

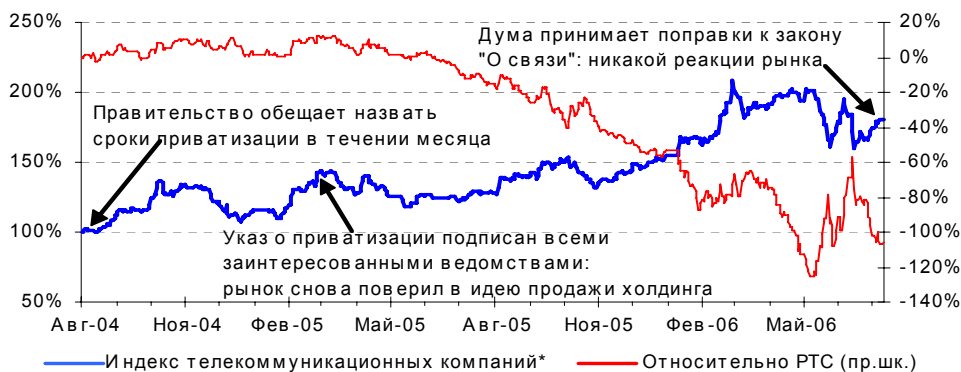
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	2
Рекомендуемый портфель	3
Компании	6
"Газпром". Опубликовал слабые финансовые показатели по МСФО за 2005 год	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

КОММЕНТАРИЙ

Приватизация "Связьинвеста": на этот раз реальность?

Хронология подготовки к продаже "Связьинвеста"



Индекс телекоммуникационных компаний отражает динамику котировок "Ростелекома" и семи региональных компаний связи

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

На минувшей неделе Государственная Дума утвердила поправки в закон "О связи", касающиеся приватизации "Связьинвеста", сразу в трех чтениях. Кроме того, по сообщениям СМИ, существует высокая вероятность того, что Совет Федерации одобрит предложенные поправки уже на этой неделе. После этого для начала подготовки к проведению аукциона по продаже холдинга будет необходима лишь подпись президента.

Однако рынок остался безразличен к обнадеживающим новостям. На наш взгляд, это не удивительно, учитывая длительные задержки в процессе приватизации в прошлом. Мы полагаем, что неожиданная активизация законодателей указывает на то, что идея приватизации получила поддержку на самом высоком уровне. Причина такой активности остается неясной, однако газета "Ведомости" сообщает, что это может свидетельствовать о достижении договоренности между потенциальными участниками торгов.

Между тем региональные компании, не дожидаясь прихода частных собственников, начали реструктуризацию своего бизнеса, включающую программы сокращения затрат и развитие дополнительных услуг, в результате чего их чувствительность к приватизации холдинга снизилась. Кроме того, региональные компании получили выгоды за счет реформ сектора, осуществленных в этом году, включая либерализацию дальней связи и пересмотр тарифов на межсетевые соединения

Наши прогнозируемые цены акций компаний сектора основаны, прежде всего, на фундаментальных показателях, а не на ожиданиях перехода предприятий в частные руки. В среднем региональные телекоммуникационные компании сейчас торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2007П на уровне 4.6 и P/E 2007П на уровне 9.1, что подразумевает дисконт к оценке международных аналогов в размере 15% и 30% соответственно, при этом потенциал роста акций данных компаний до прогнозируемых цен достигает 30-60%.

Среди региональных телекоммуникационных компаний мы отдаем предпочтение "Дальсвязи", "Волга Телекому" и "Северо-Западному Телекому", учитывая их высокие финансовые показатели и удачные программы реструктуризации. Кроме того, эти компании отличаются наиболее сильными фундаментальными показателями и наименьшей чувствительностью к приватизации "Связьинвеста". "ЦентрТелеком" и ЮТК, вероятно, положительно отреагируют на прогресс в вопросе приватизации "Связьинвеста", и их оценка может повыситься. Напротив, перспективы "Уралсвязьинформа" и "Сибирьтелекома" выглядят негативными, поскольку для них существует риск утраты сотовых активов в результате приватизации.

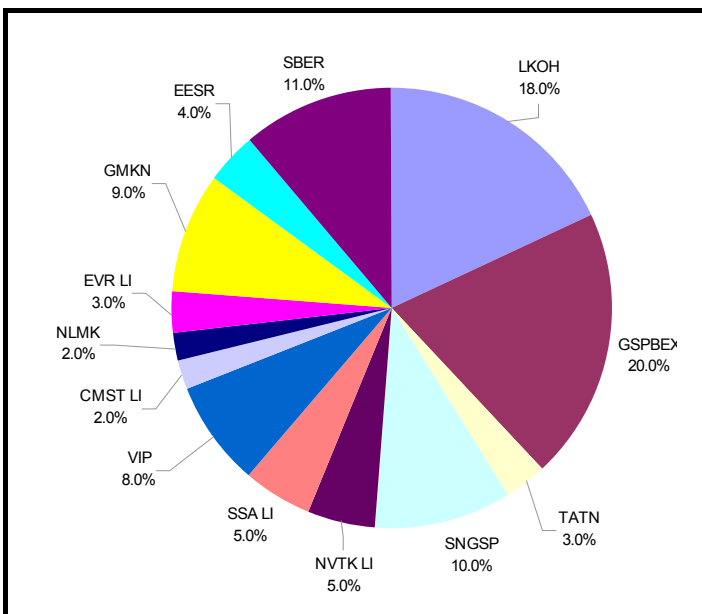
Надежда Голубева, CFA
golubeva@aton.ru

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
10.07	Пройдут слушания по иску "Газпромбанк-Инвест" к МПР относительно лицензии на Южно-Тамбейское месторождение	Будут опубликованы данные о динамике оптовых товарно-материальных запасов за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% (предыдущее значение: 0.9%)	
	Арбитражный суд Санкт-Петербурга возобновит слушания дела по иску ИРОС о признании права собственности на блокирующий пакет "Мегафона"	Будут опубликованы данные об объеме потребительского кредитования за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$3.0 млрд. (предыдущее значение: \$10.6 млрд.)	
11.07	Купонная выплата по облигациям торгового дома "Перекресток", выпуск 01. Купонная ставка – 8.81 %		
	Заседание Межрегионального банковского совета при Совете Федерации ФС РФ		
12.07	Годовое собрание акционеров "Балтики"	Будет опубликовано значение торгового баланса за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$64.6 млрд. (предыдущее значение: -\$63.4 млрд.)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике ВВП стран евро-зоны за I квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.3%)
	Суд рассмотрит вопрос о включении долга "ЮКОС-Москва" в размере 933 млн. руб. в реестр кредиторов НК ЮКОС		Европейская Комиссия опубликует прогноз ВВП на II квартал 2006 года
	"Комстар-ОТС" опубликует результаты I квартала 2006 года по US GAAP		
	Заседание совета директоров "Газпрома"		
13.07		Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 9 июля 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 309 тыс. (предыдущее значение: 313 тыс.)	
14.07	Внеочередное заочное собрание акционеров ОАО "Авиакомпания "Омскavia"	Будут опубликованы данные о динамике индекса импортных цен за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 1.6%)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля увеличилась на 1.69% на фоне роста индекса РТС на 3.68%. Несмотря на впечатляющий рост котировок акций "Татнефти" и Сбербанка на 5.4% и 11.4% соответственно, негативная динамика ряда других "голубых фишек" обусловила отставание от рынка. В роли аутсайдеров выступили, в частности, акции "Комстар-Объединенные Телесистемы", котировки которых снизились за неделю на 6.7%, а также бумаги Evraz Group, подешевевшие на 3.8%.

