

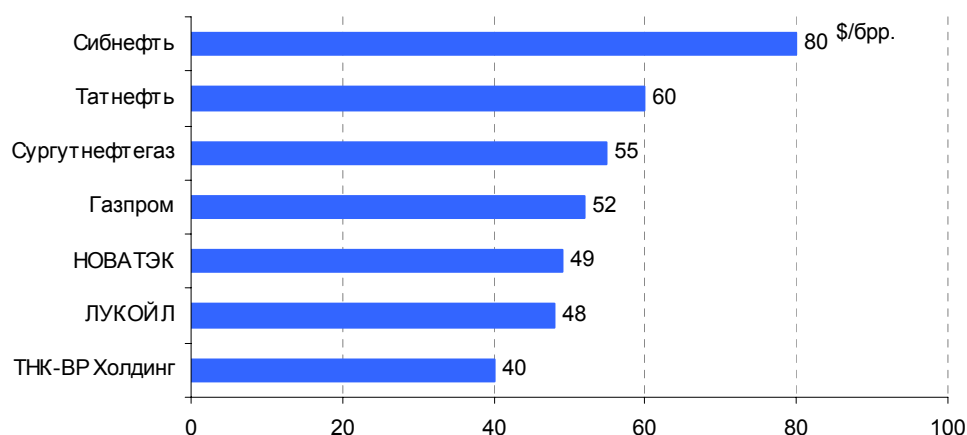
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
АФК "Система". Финансовые показатели 2005 года по US GAAP соответствуют консенсус-прогнозу	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

КОММЕНТАРИЙ

Нефтяные компании: все еще дорого, несмотря на коррекцию

В ценах акций крупнейших российских нефтегазовых компаний заложена долгосрочная цена на нефть нефти сорта Brent в \$50-60/бпр.



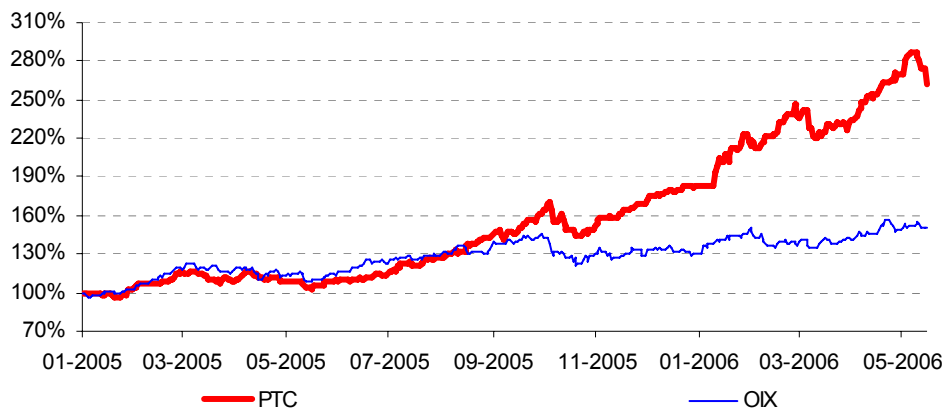
Источник: данные компаний, оценки "Атона"

В текущие цены акций крупнейших российских нефтяных компаний по-прежнему заложен довольно оптимистичный долгосрочный прогноз стоимости нефти сорта Brent. Хотя в результате коррекции только за последнюю неделю котировки акций крупнейших российских нефтегазовых компаний упали на 10-15%, в цены большинства из них все еще заложена долгосрочная средневзвешенная стоимость Brent на уровне \$50-60/бпр. (см. диаграмму выше). На наш взгляд, такое допущение на предстоящие пять-десять лет является довольно смелым (если, конечно, инвестор не предполагает, что мир будет находиться в состоянии перманентного геополитического конфликта). Судя по появившимся недавно в СМИ комментариям крупнейших производителей и ведущих мировых энергетических агентств, таких как IEA, большинство экспертов сходятся на более умеренном диапазоне в \$40-45/бпр.

Тезис о том, что в котировки акций крупнейших российских компаний заложены более высокие долгосрочные цены, чем в котировки зарубежных аналогов, также подтверждается (косвенно) более высокими финансовыми коэффициентами. Несмотря на коррекцию, акции крупнейших российских компаний торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2006П на уровне 7-10, который вряд ли можно назвать привлекательным по сравнению с коэффициентами на уровне 4-4.6 у бумаг международных холдингов и аналогов с развивающихся рынков. То же можно сказать о коэффициенте P/E 2006П, который у российских компаний достигает 10-20 (10.2-10.7 у аналогов с мирового и развивающегося рынков).

Наконец, разница в динамике индекса РТС, по большей части состоящего из бумаг нефтяных компаний, и акций крупнейших мировых нефтяных корпораций (измеряемой индексом OIX) за период, прошедший с конца 2005 года, недвусмысленно свидетельствует о возможности дальнейшего сближения этих двух индикаторов, как показано на представленном ниже графике. Мы согласны с тем, что огромные запасы и уникальный портфель активов крупнейших российских холдингов мог, в некоторой степени, служить основанием для повышения их относительной стоимости по сравнению с мировыми аналогами. Тем не менее, мы полагаем, что сложившийся разрыв вряд ли можно считать обоснованным.

В 2006 году индекс РТС намного опередил акции мировых нефтяных компаний



Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Таким образом, мы полагаем, что коррекция, скорее всего, продолжится; по нашему мнению, котировки будут стремиться к уровню, опирающемуся на долгосрочные цены на сырую нефть в \$40-45/бэр. Это означает, что акции крупнейших нефтегазовых компаний и, как следствие, весь рынок опустятся еще на 10-15%, прежде чем начнется консолидация. Мы советуем использовать данную возможность для увеличения пакетов акций крупнейших холдингов, таких как ЛУКОЙЛ и "Газпром", и некоторых независимых компаний, включая Sibir Energy, Imperial Energy, Dragon Oil и Arawak Energy.

