8.66	330	259	1.32	1.34
Газпром 07	\$500	BB-/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	104.40	104.90	5.79	8.72	154	82	1.36	1.42
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Baa2	28/9/2007	7.800	100.58	101.08	7.32	7.74	310	237	1.71	1.72
ТНК 07	\$700	BB/Baa2	6/11/2007	11.00	108.80	109.30	6.14	10.09	186	111	1.70	1.85
МТС 08	\$400	BB-/Baa3	30/1/2008	9.75	106.54	107.04	6.44	9.13	214	138	1.94	2.07
ХКФ 08	\$150	B-/Baa3	4/2/2008	9.125	101.10	102.10	8.32	8.98	412	335	1.94	1.97
ХКФ 08II	\$275	B-/Baa3	30/6/2008	8.625	100.16	101.16	8.33	8.57	410	329	2.24	2.26
МБФР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.63	101.63	8.07	8.53	385	308	2.03	2.05
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	106.48	106.98	7.20	9.60	291	214	2.12	2.26
Рус.Станд 08	\$300	B+/Baa2	21/4/2008	8.125	100.42	101.42	7.71	8.05	345	267	2.17	2.19
Алроса 08	\$500	B/Baa3	6/5/2008	8.125	104.46	104.96	6.07	7.76	173	94	2.14	2.24
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.28	101.78	7.82	8.37	356	277	2.15	2.18
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.52	97.02	5.70	4.52	133	52	2.40	2.32
ПСБ 08	\$300	n.r./Baa1/B+	29/7/2008	6.875	100.40	100.65	6.46	6.84	212	130	2.40	2.41
РБР 08	\$170	BB+/Baa2	11/8/2008	6.500	100.32	100.82	6.26	6.46	192	109	2.44	2.45
ММК 08	\$300	BB-/Baa3	21/10/2008	8.000	101.81	102.31	7.21	7.84	291	205	2.57	2.62
Газпромбанк 08	\$1050	BB-/Baa1	30/10/2008	7.250	102.49	102.99	6.23	7.06	188	101	2.63	2.70
Внешторгбанк 08	\$550	BB+/A2	11/12/2008	6.875	102.95	103.45	5.73	6.66	136	47	2.67	2.75
Сибнефть 09	\$500	B+/Baa3	15/1/2009	10.75	112.40	112.90	6.31	9.54	197	107	2.62	2.95
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	101.62	102.62	7.88	8.45	361	269	2.76	2.82
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	107.45	108.45	7.45	9.26	315	218	2.89	3.12
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B3/BB-	3/8/2009	10.875	109.11	110.11	7.86	9.92	359	259	2.97	3.26
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1	28/9/2009	8.000	103.76	104.76	6.74	7.67	241	138	3.26	3.40
Норникель 09	\$500	BB/Baa2	30/9/2009	7.125	100.24	101.24	6.90	7.07	258	155	3.30	3.32
Газпром 09	\$700	BB-/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	115.59	116.09	5.96	9.06	159	56	3.24	3.76
Росбанк 09	\$225	n.r./Baa3/B+	24/9/2009	9.75	103.26	105.26	7.53	9.35	334	250	1.82	1.90
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	100.32	101.32	7.76	7.93	349	241	3.30	3.32
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB-/A3	4/2/2010	6.315	101.03	102.03	5.90	6.22	153	43	3.59	3.64
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	99.61	100.61	6.20	6.22	184	73	3.60	3.61
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa2/B+	29/9/2010	6.200	97.13	97.38	6.87	6.38	253	138	4.07	3.96
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	101.04	102.04	7.57	7.88	329	218	3.46	3.52
МТС 10	\$400	BB-/Baa3	14/10/2010	8.375	103.69	104.69	7.35	8.04	305	190	3.95	4.12
Промсвязь 10	\$200	B/B1	4/10/2010	8.500	98.50	99.50	8.75	8.59	453	338	3.87	3.83
Рус.Станд 10	\$500	B+/Baa2	7/10/2010	7.500	98.31	98.56	7.89	7.62	361	246	3.97	3.91
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1	26/11/2010	7.375	101.52	102.52	6.89	7.23	257	141	4.00	4.08
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	103.56	104.56	7.91	8.53	363	247	4.01	4.18
Внешторгбанк 11	\$450	BB+/A2	12/10/2011	7.500	106.47	107.47	6.08	7.01	168	51	4.71	5.04
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	102.29	103.29	7.78	8.15	346	229	4.58	4.71
МТС 12	\$400	BB-/Baa3	28/1/2012	8.000	101.25	102.25	7.64	7.86	329	213	4.70	4.78
Газпром 13	\$1750	BB-/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	118.21	119.21	6.39	8.11	192	76	5.28	6.27
Газпром 13а	\$646	BB-/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	98.24	98.74	6.12	5.71	128	72	2.97	2.92
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	103.77	105.77	8.45	8.83	403	288	5.76	6.04
Алроса 14	\$300	B/Baa3	17/11/2014	8.875	112.97	113.97	6.85	7.82	233	116	6.06	6.87
Синек 15	\$250	n.r./Baa1/BB	3/8/2015	7.700	100.67	100.92	7.58	7.64	307	189	6.57	6.62
Газпромбанк 15	\$1000	BB-/Baa1	23/9/2015	6.500	95.55	96.55	7.06	6.77	251	132	6.99	6.71
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	104.65	105.65	6.13	6.85	163	50	4.62	4.86
Газпром 34	\$1200	BB-/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	122.05	123.05	6.82	7.04	211	58	11.84	14.50
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BB+/A2	2/7/1935	6.250	97.99	98.99	6.46	6.35	188	70	6.90	6.80
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	97.75	100.87	12.14	11.03	993		0.43	0.42
Газпром 10	€1000	BB-/Baa1/BB+	27/9/2010	7.80	114.45	115.45	4.34	6.79	129		4.13	4.75
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/2011	6.45	110.61	111.61	4.29	5.81	113		4.97	5.53
Газпром 15	€1000	BB-/Baa1/BB+	1/6/2015	5.88	107.00	107.50	4.92	5.48	158		7.10	7.61
Суверенные еврооблигации												
Россия 2007	\$2400	BBB-/Baa2	26/6/2007	10.00	107.38	108.00	5.07	9.29	78		1.46	1.57