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		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	1.69%	3.68%	-1.99%	13.85%	13.74%	0.11%	45.33%	37.67%	7.65%

Рекомендуемый портфель

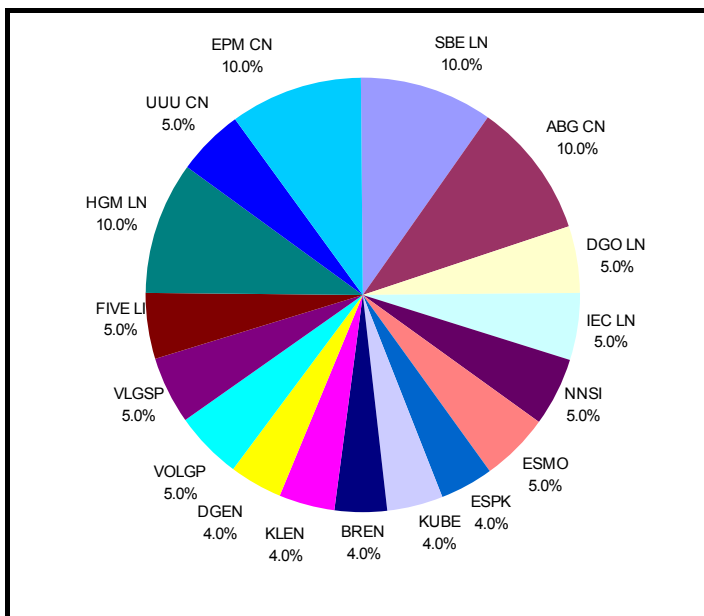
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 7/07, \$	Цена 30/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКойл	LKOH	15.45%	18.0%	84.70	83.34	1.6%	42.4%
Газпром	GSPBEX	14.36%	20.0%	10.35	10.49	-1.4%	53.1%
Татнефть	TATN	2.38%	3.0%	4.10	3.89	5.4%	25.4%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.35%	10.0%	1.05	1.05	-0.3%	17.8%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.70%	5.0%	45.00	44.00	2.3%	105.5%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	5.0%	21.10	20.10	5.0%	-12.4%
Вымпелком	VIP	0.00%	8.0%	45.65	45.82	-0.4%	1.7%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	5.59	5.99	-6.7%	-22.3%
Металлургия							
НЛМК	NLMK	1.69%	2.0%	2.22	2.25	-1.1%	55.2%
Evraz Group	EVR LI	0.00%	3.0%	24.00	24.95	-3.8%	32.6%
ГМК Норильский никель	GMKN	7.51%	9.0%	132.70	130.00	2.1%	102.3%
Прочие							
РАО ЕЭС России	EESR	3.66%	4.0%	0.70	0.69	0.9%	65.1%
Сбербанк РФ	SBER	12.25%	11.0%	1,900	1,705	11.4%	45.0%
Всего		100%	100%			1.7%	45.3%

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	5.3	3.8	3.6	12.7	8.3	7.9	21.3	11.7	11.2	24.3	11.3	10.3	МСФО
Газпром, ADS	43.10	5.4	3.8	3.6	12.8	8.4	7.9	21.5	11.8	11.2	24.5	11.4	10.3	МСФО
ЛУКОЙЛ	87.14	1.3	1.1	1.2	7.0	6.6	7.0	10.9	10.1	10.7	11.5	10.2	8.8	US GAAP
Сургутнефтегаз	1.43	1.8	1.4	1.5	4.9	4.4	4.6	7.7	6.9	7.2	6.9	6.0	5.5	РСБУ
(без учета казн. акций)														
Сургутнефтегаз	1.43	3.3	2.5	2.7	8.8	8.0	8.4	14.5	12.9	13.6	12.8	11.2	10.2	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	4.7	4.5	5.4	6.9	6.6	8.4	6.0	4.9	5.7	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	3.60	1.7	1.3	1.4	4.9	4.7	5.2	6.8	6.6	7.4	5.7	5.1	6.1	US GAAP
НОВАТЭК	39.86	9.4	7.6	7.0	17.4	13.3	13.8	35.8	20.4	21.7	38.4	18.4	18.2	РСБУ
Burren Energy	19.77	5.7	4.1	4.3	7.4	4.9	5.3	11.0	6.5	7.2	10.1	6.2	6.2	UK GAAP
Dragon Oil	4.93	5.4	3.2	2.8	6.5	3.6	3.2	14.2	5.9	5.3	-16.2	5.3	4.5	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	40.58	3.0	2.8	2.6	6.0	5.4	5.2	10.9	10.6	9.1	6.8	4.8	5.0	US GAAP
АФК Система	27.00	2.4	2.1	1.9	6.1	4.6	4.2	19.1	10.3	9.0	5.8	3.6	3.3	US GAAP
Вымпелком	61.56	3.6	2.9	2.6	7.5	5.9	5.1	15.2	11.6	9.4	7.2	6.1	4.9	US GAAP
Ростелеком	N.A.	2.5	N.M.	N.M.	13.6	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	9.1	N.M.	N.M.	МСФО
МГТС	N.A.	2.9	2.4	2.1	6.8	5.7	4.9	11.2	9.0	7.4	6.5	5.8	5.0	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.3	1.1	1.0	4.4	3.9	3.7	12.1	10.8	9.8	5.3	4.5	4.1	US GAAP
РБК	N.A.	7.6	4.1	3.5	23.5	11.9	9.1	35.0	20.6	15.5	32.2	16.8	13.0	МСФО
ЮТК	0.15	1.9	2.0	1.8	7.3	7.1	6.0	N.M.	37.0	9.0	3.0	2.4	2.0	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.0	2.0	1.8	6.7	5.6	5.3	13.4	9.5	8.2	4.5	4.0	3.9	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	1.7	1.6	1.4	4.8	4.1	3.8	8.1	6.7	5.5	3.0	3.0	2.8	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	1.6	1.5	1.3	6.6	5.2	4.4	13.1	8.5	5.7	3.7	3.4	2.9	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	1.6	1.5	6.6	5.8	5.4	N.M.	N.M.	32.3	3.7	3.2	3.0	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.3	1.3	1.1	6.0	4.6	3.9	32.1	7.5	5.6	2.9	4.7	3.7	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.	6.9	6.4	N.M.	23.5	20.8	N.M.	6.8	6.3	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	2.4	2.2	N.M.	23.8	29.0	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	38.4	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	5.7	МСФО
Evraz Group	24.71	1.6	1.5	1.5	5.6	5.4	5.6	9.3	7.5	7.7	5.6	5.5	5.6	МСФО
Северсталь	11.93	1.4	1.5	1.4	5.4	5.4	5.1	8.8	9.3	8.6	6.9	7.3	6.6	МСФО
Мечел	29.62	0.9	0.9	0.9	4.6	4.7	4.8	7.4	7.6	8.2	5.9	5.2	5.3	МСФО
НЛМК	2.16	2.6	2.4	2.3	5.4	5.5	5.7	9.6	7.9	10.0	8.8	11.2	8.4	US GAAP
Vera Gold	4.25	24.5	12.9	12.3	-342.4	46.2	69.0	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	46.6	129.6	CA GAAP
Highland Gold	7.1	9.8	5.0	4.8	143.3	12.8	13.0	N.M.	24.3	31.0	68.5	33.6	20.1	UK GAAP
Peter Hambro	23.01	21.8	16.0	14.8	37.8	21.3	20.1	74.6	35.0	30.9	51.4	30.2	27.7	UK GAAP
ВСМПО	N.A.	3.0	2.4	2.1	9.0	5.8	4.8	13.0	8.0	6.5	21.1	9.1	7.2	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	22.3	N.M.	N.M.	4.4	N.M.	N.M.	МСФО
Пятерочка	20.51	2.0	1.4	1.0	16.6	13.4	10.0	28.6	25.0	17.3	15.2	13.4	10.4	МСФО
Седьмой континент	24.50	2.2	1.6	1.2	20.9	13.3	10.3	33.9	22.9	18.1	26.7	15.1	11.8	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.0	1.7	1.5	10.6	8.4	7.4	30.0	21.0	17.2	15.2	12.1	10.0	МСФО
Балтика	41.50	4.6	3.1	2.4	14.8	10.5	8.2	21.4	15.2	11.2	25.1	6.6	7.9	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	1.4	1.3	1.2	19.2	15.2	13.2	84.8	45.8	33.9	22.0	16.6	14.4	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	0.5	0.4	0.4	5.6	5.6	4.8	19.9	17.8	12.2	5.6	5.1	4.4	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.1	1.9	1.8	13.3	12.0	11.0	18.0	16.9	15.5	24.6	14.6	13.5	US GAAP
Калина	38.53	1.2	1.0	1.0	7.2	6.2	5.8	12.8	12.0	11.0	42.7	13.2	9.6	МСФО
НПК Иркут	N.A.	1.4	1.0	N.A.	6.1	4.6	N.A.	9.3	5.8	N.M.	8.1	16.5	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	22.4	17.7	16.3	N.M.	67.6	56.3	112.7	48.3	37.6	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