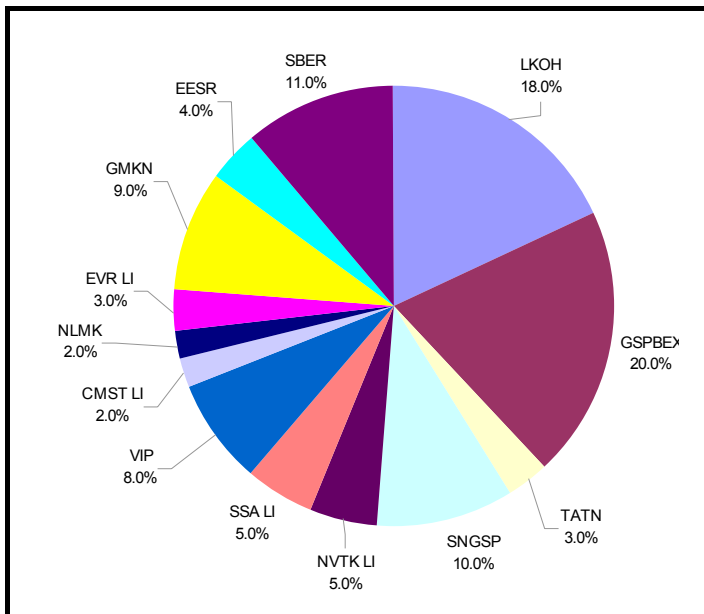
Стивен Дашевский, CFA
 dashevsky@aton.ru

Юлия Бушуева
 bushueva@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
15.05	В RTS Board будут добавлены обыкновенные и привилегированные акции ОАО "Муромский стрелочный завод"	Будет опубликовано значение нью-йоркского индекса промышленного производства Empire Manufacturing за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 16.2 пункта (предыдущее значение: 15.8 пункта)	
	Арбитражный суд Москвы возобновит рассмотрение иска Telelog к "Вымпелкому" о признании недействительным решения о приобретении "Украинских радиосистем"	Будут опубликованы данные об объеме покупок американских ценных бумаг нерезидентами за март 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$79.7 млрд. (предыдущее значение: \$86.9 млрд.)	
	Годовое собрание акционеров Дагестанской региональной генерирующей компании	Будет опубликовано значение индекса Национальной ассоциации строителей (NAHB) за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 50.0 пункта (предыдущее значение: 50.0 пункта)	
	Арбитражный апелляционный суд Москвы рассмотрит дело о поручительстве "Юганскнефтегаза" по выданному ЮКОСу кредиту на \$1.6 млрд.		
16.05	"Связьинвест" рассмотрит оферту "Комстар-ОТС" на покупку 28% акций МГТС; совет директоров МГТС рекомендует размер дивидендов за 2005 год	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.8% (предыдущее значение: 0.5%)	Будет опубликовано значение индекса уверенности в экономике стран еврозоны (ZEW) за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 55.5 пункта (предыдущее значение: 58.7 пункта)
	АФК "Система" опубликует результаты 2005 года по US GAAP	Будут опубликованы данные о динамике промышленного производства за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% (предыдущее значение: 0.6%)	
	Акционеры Каменск-Уральского металлургического завода изберут новый совет директоров. Начнут работу форум и выставка "Особые экономические зоны в РФ. Инвестиционный фонд России. Задачи, возможности, перспективы"	Будут опубликованы данные об объеме задействованных производственных мощностей за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 81.5% (предыдущее значение: 81.3%)	
17.05	Совет директоров "Газпрома" рассмотрит вопрос формирования российско-казахстанского газоперерабатывающего СП	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.4%)	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен стран еврозоны за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.6%)
	Акционеры "Удмуртнефти" на годовом общем собрании определят размер дивидендов за 2005 год		Будут опубликованы данные о динамике промышленного производства стран еврозоны за март 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.3% (предыдущее значение: 0.0%)
	На биржевом рынке РТС начинаются торги обыкновенными и привилегированными именными акциями типа А Омской электрогенерирующей компании		
18.05	Годовое собрание акционеров Golden Telecom	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 14 мая 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 317 тыс. (предыдущее значение: 324 тыс.)	
	Акционеры компаний, выделенных из "Комизэнерго" и "Кузбассэнерго", изберут органы управления	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: -0.1%)	
	Акционеры Северного морского пароходства изберут ревизионную комиссию пароходства и утвердят аудитора на 2006 год	Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Philadelphia Fed за апрель 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 12.5 пункта (предыдущее значение: 13.2 пункта)	
19.05	Акционеры "Салаватнефтеоргсинтеза" на годовом собрании переизберут совет директоров		
	Акционеры "ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтеза" на годовом собрании изберут гендиректора		
	Внеочередные собрания акционеров ОАО "Кубанская генерирующая компания", ОАО "Кубанская энергосбытовая компания", ОАО "Кубанские магистральные сети"		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель практически повторил динамику рынка, снизившись на 5.04% на фоне падения индекса РТС на 4.77%. Коррекция рынка затронула практически все "голубые фишки" большинства отраслей, поэтому рост котировок акций НЛМК "против рынка" на 6.5% не смог компенсировать масштабное снижение остальных бумаг.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы пересматриваем веса большинства бумаг, включенных в состав портфеля, чтобы привести его структуру в соответствие с нашими последними изменениями прогнозируемых цен и рекомендаций по российским "голубым фишкам".

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Изменение за месяц			Изменение с начала года			
	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	
	-5.04%	-4.77%	-0.27%	7.73%	7.83%	-0.10%	57.81%	49.35%	8.46%