Рынок внутреннего долга

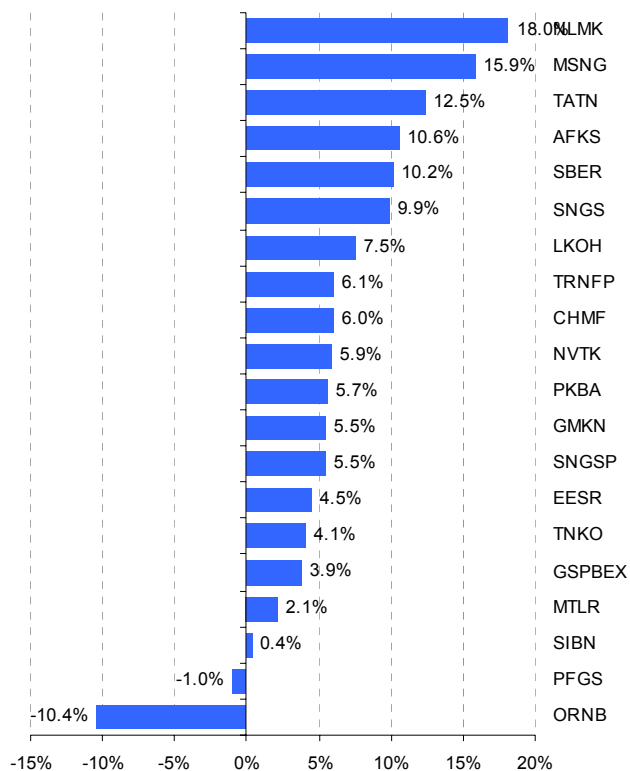
Эмитент	Выпуск тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	101.20	101.52	101.35	6,893.55	7.60	(9)	287	0.60	0.61
Балтика	1,000	20/11/2007		8.75	100.51	103.00	103.00	-	7.27	(0)	140	1.79	1.84
ВолгаТел	1,000	21/2/2006		15.00	101.91	102.00	102.00	3,492.33	6.38	(58)	306	0.28	0.29
ВТБ-3	2,000	26/2/2006		15.50	100.00	104.88	103.00	-	3.84	(8)	49	0.30	0.31
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	99.91	-	99.75	-	6.30	0	262	0.37	0.37
Вымпелком	3,000	16/5/2006		9.90	-	102.15	101.75	-	6.59	(2)	232	0.49	0.50
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	102.35	104.20	102.35	1,023.50	6.15	(5)	61	1.12	1.14
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.80	105.00	104.90	4,196.70	6.99	(10)	26	3.52	3.70
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	102.15	102.45	102.30	6,127.20	6.39	(46)	59	1.77	1.81
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.65	101.90	101.80	3,055.02	6.40	(0)	52	1.82	1.86
МГТС-4*	1,500	22/4/2009	26/4/2006	10.00	102.00	102.50	102.00	347.07	5.76	(46)	226	0.46	0.47
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.00	-	8.24	0	285	0.98	0.98
ОМК	3,000	12/6/2008	0/1/1900	9.20	102.50	102.75	103.00	10.30	8.05	(18)	200	2.21	2.28
РЖД-1	4,000	7/12/2005		6.59	100.01	101.00	100.14	20,028.00	5.06	(15)	328	0.09	0.09
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	102.55	103.20	102.60	10,260.00	6.50	(3)	59	1.85	1.90
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.85	105.05	104.85	19,942.89	7.06	(4)	37	3.33	3.49
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.90	101.15	100.95	-	7.47	(0)	189	1.38	1.39
РусСтанд-2	1,000	14/6/2006		14.00	-	104.30	104.30	4,271.41	6.82	(3)	224	0.56	0.58
РусСтанд-3*	2,000	22/8/2007	1/9/2006	8.40	-	-	100.75	-	7.57	(0)	258	0.78	0.78
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	105.50	-	5.75	(2)	59	0.73	0.77
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	106.40	106.50	106.40	147,679.15	8.26	(12)	160	3.16	3.36
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	-	101.00	-	7.57	(0)	196	1.48	1.50
Сибтлк-3	1,530	14/7/2006		14.50	104.88	105.04	105.00	530.25	7.06	(32)	217	0.64	0.67
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	107.05	107.20	107.12	1.07	8.00	(8)	250	1.45	1.55
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.80	102.90	102.80	3,134.37	8.09	(2)	196	2.18	2.24
ПятерочкаФ	1,500	12/5/2010		11.45	101.00	111.20	111.00	-	8.81	0	229	3.69	4.10
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	102.20	102.75	102.75	2,345.95	7.21	(27)	261	0.57	0.58
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	108.80	110.15	110.20	447.11	5.13	(58)	-36	0.95	1.05