Нам портфель акций "второго эшелона" также отстал от рынка, повысившись на 1.64% на фоне роста индекса РТС на 3.68%. В роли лидеров повышения выступили акции Arawak Energy, котировки которых выросли на 15.4%, однако большинство других низколиквидных бумаг либо остались в стороне от внимания инвесторов, либо продемонстрировали снижение курсовой стоимости.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля

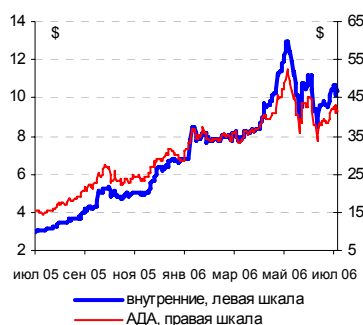
Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 7/07, \$	Цена 30/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	SBE LN	10.0%	8.61	8.92	-3.5%	36.8%
Arawak Energy	ABG CN	10.0%	2.33	2.02	15.4%	68.0%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	3.09	2.96	4.2%	-9.6%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	15.65	15.53	0.7%	100.7%
ВолгаТелеком	NNSI	5.0%	3.06	3.07	-0.3%	-21.7%
Центртелеком	ESMO	5.0%	0.41	0.40	1.3%	-19.0%
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%
Калугазэнерго	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%	17.10	16.65	2.7%	18.8%
Highland Gold	HGM LN	10.0%	4.31	4.24	1.6%	1.9%
UrasiaEnergy	UUU CN	5.0%	2.38	2.51	-5.1%	27.4%
European Minerals	EPM CN	10.0%	0.86	0.85	1.1%	2.3%
Всего		100%			1.6%	60.4%

"ГАЗПРОМ"
ОПУБЛИКОВАЛ СЛАБЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПО МСФО ЗА 2005 ГОД

Тикер	GSPBEX	OGZD LI
Рекомендация	Держать	Держать
Цена, \$	10.4	41.7
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	10.3	41.2
Потенциал роста/снижения	-1%	-1%

В прошлую пятницу "Газпром" опубликовал слабые финансовые результаты 2005 года по МСФО, показатель EBITDA компании оказался на 3% ниже консенсус-прогноза, чистая прибыль не дотянула до предварительных оценок 16%, несмотря на то, что выручка компании превысила ожидания рынка. Кроме того, нас разочаровал тот факт, что операционный денежный поток "Газпрома" на 18% отстал от нашего весьма умеренного прогноза в \$11.8 млрд., хотя наш прогноз не включал вклад "Сибнефти" в показатели компании, тогда как опубликованная отчетность "Газпрома" учитывает вклад "Сибнефти". В то же время, фактические капиталовложения компании составили \$9.7 млрд. и превысили наш прогноз на 21%. В целом, из опубликованных показателей складывается предсказуемая картина – "Газпром" в очередной раз не сумел воспользоваться рекордными экспортными и внутренними ценами на природный газ для увеличения денежного потока и дивидендов.

Динамика котировок акций


Следует отметить, что наша модель предусматривала консолидацию "Сибнефти" в отчетности "Газпрома" с 1 января 2006 года, тогда как, судя по всему, на практике "Газпром" начал полную консолидацию показателей "Сибнефти" уже в сентябре-октябре 2005 года, вскоре после приобретения 75.7% акций нефтяной компании.

Без учета опубликованной отдельно доли "Сибнефти" в выручке (\$3.22 млрд.) и чистой прибыли (\$540 млн.) "Газпрома", консолидированной с момента покупки контрольного пакета нефтяной компании в 2005 году, выручка самого "Газпрома" составила \$45.7 млрд., несколько превысив наш прогноз, тогда как скорректированная чистая прибыль в \$10.45 млрд. довольно точно соответствовала нашему прогнозу (\$10.22 млрд.).