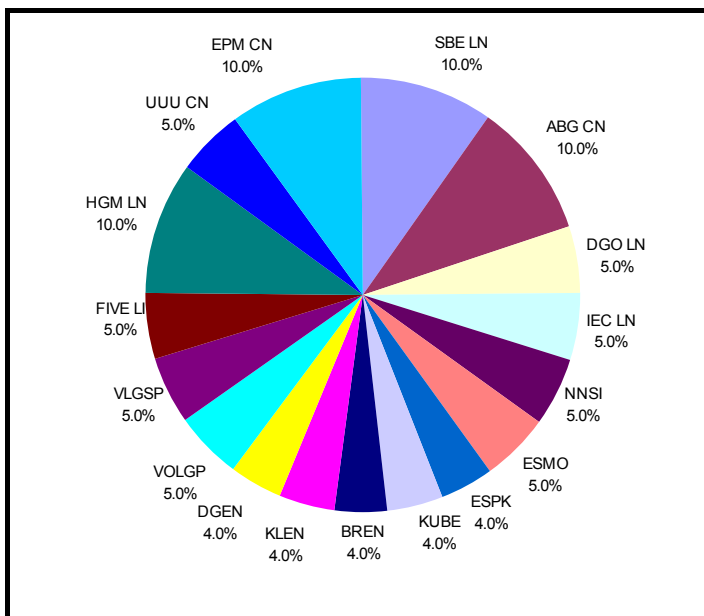
Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 12/05, \$	Цена 6/05, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ								
ЛУКОЙЛ	LKOH	14.24%	18.0%	25.0%	89.85	94.80	-5.2%	51.0%
Газпром	GSPBEX	18.29%	20.0%	15.0%	11.93	12.92	-7.6%	76.5%
Татнефть	TATN	2.90%	3.0%	5.0%	5.85	5.94	-1.5%	78.9%
Сургутнефтегаз	SNGS	10.09%	0.0%	5.0%	1.67	1.85	-9.8%	53.2%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.72%	10.0%	5.0%	1.30	1.37	-5.1%	46.2%
НОВАТЭК	NVTCLI	2.48%	5.0%	5.0%	41.30	42.90	-3.7%	88.6%
Телекоммуникации								
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	5.0%	2.0%	24.70	27.01	-8.6%	2.5%
Вымпелком	VIP	0.00%	8.0%	5.0%	48.50	50.91	-4.7%	8.1%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	2.0%	7.15	7.35	-2.7%	-0.6%
Металлургия								
НЛМК	NLMK	0.57%	2.0%	3.0%	2.46	2.31	6.5%	72.0%
"Евраз-групп"	EVRLI	0.00%	3.0%	3.0%	25.20	26.50	-4.9%	39.2%
ГМК Норильский никель	GMKN	9.13%	9.0%	5.0%	143.00	145.00	-1.4%	118.0%
Северсталь	CHMF	0.56%	0.0%	2.0%	12.90	13.35	-3.4%	30.3%
Прочие								
РАО ЕЭС России	EESR	3.52%	4.0%	9.0%	0.75	0.80	-5.9%	77.4%
Сбербанк РФ	SBER	10.65%	11.0%	9.0%	1,775	1,880	-5.6%	35.5%
Всего		100%	100%				-5.0%	57.8%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	10.77	6.9	4.2	4.1	16.1	9.2	8.6	24.9	13.0	12.1	22.4	11.3	10.5	МСФО
Газпром, ADS	43.10	6.8	4.2	4.1	15.9	9.1	8.5	24.5	12.8	11.9	22.1	11.2	10.4	МСФО
ЛУКОЙЛ	87.14	1.4	1.1	1.3	8.0	6.9	7.3	12.2	10.5	11.1	14.0	10.6	9.1	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	-0.4	-0.4	N.M.	-1.2	-1.3	N.M.	0.0	0.0	N.M.	0.0	0.0	N.M.	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.43	3.8	2.8	3.1	10.1	9.2	9.6	16.0	14.3	15.0	14.2	12.4	11.3	РСБУ
Сибнефть	3.81	2.0	1.7	1.9	6.1	6.4	7.6	6.9	6.9	8.7	8.8	7.0	7.1	US GAAP
Татнефть	3.08	1.3	1.1	1.2	6.3	6.1	7.4	9.7	9.3	11.8	8.4	6.8	7.9	US GAAP
Транснефть	2261.98	2.0	1.8	1.7	3.9	3.5	3.3	5.4	4.7	4.6	4.3	3.5	3.4	МСФО
ТНК-ВР Холдинг	3.60	1.9	1.5	1.7	5.7	5.5	6.0	8.0	7.7	8.6	6.7	6.0	7.1	US GAAP
НОВАТЭК	39.86	8.6	7.0	6.4	16.0	12.2	12.7	32.9	18.7	19.9	35.3	16.9	16.7	РСБУ
Burgen Energy	19.77	6.5	4.7	5.0	8.5	5.6	6.1	12.5	7.4	8.2	11.5	7.1	7.0	UK GAAP
Dragon Oil	4.93	6.9	4.1	3.6	8.4	4.7	4.1	17.7	7.4	6.6	-20.2	6.6	5.6	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	40.58	3.3	3.0	2.8	6.5	5.9	5.6	12.1	11.7	10.1	7.6	5.3	5.5	US GAAP
АФК Система	27.00	2.0	1.8	1.6	4.7	3.8	3.6	15.6	12.1	11.4	5.3	4.2	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.00	3.7	3.2	2.8	7.6	6.3	5.7	16.2	12.8	11.3	7.7	7.7	5.8	US GAAP
Ростелеком	N.A.	1.7	1.8	1.9	4.8	6.0	6.3	13.1	16.8	18.4	5.4	5.7	6.3	МСФО
МГТС	N.A.	3.1	2.6	2.3	7.3	6.2	5.3	12.4	10.0	8.2	7.2	6.4	5.5	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.5	1.3	1.2	5.0	4.5	4.2	13.8	12.4	11.2	6.0	5.2	4.7	US GAAP
РБК	N.A.	10.4	5.6	4.8	32.1	16.2	12.5	47.8	28.1	21.1	43.9	22.9	17.7	МСФО
ЮТК	0.15	2.3	2.4	2.1	8.7	8.6	7.2	N.M.	62.4	15.1	5.1	4.0	3.4	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.3	2.4	2.2	7.9	6.8	6.4	13.4	11.2	9.6	6.3	5.0	4.7	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	2.1	2.0	1.8	6.4	5.2	4.7	9.2	7.0	5.8	4.9	3.8	3.4	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	2.1	2.0	1.8	7.2	5.5	4.6	10.2	7.0	5.2	5.5	4.0	3.3	МСФО
С-З. Телеком	1.36	2.2	2.3	2.1	7.3	6.1	5.7	12.0	8.8	7.9	6.5	4.9	4.7	МСФО
Центртелеком	0.60	2.1	2.1	2.0	7.9	7.1	6.5	N.M.	N.M.	40.1	6.1	5.2	4.7	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.6	1.6	1.4	7.7	5.5	4.6	16.9	8.5	6.0	8.4	4.8	3.8	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.9	2.7	2.5	8.5	7.6	7.1	15.0	14.4	13.2	9.6	8.4	7.8	РСБУ
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.5	1.3	N.M.	7.3	6.7	N.M.	25.2	22.3	N.M.	7.3	6.8	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	1.8	1.7	N.M.	13.6	12.4	N.M.	61.9	49.5	N.M.	12.5	12.8	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	3.5	3.2	N.M.	38.3	37.7	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	40.1	40.1	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	163.93	3.7	2.9	2.9	7.6	5.2	5.1	12.9	7.8	7.5	10.5	5.9	6.3	МСФО
Северсталь	11.93	1.0	1.1	1.1	3.6	5.2	4.4	5.8	9.1	7.4	4.4	5.5	5.8	МСФО
НЛМК	2.16	2.9	2.7	2.6	6.0	6.2	6.4	10.6	8.7	11.1	9.7	12.4	9.3	US GAAP
ММК	N.A.	1.6	1.9	N.M.	4.0	8.0	N.M.	6.5	13.8	N.M.	4.6	8.8	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	1.1	1.3	N.M.	2.6	4.5	N.M.	4.4	7.9	N.M.	3.1	5.2	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.4	0.5	N.M.	1.3	2.2	N.M.	2.8	4.6	N.M.	1.8	3.5	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	4.0	3.2	2.8	11.8	7.6	6.3	17.2	10.5	8.5	27.8	12.0	9.5	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	21.0	N.M.	N.M.	4.2	N.M.	N.M.	МСФО
Пятерочка	20.51	2.1	1.5	1.1	17.8	14.4	10.7	30.7	26.8	18.6	16.3	14.4	11.1	МСФО
Седьмой континент	26.10	2.4	1.5	1.2	22.7	13.9	11.9	35.6	23.6	20.4	27.9	14.9	13.5	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.2	1.8	1.6	11.5	9.1	8.0	32.4	22.7	18.6	16.4	13.0	10.8	МСФО
Балтика	41.50	5.1	3.5	2.7	16.6	11.8	9.2	24.1	17.1	12.6	28.2	7.5	8.8	US GAAP
Лебедянский	75.20	2.8	2.3	1.9	9.8	8.6	8.1	18.5	14.4	12.5	19.5	14.7	12.2	МСФО
Вимм-Билль-Данн	24.20	1.3	1.2	1.1	18.4	14.6	12.7	80.9	43.7	32.3	21.0	15.9	13.7	US GAAP
Северсталь-Авто	21.61	0.8	0.7	0.6	5.5	4.5	4.2	13.1	9.9	9.0	5.5	4.9	3.9	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	4.8	4.8	4.1	15.6	14.0	9.6	4.4	4.0	3.5	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.4	2.2	2.1	15.4	13.9	12.6	20.9	19.5	17.9	28.5	16.9	15.6	US GAAP
Калина	38.53	1.5	1.3	1.7	9.0	7.8	9.8	15.8	13.6	15.3	52.8	16.4	15.8	МСФО
НПК Иркутт	N.A.	1.5	1.1	N.A.	6.2	4.7	N.A.	9.6	5.9	N.M.	8.4	17.0	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	22.5	23.5	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	24.5	14.8	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	N.A.	1.7	1.3	1.0	25.6	20.3	18.7	N.M.	80.0	66.7	133.3	57.1	44.4	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ "ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" сумел удержаться от глубокого падения, снизившись лишь на 2.83%, тогда как индекс РТС упал на 4.77%.