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	104.94	105.00	104.99	13,126.10	6.95	(9)	200	0.65	0.68
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	104.00	104.03	104.02	8,657.11	7.93	(29)	209	1.79	1.86
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	-	103.20	102.90	-	8.02	(0)	188	2.16	2.23
ФСК ЭЭС	5,000	18/12/2007		8.80	104.19	104.29	104.15	-	6.78	(0)	86	1.86	1.94
ФСК ЭЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	103.65	103.80	103.65	2.08	7.44	(0)	70	3.72	3.85
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	103.85	104.10	104.10	1,041.00	7.49	(14)	253	0.81	0.84
ЦТК-4	5,622	21/8/2009	16/2/2006	13.80	117.00	117.35	117.35	48,326.00	8.54	(9)	198	2.95	3.46
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.30	102.70	102.70	-	8.50	(20)	231	2.22	2.28
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	104.21	104.29	104.21	2,300.62	9.23	(40)	396	0.79	0.83
ЮТК-2*	1,500	7/2/2007	8/2/2006	12.00	100.75	101.00	100.75	77.75	9.15	55	592	0.25	0.26
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	101.39	101.40	101.40	8,285.95	9.18	3	527	0.42	0.43
Субфедеральные облигации													
МГор 28	4,000	25/12/2005		15.00	101.50	101.77	101.60	-	3.71	(21)	155	0.14	0.14
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	103.10	103.25	103.11	1,855.98	4.38	(16)	2	0.53	0.55
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	103.11	103.60	103.05	206.10	5.08	(1)	45	0.60	0.61
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	104.38	104.57	104.37	-	5.03	(2)	-28	0.84	0.88
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	111.00	112.00	111.50	-	4.57	(2)	-93	1.04	1.15
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	106.67	106.90	106.59	-	5.63	(1)	6	1.41	1.50
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	107.45	-	107.45	3.23	5.60	(32)	-9	1.60	1.72
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	107.90	108.30	107.80	-	5.93	(1)	10	1.80	1.94
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	109.40	109.75	109.75	1.10	5.97	(13)	-21	2.21	2.42
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	110.90	111.05	110.90	9,989.33	6.20	(5)	-17	2.61	2.89
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	109.85	119.95	109.85	1.10	6.88	(0)	15	3.73	4.10
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	-	115.80	114.20	-	6.80	(0)	3	3.96	4.52
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	111.40	111.75	111.75	2,077.05	6.88	(3)	-8	5.95	6.65
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	108.70	108.85	108.90	22.97	5.78	(27)	8	1.60	1.75
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	113.25	113.75	113.50	120,384.00	6.77	15	28	2.91	3.30
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	109.46	109.73	109.58	83,825.06	7.01	(6)	46	2.97	3.26