Капитализация и данные об акциях	Обыкн.	ADS
Рын. кап., \$ млн.	234,372	235,884
Чистый долг, \$ млн.	24,679	24,679
EV, \$ млн.	263,981	265,492
Кол-во акций, млн.	22,643.0	5,660.8
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	20%	4%
Кол-во акций на ADR	4.00	0.00
Дивиденды 2005, \$	0.056	0.222
Дивидендная доходность	0.54%	0.53%

"Газпром" не раскрывает вклад "Сибнефти" в другие показатели за 2005 год. Поэтому мы заключаем, что наш прогноз сопоставимых с предыдущим годом показателей "Газпрома" (без учета "Сибнефти"), скорее всего, находился у нижней границы консенсус-прогноза и соответствовал фактическим показателям "Газпрома".

Показатель EBITDA и чистая прибыль "Газпрома" по МСФО за 2005 год оказались ниже консенсус-прогноза

\$ млн.	2004	2005	Изм.	2005П, консенсус	2005П, Атон	Факт/прогноз Атона
Выручка	33,904	48,889	44%	47,640	42,943	14%
Совокупные операционные затраты (без учета амортизации)	20,780	28,438	37%		24,593	16%
EBITDA	13,124	20,451	56%	21,130	18,350	11%
Операционная прибыль	9,297	16,042	73%		14,023	14%
Балансовая прибыль	9,992	15,905	59%		14,193	12%
Чистая прибыль	7,139	10,994	54%	13,020	10,224	8%
Операционный денежный поток	5,188	9,633	86%		11,775	-18%
Капвложения, денежные средства	5,727	9,695	69%		8,000	21%
Рентабельность EBITDA	39%	42%	3%		43%	-1%
Чистая рентабельность	13%	22%	9%		24%	-1%
Рентабельность операционного денежного потока	15%	20%	4%		27%	-8%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

МСФО, \$ млн.	2005	2006П	2007П
Выручка	48,889	69,337	71,957
EBITDA	20,451	31,239	32,987
Чистая прибыль (скорректированная)*	10,994	20,049	20,983
Операционный денежный поток	9,633	20,703	22,818
Оценка стоимости (обыкн.)			
EV/EBITDA	12.9	8.5	8.0
P/E	21.3	11.7	11.2
P/CF	24.3	11.3	10.3
Оценка стоимости (АДА)			
EV/EBITDA	13.0	8.5	8.0
P/E	21.5	11.8	11.2
P/CF	24.5	11.4	10.3

Выручка превысила наш прогноз, главным образом, благодаря тому, что физический объем реализации газа в странах бывшего СССР превысил ожидания, а таможенные пошлины и акцизные сборы оказались ниже ожидаемого уровня, как видно из приведенной ниже таблицы. Значительное повышение выручки от продажи газового конденсата и нефтепродуктов отражает включение в отчетность компании части выручки "Сибнефти" за IV квартал 2005 года; консолидация "Сибнефти" также привела к появлению в отчетности "Газпрома" новой статьи выручки – "чистые продажи сырой нефти", что также способствовало превышению наших прогнозов. Однако выручка от транспортировки природного газа оказалась значительно ниже наших прогнозов, по всей вероятности, в связи с ожидаемым сокращением объемов транспортировки. В целом, рост совокупной выручки компании в 2005 году объяснялся, в первую очередь, значительным повышением экспортных и внутренних цен на природный газ, а также эффектом консолидации "Сибнефти". Следует отметить, что "Газпром", судя по всему, консолидирует выручку "Сибнефти" от продажи сырой нефти и нефтепродуктов за вычетом экспортных пошлин.

Выручка превысила прогнозы благодаря увеличению продаж в странах бывшего СССР, низким таможенным пошлинам и консолидации "Сибнефти"

\$ млн.	2004	2005	Изм.	2005П	Факт/прогноз
Россия	8,766	11,001	25%	10,844	1%
СНГ	3,070	4,643	51%	3,735	24%
Европа	21,093	30,036	42%	29,680	1%
Совокупная выручка от реализации газа	32,929	45,680	39%	44,259	3%
Акцизы и экспортные пошлины	-6,290	-9,020	43%	-9,949	-9%
Чистая выручка от реализации газа	26,639	36,660	38%	34,310	7%
Выручка от реализации газового конденсата, нефти и нефтепродуктов	4,243	7,542	78%	5,546	36%
Чистая выручка от реализации сырой нефти	NA	1,364	NA	NA	NA
Выручка от транспортировки газа	1,008	885	-12%	1,012	-12%
Прочее	2,015	2,438	21%	2,075	17%
Совокупная выручка	33,904	48,889	44%	42,943	14%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Почти все статьи затрат также значительно превысили прогнозы; во многих случаях это объясняется воздействием консолидации показателей "Сибнефти" за IV квартал 2005 года, что, по всей вероятности, повлияло на расходы на персонал, на затраты на ремонт и профилактику, налоги с оборота и расходы на закупку нефти и природного газа. Тем не менее, мы считаем, что даже если исключить вклад "Сибнефти" (который, по нашим оценкам, в IV квартале 2005 года едва ли превысил \$450-500 млн., учитывая, что в общей сложности операционные и административные расходы "Сибнефти" в 2005 году составили около \$1.7 млрд.), 2005 год для "Газпрома" стал очередным годом почти бесконтрольного роста затрат.

Структура затрат "Газпрома" за 2005 год

\$ млн.	2004	2005	Изм.	2005П	Факт/прогноз
ФОТ	-4,264	-5,939	39%	-5,117	16%
Сырье и материалы	-2,252	-2,607	16%	-2,590	1%
Электроэнергия	-1,002	-1,167	16%	-1,153	1%
Ремонт и профилактика, процессинг, прочее	-3,570	-5,301	48%	-5,000	6%
Налоги, кроме налога на прибыль	-2,509	-4,027	61%	-3,427	18%
Внешний транзит	-3,605	-3,917	9%	-3,805	3%
Закупки нефти и газа	-2,310	-3,100	34%	-2,500	24%
НИОКР	-203	-231	14%	0	NA
Страхования	-455	-417	-8%	0	NA
Социальная сфера	-463	-554	20%	-500	11%
Товары для перепродажи (включая нефтепродукты)	-631	-867	37%	-500	73%
Совокупные ассигнования	484	-310	NM	0	NA
Амортизация	-3,827	-4,409	15%	-4,327	2%
Совокупные затраты	-24,608	-32,847	33%	-28,919	14%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

"Газпром" очень сильно отстал от нашего прогноза на уровне операционного денежного потока, хотя в отчетности консолидированы показатели "Сибнефти" за IV квартал 2005 года, тогда как мы прогнозировали показатели "Газпрома" без учета "Сибнефти". Судя по всему, основной проблемой стало значительное неожиданное увеличение неденежных затрат на расширение основных средств и долгосрочных финансовых вложений (которые в прошлом зачастую представляли собой капиталовложения по бартеру). Кроме того, свою роль сыграло по-прежнему неэффективное управление оборотными средствами, хотя при этом все основные статьи оборотных средств в 2005 году (в процентах от выручки) улучшились. В общей сложности, оборотные средства составили 30.8% выручки в 2005 году по сравнению с 32.3% в 2004 году. Следует также отметить, что наши прогнозы оборотных средств и балансового отчета "Газпрома" на конец 2005 года учитывали воздействие консолидации "Сибнефти".