В роли лидеров повышения, оказавших наиболее существенную поддержку портфелю, выступили акции Dragon Oil, подорожавшие на 10% после сообщения о том, что компания взяла в аренду дополнительную буровую установку для разработки месторождений Челекенского блока.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции Caspian Energy, Bema Gold, High River Gold, Rambler Media и Kazkommertsbank, которые, на наш взгляд, не обладают потенциалом роста на текущих ценовых уровнях.

Взамен мы включаем в состав портфеля акции еще одной независимой нефтяной компании – Imperial Energy, акции которой торгуются с дисконтом к нашей прогнозируемой цене в 40%.

Кроме того, мы повышаем веса акций наших фаворитов среди каспийских нефтяных компаний – Dragon Oil и Arawak Energy, а также по акциям European Minerals и High River Gold, которые, в отличие от большинства компаний металлургического сектора, отличаются сравнительно невысокой оценкой.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

	Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 12/05, \$	Цена 6/05, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	SBE LN	10.0%	5.0%	9.73	10.48	-7.2%	54.6%
Arawak Energy	ABG CN	10.0%	5.0%	2.65	2.67	-0.7%	91.7%
Caspian Energy	CEK CN	0.0%	5.0%	2.70	2.75	-2.0%	56.9%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	5.0%	3.86	3.50	10.3%	12.9%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	0.0%	19.80	19.70	0.5%	154.0%
ВолгаТелеком	NNSI	5.0%	5.0%	4.23	4.28	-1.1%	8.2%
Центртелеком	ESMO	5.0%	5.0%	0.61	0.63	-2.4%	22.0%
Дальсвязь	ESPK	4.0%	5.0%	3.26	3.27	-0.3%	30.4%
Кубаньэнерго	KUBE	4.0%	4.0%	25.00	25.00	0.0%	38.9%
Брянскэнерго	BREN	4.0%	4.0%	4.70	4.70	0.0%	67.9%
Калугазэнерго	KLEN	4.0%	4.0%	1.01	1.01	0.0%	54.6%
Дагэнерго	DGEN	4.0%	4.0%	0.02	0.02	-2.0%	84.6%
Волжская ГЭС, прив.	VOLGP	5.0%	5.0%	0.27	0.27	0.0%	26.7%
Жигулевская ГЭС, прив.	VLGSP	5.0%	5.0%	0.21	0.21	0.0%	100.0%
Пятерочка	FIVE LI	5.0%	5.0%	18.35	19.20	-4.4%	27.4%
Highland Gold	HGM LN	10.0%	5.0%	5.82	5.97	-2.5%	37.7%
Bema Gold	BGO CN	0.0%	5.0%	5.57	6.18	-9.9%	118.3%
High River Gold	HRG CN	0.0%	4.0%	2.40	2.73	-11.9%	86.3%
Rambler	RMG LN	0.0%	5.0%	30.25	29.25	3.4%	51.3%
UrasiaEnergy	UUU CN	5.0%	5.0%	3.04	3.09	-1.6%	62.9%
European Minerals	EPM CN	10.0%	5.0%	1.05	1.19	-11.6%	24.9%
Kazkommertsbank	KKB GR	0.0%	5.0%	190.70	204.12	-6.6%	28.9%
Всего		100%				-2.4%	46.9%

Вчера АФК "Система" вчера обнародовала положительные финансовые показатели по US GAAP за 2005 год, практически совпавшие с консенсус-прогнозом. Выручка компании повысилась на 32% по сравнению с 2004 годом до \$5.7 млрд., а показатель EBITDA вырос на 21% до \$2.5 млрд.