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

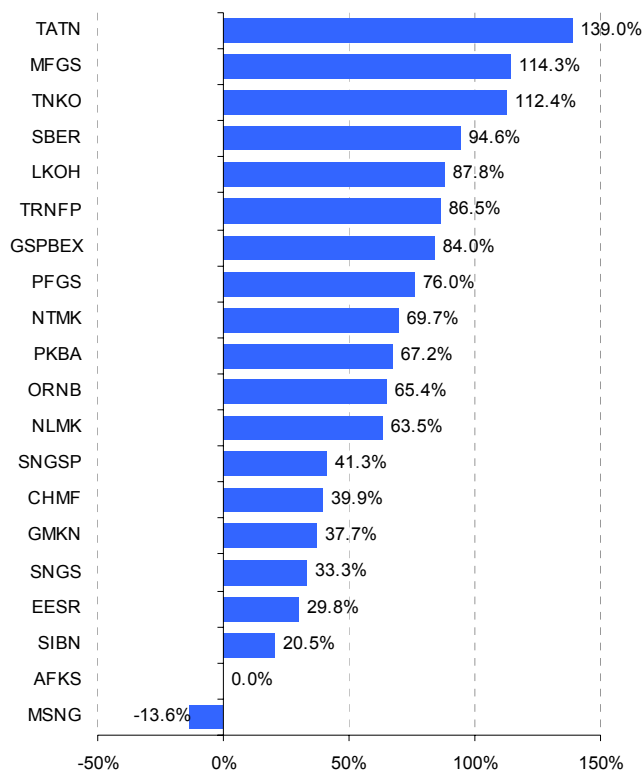
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

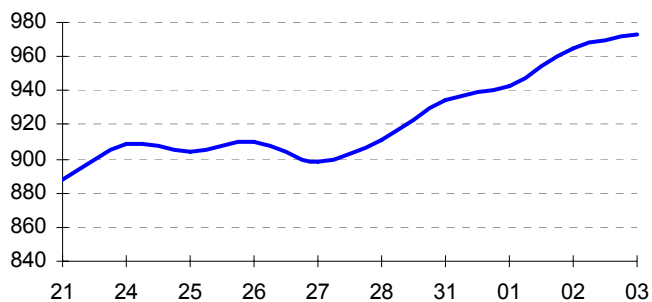
20 лидеров рынка – динамика за неделю



20 лидеров рынка – динамика в 2005 году



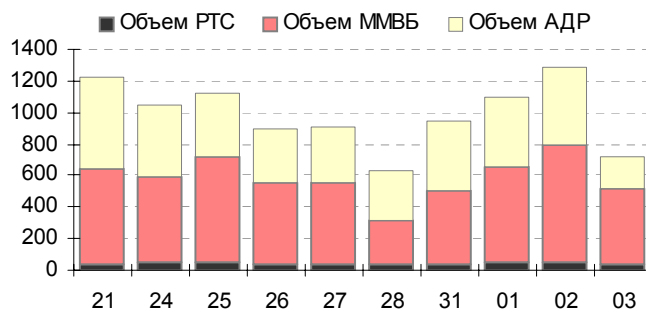
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