"Газпрому" по-прежнему не удается трансформировать рост выручки в увеличение операционного денежного потока

\$ млн.	2004	2005	Изм.	2005П	Факт/прогноз
Чистая прибыль	7,139	10,994	54%	10,224	8%
Амортизация	3,827	4,409	15%	4,327	2%
Совокупные ассигнования и убыток от выбытия основных средств	-484	310	NM	0	NA
Прочие доходы/расходы	-807	708	NM	280	153%
Доли миноритариев	80	170	113%	113	50%
Неденежные капвложения и инвестиции	-1,523	-2,603	71%	-401	549%
Изменение рабочего капитала	-3,812	-4,088	7%	-2,768	48%
Прочее	768	-267	NM	0	NA
Операционный денежный поток	5,188	9,633	86%	11,775	-18%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

В результате негативной динамики денежного потока, а также в связи с приобретением "Сибнефти", показатели валового и чистого долга "Газпрома" в 2005 году выросли еще больше. Однако, судя по коэффициентам обслуживания долга и структуре капитала, компания остается в безопасной зоне как по уровню долга в капитале, так и по способности обслуживать регулярные выплаты по долговым обязательствам.

"Газпром" уверенно остается в комфортной зоне по доле долга в капитале и возможностям обслуживания долга

	2004	2005
Совокупный долг, \$ млн.	-22,189	-33,153
Чистый долг, \$ млн.	-16,299	-24,679
Совокупный долг /ЕВITDA	1.76	1.60
Чистый долг/акционерный капитал	0.22	0.28
ЕВITDA/Процентные расходы	8.8	11.4

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель с учетом фактических показателей компании за 2005 год, в результате чего наши прогнозы денежных потоков и чистой прибыли на 2006-2007 годы несколько снизились. Наиболее значительно снизились прогнозы операционного денежного потока, так как масштабы отставания операционного денежного потока компании за 2005 год от прогнозов оказались для нас большим сюрпризом.

Мы снизили прогноз денежных потоков и чистой прибыли на 2006-2007 годы с учетом фактических показателей за 2005 год

\$ млн., МСФО	Предыдущий		Новый		Изм.	
	2006П	2007П	2006П	2007П	2006П	2007П
Выручка	70,035	71,815	69,337	71,957	-1%	0%
ЕВITDA	32,272	34,476	31,239	32,987	-3%	-4%
Чистая прибыль	20,797	22,309	20,049	20,983	-4%	-6%
Операционный денежный поток	23,835	25,675	20,703	22,818	-13%	-11%

Источник: оценки "Атона"

В целом, опубликованные показатели подтверждают обоснованность нашего осторожного подхода к "Газпрому". По мере того, как внешние технические факторы воздействия на фондовый рынок (отмена ограничений на операции с бумагами компании для иностранных инвесторов, пересмотр индекса MSCI, скупка акций российскими ФПГ) начнут отходить на второй план, инвесторы будут все больше обращать внимание на показатели бизнеса компании, которые – как ясно показывает отчетность за 2005 год – оставляют желать лучшего. Кроме того, в дальнейшем динамику котировок акций "Газпрома", по всей вероятности, будет еще больше сдерживать потенциальное предложение на фондовом рынке акций других российских нефтегазовых компаний из числа "голубых фишек".

После снижения наших прогнозов чистой прибыли компании, прогнозируемая цена на конец 2006 года на основе DCF также снизилась с \$10.8 до \$10.3 за обыкновенную акцию. Наша рекомендация "Держать" акции компании остается без изменений.

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru

Артем Кончин
konchin@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

РЫНОК ВНЕШНЕГО ДОЛГА

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	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	98.62	98.87	9.25	8.86	444	337	2.31	2.28
Алроса 08	\$500	B+/Ba3	6/5/2008	8.125	102.38	103.38	6.42	7.90	143	55	1.64	1.69
Алроса 14	\$300	B+/Ba3	17/11/2014	8.875	108.75	108.75	7.45	8.16	254	120	5.81	6.32
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.00	100.00	7.73	7.75	249	201	0.54	0.54
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	99.00	99.00	8.31	7.83	341	250	1.78	1.76
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	98.50	100.50	8.76	8.67	412	266	3.54	3.52
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB-	28/9/2009	8.000	101.75	102.50	7.24	7.83	235	116	2.71	2.77
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB-	26/11/2010	7.375	99.75	100.25	7.37	7.38	260	119	3.61	3.61
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB-	13/5/2013	7.335	98.00	98.50	7.66	7.34	694	145	5.16	5.07
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	97.25	99.25	7.98	7.63	330	183	3.58	3.52
БинБанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.500	99.64	99.76	9.59	9.50	480	371	2.39	2.39
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.38	102.38	7.40	8.34	246	157	1.67	1.70
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB	11/12/2008	6.875	101.00	101.50	6.31	6.79	133	32	2.17	2.20
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB	12/10/2011	7.500	102.50	103.38	6.82	7.29	206	59	4.18	4.31
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB-	4/2/2010	6.315	98.00	98.88	6.81	6.42	198	63	3.02	2.97
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB	2/7/1935	6.250	97.50	97.50	6.62	6.41	166	32	6.66	6.49
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	105.62	105.62	7.82	9.47	294	182	2.48	2.62
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	100.00	100.00	8.00	8.00	317	188	2.94	2.94
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	99.50	99.50	8.49	8.42	381	235	4.07	4.05
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	96.05	96.30	8.83	8.58	397	265	6.43	6.19
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	102.50	102.50	5.86	8.90	77	9	0.75	0.76
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BB+	1/10/2009	10.50	111.75	112.75	6.31	9.35	137	17	2.71	3.05
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	114.25	115.50	6.80	8.38	193	55	4.80	5.52
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	97.88	97.88	6.45	5.75	96	32	2.48	2.43
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	101.25	101.25	6.90	7.11	201	68	4.04	4.09
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	115.13	115.75	7.32	7.47	233	67	11.19	12.91
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	101.38	101.38	6.59	7.15	162	64	2.05	2.08
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	93.13	93.38	7.53	6.97	260	127	6.51	6.07
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.37	100.40	6.83	8.84	153	99	0.19	0.19
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	108.00	109.00	7.71	10.02	283	168	2.47	2.68
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	97.57	97.82	8.61	8.45	375	242	6.21	6.07
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.12	100.12	8.53	8.61	365	281	1.45	1.45
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.37	100.43	7.34	9.34	207	152	0.20	0.20
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.44	99.77	7.79	7.53	788	207	1.29	1.29
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.70	99.78	7.23	6.82	198	149	0.56	0.56
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	99.63	100.75	7.93	7.98	309	185	2.89	2.90
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.25	101.25	7.39	7.90	246	148	2.00	2.03
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.07	96.51	6.40	4.54	141	50	1.83	1.76
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	103.00	103.00	7.67	9.47	274	191	1.36	1.40
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	99.75	99.75	8.44	8.40	371	232	3.42	3.41
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	97.38	99.00	8.41	8.15	371	227	4.19	4.11
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	100.75	100.85	7.78	8.93	266	209	0.64	0.65
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	97.75	98.00	8.01	8.68	321	181	5.03	4.92
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.00	100.00	9.10	9.13	394	346	0.55	0.55
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	98.79	99.29	8.63	8.33	381	271	2.42	2.40
Норникель 09	\$500	BB+/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.00	101.00	6.77	7.05	185	66	2.76	2.79
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	100.93	101.07	7.21	8.91	194	147	0.54	0.55
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	98.17	98.67	8.66	8.13	381	275	2.30	2.26
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	99.22	99.47	8.68	8.56	397	258	3.38	3.35
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB-	29/7/2008	6.875	99.25	99.25	7.07	6.93	212	119	1.81	1.80
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BB+	29/9/2010	6.200	93.50	93.50	8.04	6.63	335	189	3.51	3.28
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	98.56	98.81	7.18	6.59	223	130	1.85	1.82
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.68	103.93	3.63	9.39	-146	-243	1.63	1.69
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	102.50	102.50	5.77	12.44	36	-9	0.35	0.36
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB-	27/11/2010	6.875	99.75	100.25	6.87	6.88	208	66	3.66	3.66
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB	16/5/2013	7.175	99.65	100.15	7.19	7.18	232	95	5.22	5.21
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	99.88	100.62	8.38	8.66	338	273	0.71	0.71
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	99.50	100.50	7.78	7.80	285	210	1.11	1.11
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	98.00	99.50	8.88	8.23	402	315	1.58	1.56
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	93.87	94.12	9.23	7.98	455	316	3.42	3.21
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	95.97	96.22	9.65	8.98	507	360	3.74	3.59
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	95.88	96.13	10.01	9.24	544	398	3.50	3.36
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB	15/5/2013	6.480	98.00	98.50	6.80	6.60	191	54	5.32	5.23
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	97.50	99.50	6.70	6.32	186	52	3.05	3.00
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	102.00	103.25	7.50	8.40	259	154	2.23	2.28
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	104.38	104.38	8.47	8.86	363	229	5.36	5.59
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/5/2009	9.000	99.45	99.70	9.17	9.04	435	326	2.40	2.39
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/2/2007	11.50	103.25	103.25	5.88	11.14	56	8	0.55	0.57