Рентабельность EBITDA снизилась на 4 п.п. до 39%, отразив сокращение доли высокорентабельного телекоммуникационного направления бизнеса в консолидированной выручке с 78% в 2004 году до 74% в 2005 году, а также снижение рентабельности направления услуг сотовой связи. Чистая прибыль повысилась на 30% до \$534 млн., а чистая рентабельность не изменилась, оставшись на уровне 7%.

Среди отдельных сегментов бизнеса холдинга наибольшие темпы роста наблюдались в розничной торговле, где выручка повысилась на 163% по сравнению с 2004 годом в результате появления новых магазинов. На втором месте по темпам роста находилось технологическое направление, выручка которого повысилась на 93% по сравнению с предыдущим годом. Третье место по темпам роста заняло банковское направление (в котором выручка повысилась на 62%), а на четвертом месте оказалось страхование (рост выручки на 45%).

Телекоммуникационные подразделения холдинга в 2005 году по-прежнему составляли доминирующую часть АФК "Система" на уровне EBITDA, обеспечив 97% данного показателя.

Совокупный долг АФК "Система" увеличился по сравнению с предыдущим годом на 41% до \$4.4 млрд., при этом чистый долг вырос на 50% по сравнению с концом 2004 года до \$3.9 млрд. Баланс денежных средств на конец декабря 2005 года остался практически неизменным по сравнению с концом 2004 года на уровне \$0.5 млрд. Уровень долга соответствует увеличению коэффициента долг/ EBITDA с 1.3 на конец 2004 года до 1.5, но и данный уровень остается в безопасной зоне.

Свободный денежный поток "Системы" в 2005 году остался отрицательным (минус \$2.5 млрд. по сравнению с минус \$0.2 млрд. в 2004 году). Согласно отчетности компании, сумма капиталовложений в 2005 году составила \$2.5 млрд., а в 2006 году холдинг планирует потратить \$2 млрд., однако в течение года размер капиталовложений может увеличиться.

АФК "Система" объявила диапазоны оценки для IPO двух своих подразделений, специализирующихся на недвижимости и технологии. Холдинг оценил стоимость своего подразделения по операциям с недвижимостью – "Система-Галс" – в \$2-4 млрд., что превышает нашу оценку его стоимости на настоящий момент (\$1 млрд.) и независимую оценку его стоимости. Однако "Система" заявила, что намерена передать "Системе-Галс" большинство ее недвижимых активов перед IPO. Размещение запланировано на конец 2006 года.

АФК "Система" также определила диапазон оценки своего технологического подразделения – компании "Ситроникс", IPO которой планируется в начале 2007 года, на таком же уровне. Мы оцениваем стоимость "Ситроникса" в \$2 млрд., не учитывая греческую компанию Intracom, приобретение которой холдинг рассчитывает завершить к концу мая. Выручка Intracom, по данным газеты "Ведомости" составляет порядка €280 млн. "Система" также планирует приобрести ряд американских технологических компаний, которые должны войти в состав "Ситроникса" перед IPO. Однако подробная информация об этих планах пока не раскрывалась.

В то же время, АФК "Система" пока не готова предоставить определенный график IPO и оценку стоимости входящей в состав холдинга страховой компании РОСНО. Руководство холдинга полагает, что страховая компания должна предварительно достичь необходимого уровня развития, чтобы ее стоимость составила как минимум \$2 млрд.

Финансовые результаты за 2005 год по US GAAP

\$ млн.	2004	2005	В год. сопост.	2005П	Факт/прогноз
Выручка	5,734	7,594	32%	7,360	3%
- МТС	3,920	5,010	28%	5,060	-1%
- Комстар-ОТС	695	908	31%	358	154%
- Технологии	498	961	93%	637	51%
- Страхование	282	409	45%	342	20%
- Банковский сектор	66	107	62%	81	32%
- Недвижимость	113	78	-31%	99	-21%
- Розничная торговля	79	208	163%	111	87%
- Медиа	36	52	44%	N.A.	N.A.
Операционные затраты	2,246	3,219	43%	N.A.	N.A.
Операционная прибыль	1,665	1,957	18%	N.A.	N.A.
ЕБИТДА	2,462	2,982	21%	3,184	-6%
Процентные расходы	214	226	6%	N.A.	N.A.
Неоперационная прибыль	-4	56	68%	N.A.	N.A.
Налог на прибыль	446	513	15%	N.A.	N.A.
Доли миноритариев	589	741	26%	681	9%
Чистая прибыль	411	534	30%	766	-30%
Операционная рентабельность	29%	26%	-11%	N.A.	N.A.
Рентабельность ЕБИТДА	43%	39%	-4pp	43%	-4pp
Чистая рентабельность	7%	7%	0pp	10%	-3pp

Источник: данные компании, оценки "Атона"

АФК "Система" планирует продать банковское направление бизнеса, что, на наш взгляд, нейтрально скажется на оценке стоимости холдинга. АФК "Система" должна объявить покупателя на принадлежащий холдингу пакет акций МБРР в ближайшие несколько недель. Компания не уточнила, планирует ли она продавать все принадлежащие ей акции банка или только их часть. Мы считаем данную информацию нейтральной для оценки стоимости компании, так как банк представляет незначительную (около 1%) долю стоимости холдинга, и шансы его превращения в один из ведущих розничных банков России невелики.

Мы повторяем рекомендацию "Покупать" акции АФК "Система" и не ожидаем, что у нас возникнет необходимость вносить значительные изменения в нашу модель оценки стоимости компании. Мы считаем, что новая информация не оказывает значительного воздействия на прогнозируемую цену акций АФК "Система" на конец 2006 года на уровне в \$27, основанную на оценке стоимости активов холдинга.