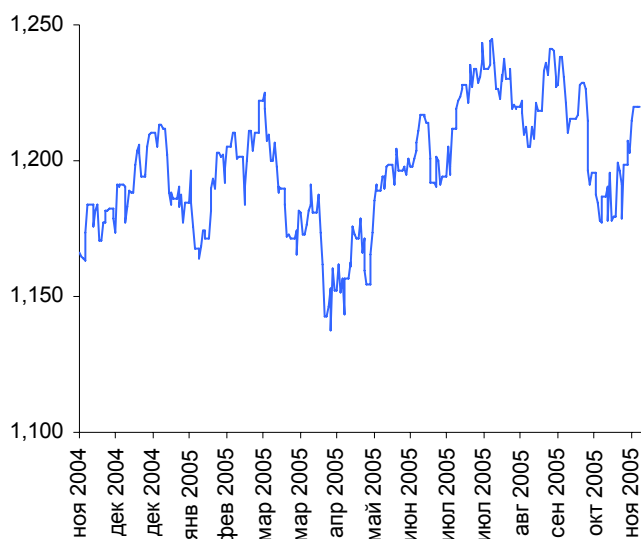


10 наиболее ликвидных акций РТС

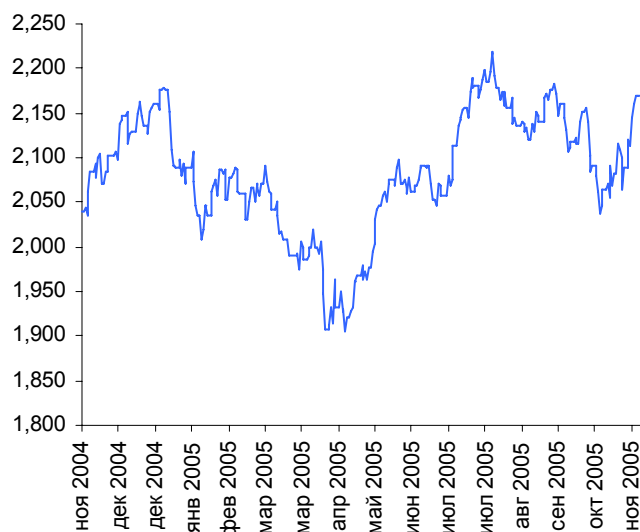
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	3.87	347.4
ЛУКОЙЛ	7.55	38.6
РАО ЕЭС России	4.52	25.1
ГМК Норильский никель	5.49	16.0
Сбербанк РФ	10.20	12.3
Транснефть, прив.	6.07	8.6
Татнефть	12.46	4.1
НЛМК	18.05	3.7
Сургутнефтегаз	9.89	2.9
Сургутнефтегаз, прив.	5.48	2.8