Рынок внутреннего долга

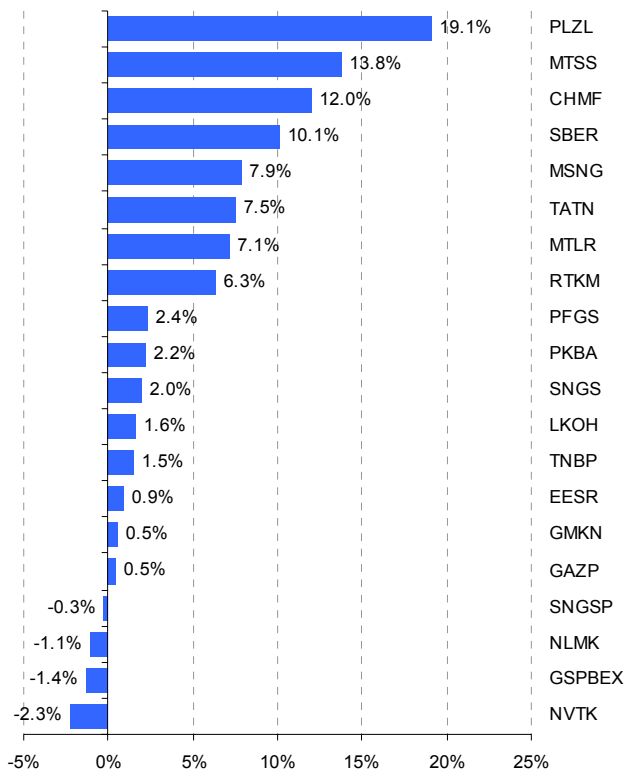
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	УТМ, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	99.85	100.05	100.05	1.00	7.89	(601)	252	0.92	0.92
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	96.00	-	100.03	-	6.52	0	144	0.67	0.67
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	99.98	-	99.99	-	6.36	0	117	0.76	0.76
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.90	101.25	101.10	37.41	6.07	(179)	118	0.50	0.51
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	102.90	103.25	103.10	134,199.15	7.35	(0)	94	2.99	3.08
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	100.95	101.45	101.40	511.06	6.49	4	88	1.17	1.18
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	99.50	99.75	99.60	549,577.83	7.22	(13)	83	2.66	2.65
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.90	101.30	100.90	10,871.39	8.65	(3)	228	3.37	3.40
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.70	100.88	100.88	60,407.64	6.67	4	95	1.28	1.29
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	103.25	100.00	-	8.24	0	310	0.61	0.61
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.90	102.05	101.90	16,300.44	8.28	8	222	1.73	1.77
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.27	102.00	101.45	30,435.00	6.76	(18)	101	1.31	1.33
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	103.15	103.35	103.35	1.03	7.33	(12)	93	2.92	3.02
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.00	100.30	100.00	55,874.99	6.69	17	135	0.89	0.89
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	98.50	98.73	98.70	987.00	7.37	(11)	91	2.23	2.20
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	100.00	100.30	100.10	149,558.16	7.45	(3)	88	3.63	3.63
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	101.10	101.19	101.19	144,948.70	7.44	(4)	72	4.93	4.99
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.50	100.75	100.50	-	7.51	(0)	225	0.82	0.82
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	98.35	98.80	99.90	-	7.37	0	68	1.97	1.97
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.51	100.59	100.59	34,429.21	9.17	(14)	264	2.13	2.14
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	100.50	100.80	100.60	-	7.21	(14)	475	0.10	0.10
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	104.12	104.30	104.11	53,184.42	8.74	(4)	235	2.78	2.89
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	101.00	101.30	101.30	364.68	6.81	(0)	143	0.92	0.94
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	104.17	104.30	104.17	49,825.06	8.22	2	298	0.93	0.97
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.25	101.70	101.50	23,345.00	8.45	12	239	1.61	1.63
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.20	102.40	102.40	5,126.14	8.82	(1)	223	3.57	3.66
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	0/1/1900	5.50	-	91.00	91.00	-	9.40	1	312	2.61	2.37
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	102.50	-	102.50	41,382.30	8.53	(5)	379	0.38	0.39
УралСвзИн6	3,000	18/7/2006		14.25	100.15	-	100.15	600.90	9.04	295	713	0.03	0.03
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.33	102.80	102.33	5,019.02	8.24	22	258	1.20	1.23
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.00	101.95	101.00	1.01	8.74	19	269	1.59	1.60
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.50	-	102.70	-	6.92	(0)	114	1.34	1.38
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	102.05	102.33	102.05	41,915.61	7.79	(2)	132	3.33	3.40
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	99.21	99.35	99.28	348,026.34	7.56	(10)	102	2.19	2.17
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	100.72	100.95	100.72	220.58	8.50	(16)	557	0.18	0.19
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	112.40	112.50	112.45	79,240.75	9.33	(9)	296	2.44	2.75
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.30	102.35	102.30	17,345.05	8.36	(1)	204	1.75	1.79
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	100.81	-	100.95	18,704.40	9.06	(51)	588	0.18	0.18
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	100.50	100.70	100.65	15,092.56	9.53	(28)	540	0.54	0.54
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	101.01	101.25	100.95	10,882.13	10.30	25	0	1.12	1.13
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	100.01	105.00	101.00	-	5.36	(6)	195	0.21	0.21
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	100.51	-	104.70	-	4.57	(6)	-21	0.44	0.46
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.20	104.35	104.80	-	4.41	(2)	-85	0.82	0.86
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	101.51	107.65	105.20	-	5.14	(1)	-33	1.01	1.06
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	100.00	106.40	105.05	-	6.08	(1)	43	1.20	1.26
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	106.80	110.00	107.88	-	5.68	(1)	-59	1.73	1.87
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	107.65	108.50	107.65	64,984.31	6.67	30	15	2.16	2.32
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	107.20	111.00	107.75	-	6.98	(0)	50	3.23	3.49
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.20	112.40	112.35	72,987.25	6.87	(4)	27	3.63	4.08
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	108.20	108.60	108.30	216,792.17	7.17	1	45	5.52	5.98
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	104.50	105.00	104.55	-	6.80	(1)	132	1.01	1.06
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	109.40	110.00	110.00	-	7.21	(0)	85	2.37	2.61
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	106.87	107.00	106.97	147,729.63	7.37	(9)	107	2.43	2.60
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	106.00	106.20	106.10	577,620.56	7.60	(9)	96	3.81	4.04