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

РЫНОК ВНЕШНЕГО ДОЛГА

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Алроса 08	\$500	B+/Ba3	6/5/2008	8.125	104.50	104.50	5.69	7.78	85	4	1.80	1.88
Алроса 14	\$300	B+/Ba3	17/11/2014	8.875	112.75	113.75	6.80	7.84	180	82	5.80	6.57
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.75	101.18	6.38	7.68	143	77	0.69	0.70
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.75	101.18	7.25	7.68	247	165	1.87	1.88
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	100.00	101.00	8.49	8.58	385	278	3.54	3.56
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1/BBB-	28/9/2009	8.000	103.63	104.63	6.61	7.68	178	88	2.87	2.99
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	26/11/2010	7.375	101.75	102.75	6.79	7.21	203	99	3.64	3.73
Банк Москвы 13	\$500	n.r./Baa1/BBB-	13/5/2013	7.335	99.98	100.23	6.43	7.34	147	49	5.36	5.37
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	100.38	100.38	7.40	7.47	271	163	3.61	3.63
БинБанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.500	100.00	100.00	9.44	9.50	475	390	2.54	2.54
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	102.00	102.00	7.42	8.33	266	184	1.74	1.78
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB	11/12/2008	6.875	101.75	102.00	6.08	6.75	122	39	2.24	2.29
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB	12/10/2011	7.500	104.25	105.25	6.45	7.16	167	59	4.35	4.55
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A3/BBB-	4/2/2010	6.315	100.00	100.70	6.20	6.29	139	42	3.18	3.19
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB	2/7/1935	6.250	98.00	98.63	6.50	6.36	146	46	6.61	6.50
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	107.37	107.37	7.29	9.31	248	162	2.52	2.71
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	102.25	102.25	7.30	7.82	251	157	3.10	3.17
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	103.63	103.63	7.55	8.08	282	175	4.26	4.42
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	103.25	103.25	5.57	8.84	70	-4	0.89	0.92
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	114.13	114.13	5.90	9.20	103	14	2.87	3.27
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	117.50	117.50	6.41	8.19	148	49	4.98	5.85
Газпром 13a	\$646	BB+/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	98.75	98.88	6.06	5.69	65	27	2.64	2.61
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	103.63	104.00	6.33	6.94	138	39	4.25	4.41
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	119.63	119.63	7.01	7.21	185	49	11.58	13.85
Газпромбанк 08	\$1050	BB/Baa1	30/10/2008	7.250	102.13	102.13	6.30	7.10	147	63	2.20	2.25
Газпромбанк 15	\$1000	BB/Baa1	23/9/2015	6.500	95.15	95.65	7.18	6.81	217	117	6.70	6.39
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.75	101.00	6.31	8.80	128	65	0.34	0.34
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.88	109.88	7.37	9.90	257	169	2.62	2.88
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	99.99	100.24	8.23	8.24	328	228	6.41	6.41
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	100.00	100.37	6.85	9.23	190	119	0.08	0.08
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.63	101.00	8.12	8.56	340	260	1.60	1.61
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.62	101.12	6.87	9.29	186	124	0.35	0.35
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	101.75	101.75	7.43	7.86	264	173	2.93	2.98
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	102.00	102.00	7.09	7.84	229	146	2.15	2.19
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.41	96.88	6.07	4.53	124	42	1.94	1.87
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	104.75	105.12	6.65	9.29	185	106	1.51	1.59
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.75	103.75	7.36	8.07	262	160	3.59	3.73
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	101.75	101.75	7.61	7.86	287	180	4.37	4.45
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	101.29	101.42	7.31	8.99	247	177	0.79	0.80
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	101.12	101.62	7.19	9.00	230	163	0.70	0.71
Норникель 09	\$500	BB+/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.50	101.50	6.62	7.02	178	89	2.91	2.95
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	101.48	101.66	6.77	8.86	185	119	0.69	0.70
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	99.97	100.47	7.91	7.98	313	228	2.46	2.46
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	99.50	99.75	8.60	8.53	392	291	3.52	3.51
ПСБ 08	\$300	n.r./A3/BBB-	29/7/2008	6.875	100.38	100.38	6.49	6.85	167	85	1.97	1.97
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BB+	29/9/2010	6.200	100.63	100.63	6.03	6.16	127	21	3.71	3.74
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	99.92	100.17	6.47	6.50	166	83	2.00	2.00
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	105.00	105.00	6.78	9.29	202	120	1.60	1.68
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	103.45	103.52	5.87	12.32	78	22	0.47	0.49
РСХБ 10	\$250	n.r./Baa1/BBB-	27/11/2010	6.875	100.00	100.00	6.87	6.88	212	108	3.68	3.68
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	101.12	101.62	7.18	8.66	236	164	0.86	0.87
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.25	101.25	7.21	7.74	244	167	1.26	1.27
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	100.25	100.75	7.84	8.08	310	229	1.73	1.74
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	96.81	97.06	8.34	7.74	365	264	3.59	3.48
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	100.18	100.43	8.79	8.85	416	310	3.53	3.55
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	98.88	99.88	6.41	6.27	161	64	3.20	3.18
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	102.50	102.50	7.60	8.41	282	197	2.37	2.43
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	108.00	108.00	7.87	8.56	295	198	5.55	6.00
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/2/2007	11.50	103.00	103.00	7.30	11.17	240	174	0.69	0.71
Сибнефть 09	\$500	BB/Ba2	15/1/2009	10.75	111.13	111.63	6.07	9.65	121	37	2.24	2.50
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	99.36	99.61	7.78	7.74	281	181	6.29	6.26
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	105.62	105.87	7.00	9.69	222	141	1.70	1.80
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	103.88	103.88	7.87	8.54	318	212	3.68	3.82
ТНК 07	\$700	BB/Ba2/BB+	6/11/2007	11.00	106.50	107.00	6.17	10.30	135	57	1.35	1.44
Уралсиб 06	\$140	B/n.r.	6/7/2006	8.875	100.14	100.18	7.65	8.86	275	204	0.14	0.14
Финанс 08	\$250	n.r./Ba2	12/12/2008	7.900	101.34	101.59	7.26	7.79	247	163	2.20	2.24
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	4/2/2008	9.125	101.50	102.00	8.01	8.97	328	248	1.52	1.55
ХКФ 08II	\$275	B-/Ba3	30/6/2008	8.625	100.37	101.37	8.16	8.55	344	262	1.83	1.85