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

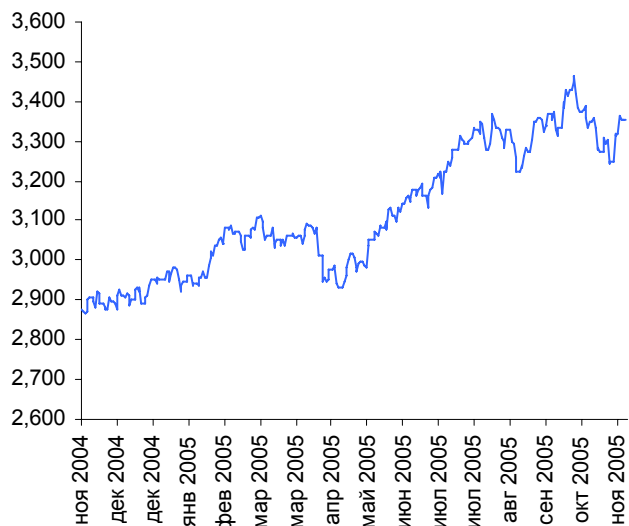
S&P 500



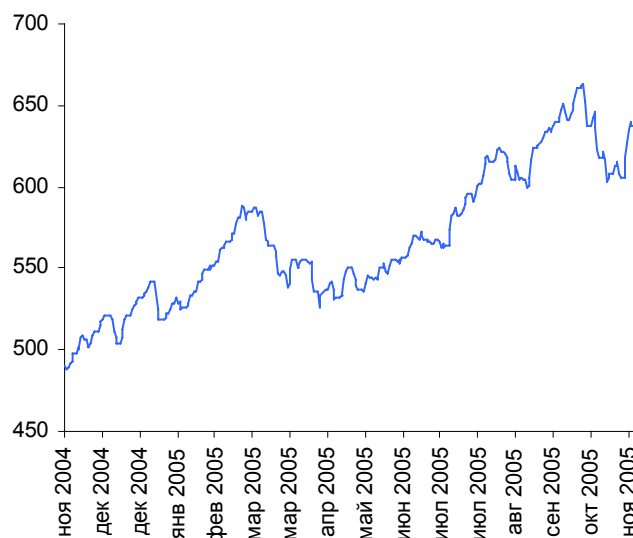
Nasdaq



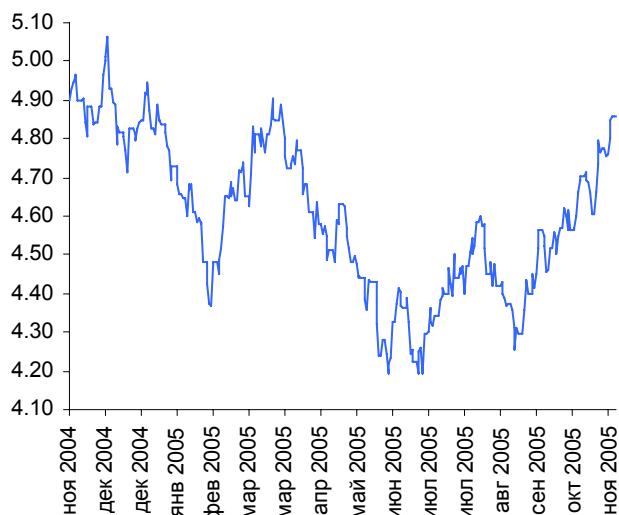
DJ Euro STOXX 50



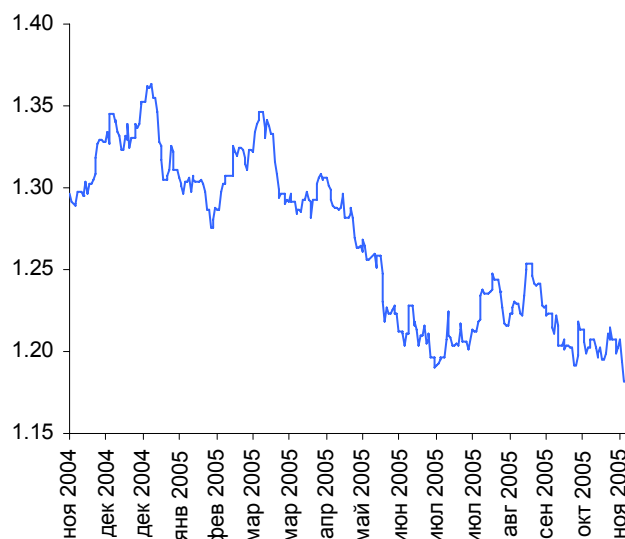
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
7 (095) 777-8877
7 (095) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru
RTS, MICEX, NAUFOR member

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

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

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 (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 (095) 777-8832

Стратегия

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

Нефть/газ

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

Русскоязычная аналитика

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

Долговой рынок

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

Дмитрий Лукашов, CFA

loukashov@aton.ru
7 (095) 777-8837

Потребительский сектор/Промышленность

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

Алексей Ю

yu@aton.ru
7 (095) 777-8877, x6314

Артем Кончин

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

Татьяна Капустина

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

Политика

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

Телекомы

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

Металлургия

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

Елена Баженова

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

Владимир Катунин

katunin@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3118

Энергетика

Дмитрий Скрыбин
skryabin@aton.ru
7 (095) 777-8838

Мировые рынки

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