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

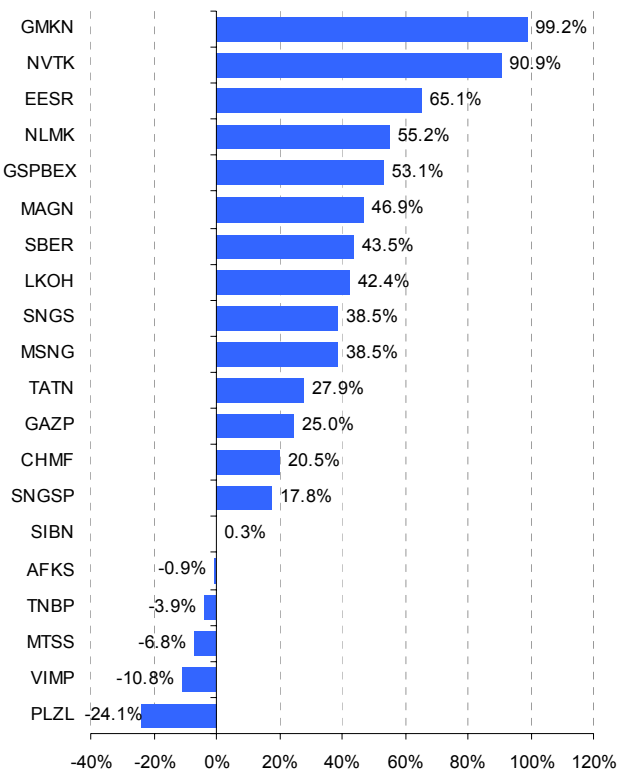
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

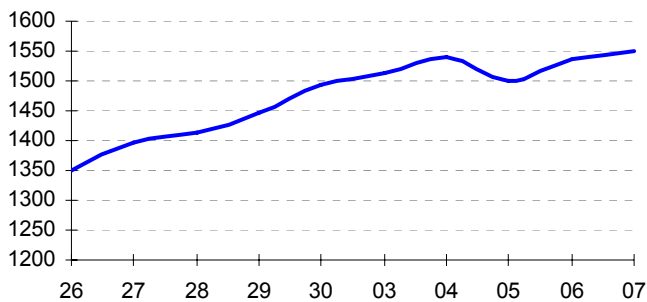
20 лидеров рынка – динамика за неделю



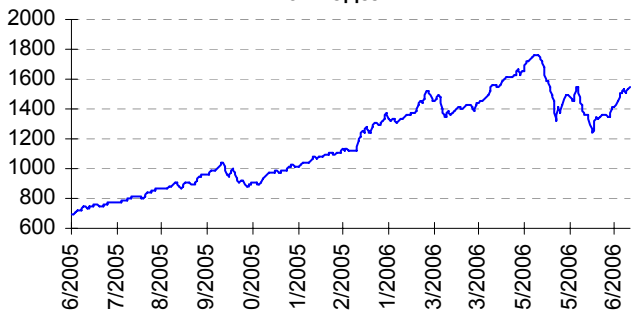
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



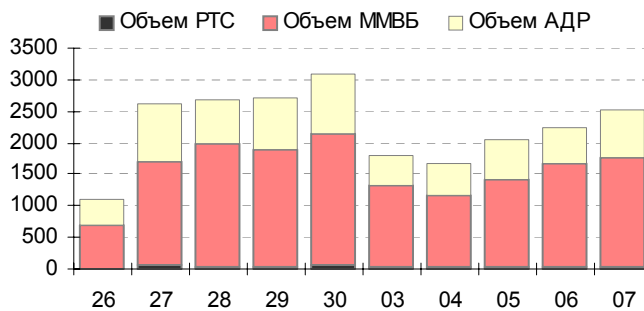
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