Рынок внутреннего долга

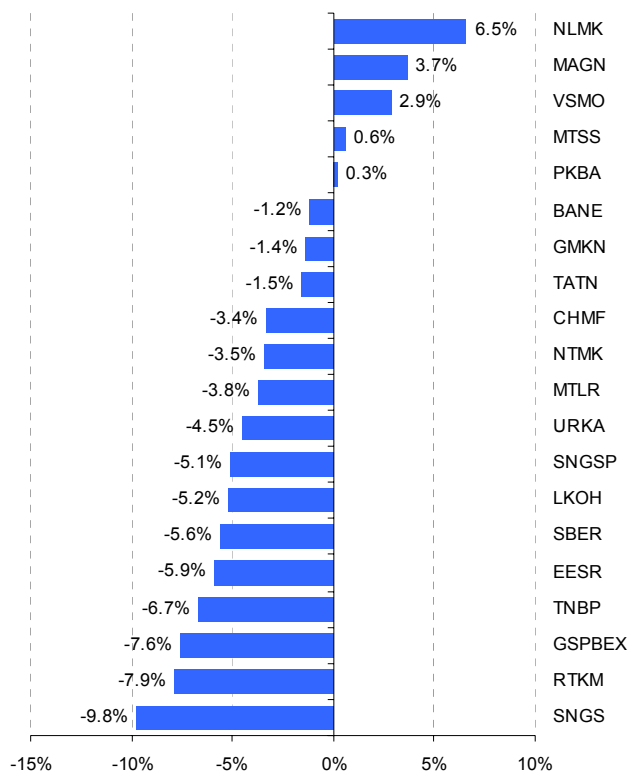
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	100.32	100.34	100.30	75,668.28	7.11	(45)	325	0.12	0.12
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	6.50	-	-	100.19	-	6.34	0	76	0.82	0.82
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	100.50	-	5.78	(0)	12	0.91	0.91
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.45	101.69	101.20	202.40	6.38	30	95	0.65	0.66
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	103.91	104.07	104.07	20,281.70	7.09	(2)	61	3.15	3.27
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	-	-	101.50	-	6.55	(0)	61	1.31	1.33
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	99.90	100.19	100.00	197,321.00	7.06	2	61	2.81	2.81
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.55	101.75	101.60	3,058.16	8.46	(3)	211	3.53	3.58
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.90	101.80	101.10	71,023.78	6.58	(0)	59	1.38	1.39
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	98.00	-	11.07	1	543	0.73	0.71
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	-	102.50	102.30	26,150.26	8.13	(8)	198	1.81	1.85
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.20	-	101.50	48,715.95	6.83	(11)	82	1.41	1.43
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.00	104.40	104.30	5,476.04	7.07	2	59	2.96	3.08
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.05	101.75	99.70	440,146.52	6.99	50	123	1.01	1.00
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	99.00	99.70	99.45	-	7.01	0	73	2.38	2.37
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	100.40	100.57	100.40	359,405.24	7.38	3	82	3.65	3.66
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	101.40	101.60	101.40	147,162.00	7.41	0	99	4.90	4.97
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.78	100.85	100.85	6.05	7.25	(5)	154	0.93	0.94
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	99.05	99.25	99.90	-	7.37	0	77	2.12	2.12
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	101.25	101.34	101.25	3,645.50	8.88	5	250	2.18	2.21
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	101.35	-	7.69	(6)	275	0.25	0.25
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	-	-	105.20	-	8.43	(0)	196	2.80	2.94
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	-	100.91	-	7.36	(0)	158	1.03	1.04
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	105.05	105.15	105.05	4,128.85	7.95	(6)	229	1.02	1.08
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.41	105.00	101.45	-	8.55	(0)	236	1.75	1.78
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.81	102.95	102.90	83,440.39	8.70	(3)	213	3.57	3.67
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	100.40	100.55	100.40	-	7.45	(12)	393	0.09	0.09
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	104.51	105.50	104.50	-	6.59	(4)	129	0.50	0.52
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	101.29	101.31	101.31	2,844.75	6.91	(27)	246	0.18	0.18
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	102.85	103.15	103.05	30,915.00	7.91	7	194	1.35	1.39
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	100.00	102.40	102.20	-	8.09	(0)	189	1.74	1.78
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.85	103.10	102.95	-	6.93	(0)	90	1.43	1.48
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	103.00	103.20	103.10	21,812.35	7.50	(6)	105	3.35	3.46
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	99.90	100.00	100.00	36,985.00	7.22	0	83	2.26	2.26
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	101.70	101.83	101.70	22,684.20	7.33	(64)	267	0.33	0.34
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	114.95	115.25	114.90	38,676.89	8.67	(0)	223	2.60	2.99
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.40	102.85	102.50	762.60	8.34	(10)	197	1.82	1.86
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	101.90	102.18	102.18	33,053.97	7.73	(90)	268	0.33	0.34
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	101.15	101.30	101.30	66,346.86	8.80	(23)	398	0.69	0.70
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	10.90	102.20	102.50	102.50	62,701.60	9.16	(12)	0	1.28	1.31
Субфедеральные облигации													
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	100.12	101.15	100.18	-	4.95	(37)	207	0.04	0.04
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	100.25	100.99	100.62	-	3.87	(16)	29	0.10	0.10
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	101.05	103.50	102.03	-	4.46	(4)	-62	0.36	0.36
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	100.00	-	106.37	-	4.39	(5)	-96	0.58	0.61
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.22	103.99	103.99	10.40	6.08	(425)	38	0.95	0.99
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	-	105.00	-	5.88	(1)	3	1.15	1.21
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	-	-	105.36	-	6.27	(1)	32	1.35	1.42
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	107.00	107.15	107.00	42,965.93	6.43	(3)	10	1.79	1.92
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	109.00	109.20	109.00	88,012.29	6.29	2	-8	2.21	2.41
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	108.75	111.70	108.75	-	6.81	(0)	36	3.39	3.68
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	113.30	113.60	113.40	86,982.15	6.70	(3)	12	3.63	4.12
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	110.15	110.30	110.30	274,104.06	6.90	(3)	29	5.70	6.29
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	104.25	105.30	105.20	315.60	6.76	3	91	1.16	1.22
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	110.85	111.00	111.00	105,168.36	7.02	2	64	2.52	2.80
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.65	107.79	107.85	280,424.68	7.18	(0)	80	2.58	2.78