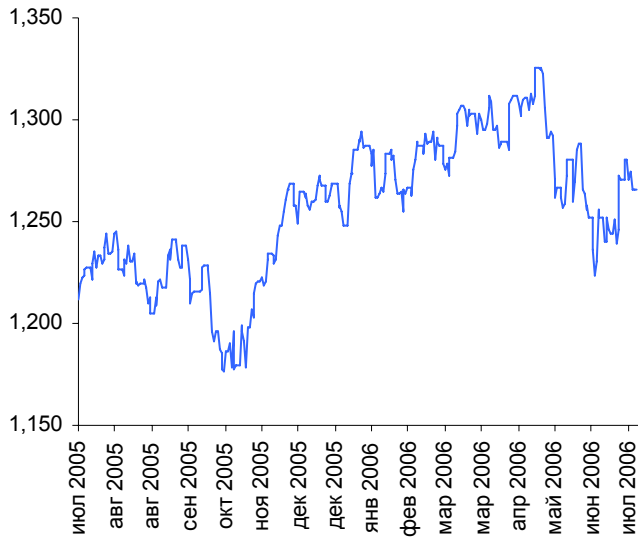


10 наиболее ликвидных акций РТС

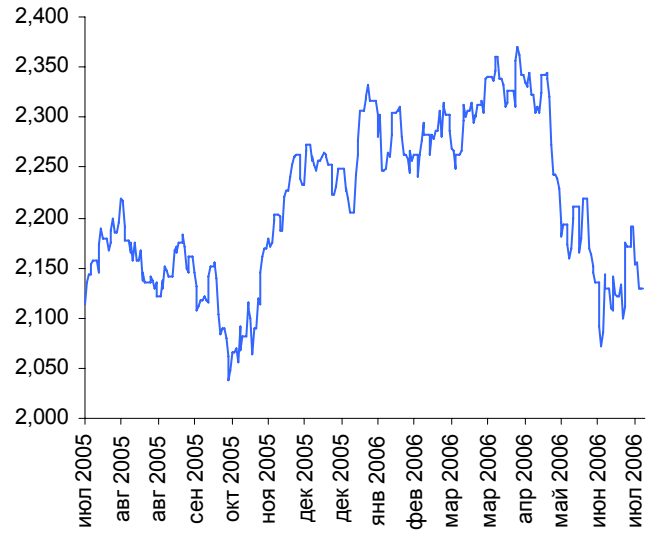
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром (GSPBEX)	-1.4	175.6
Газпром (GAZP)	0.5	26.4
РАО ЕЭС России	0.9	21.9
ЛУКОЙЛ	1.6	13.2
Сбербанк РФ	10.1	11.2
ГМК Норильский никель	0.5	7.5
Сургутнефтегаз	2.0	6.4
МТС	13.8	5.9
Татнефть	7.5	2.8
Сургутнефтегаз, прив.	-0.3	1.9

МИРОВЫЕ РЫНКИ

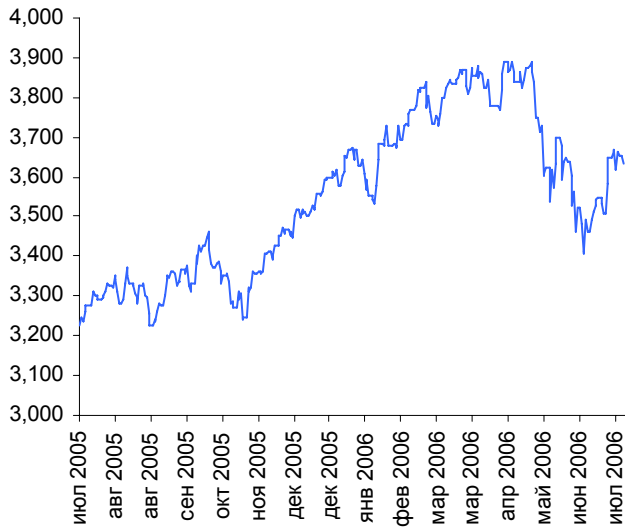
S&P 500



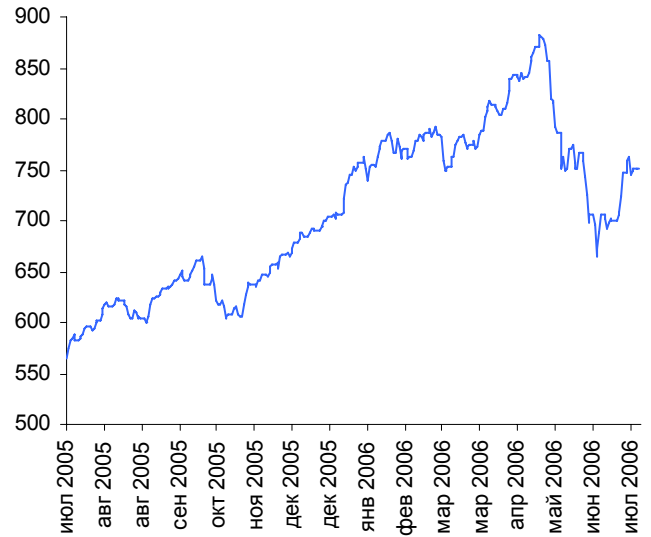
Nasdaq



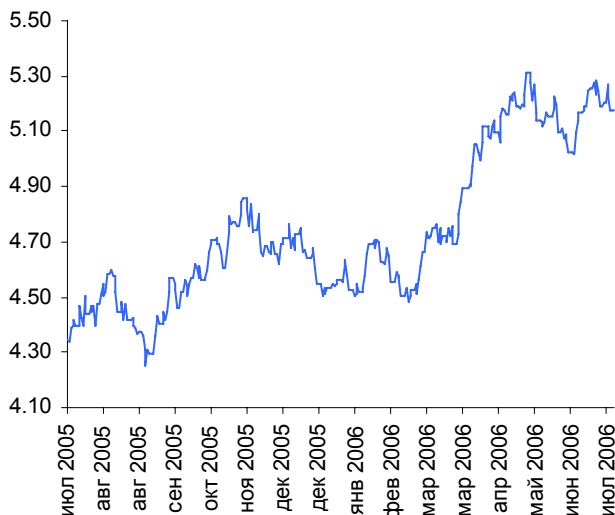
DJ Euro STOXX 50



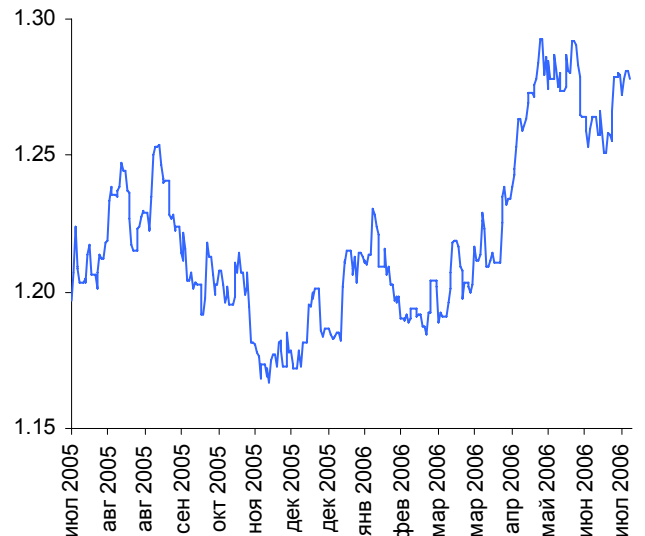
MSCI Emerging markets



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

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых компанией Aton LLC по акциям

Рекомендация	Критерий
"Покупать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать"	Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акции и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом Aton LLC или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. Компания Aton LLC рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные компанией Aton LLC, основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений Aton LLC (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. Компания Aton LLC прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

Компания Aton LLC и ее дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton LLC.

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

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
NASDAQ/SIPC member
+1 (212) 697-6099
+1 (212) 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

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

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

+7 (495) 777-8832

Нефть / газ

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

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

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

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

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

Металлургия
Крис Пирсон
pearson@atonint.com
+7 (495) 777-8877, x 3113

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

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

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

Долговой рынок

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

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

Дмитрий Коломыцын, MSc
kolomytsyn@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3112

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

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

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

Финансы / Недвижимость

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