*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

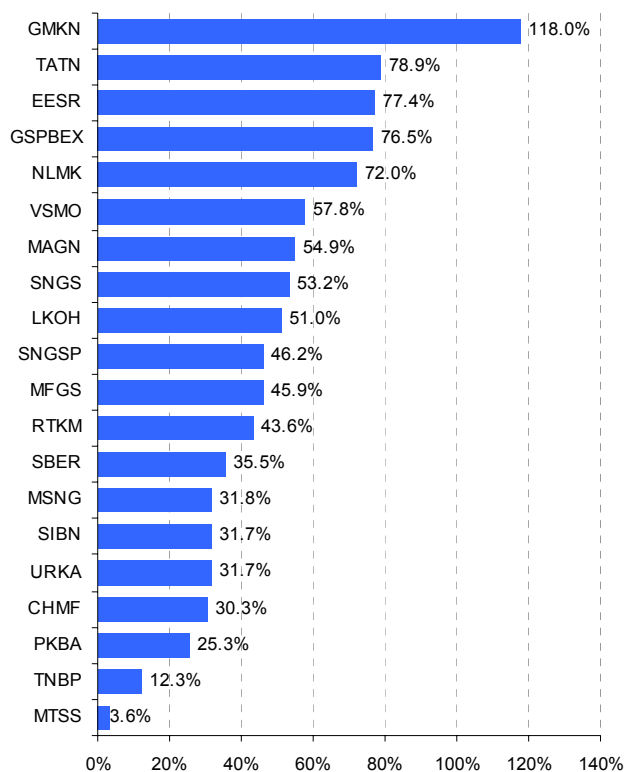
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

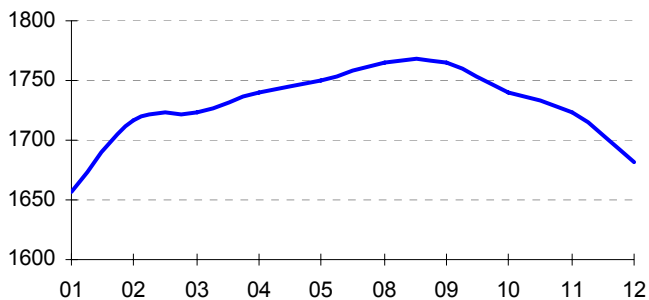
20 лидеров рынка – динамика за неделю



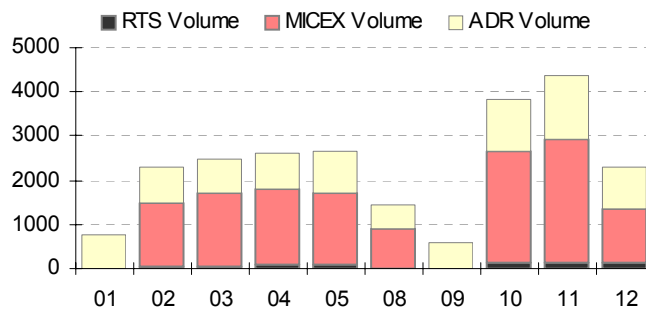
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



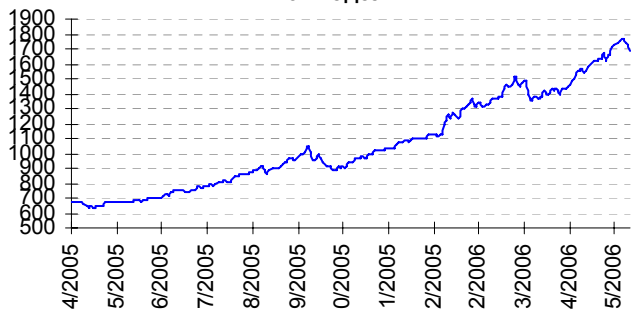
PTS за две недели



Объем торгов (\$ млн)



PTS 52 недели

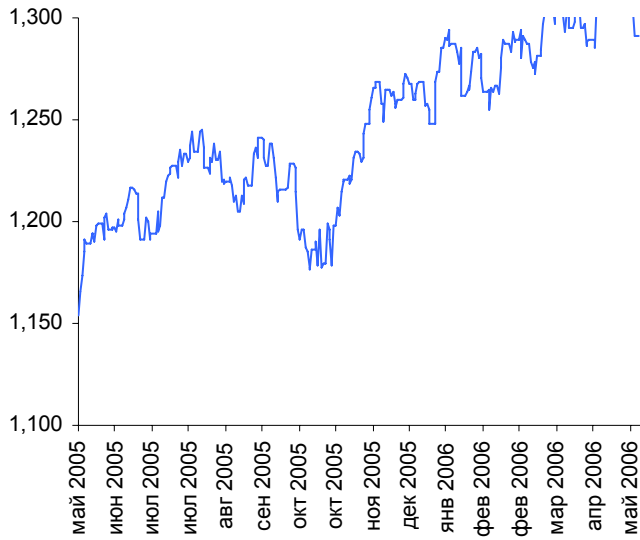


10 наиболее ликвидных акций PTS

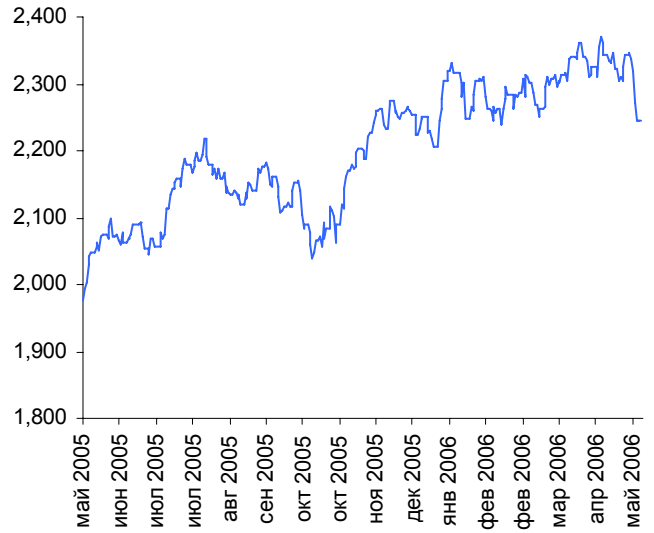
Company	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-7.6	1631.3
ГМК Норильский никель	-1.4	285.5
ЛУКОЙЛ	-5.2	25.3
РАО ЕЭС России	-5.9	17.4
Сбербанк РФ	-5.6	15.3
Северсталь	-3.4	2.9
ГУМ	-22.3	2.2
Сургутнефтегаз	-9.8	2.0
ВСМПО-Ависма	2.9	2.0
МТС	0.6	1.8

МИРОВЫЕ РЫНКИ

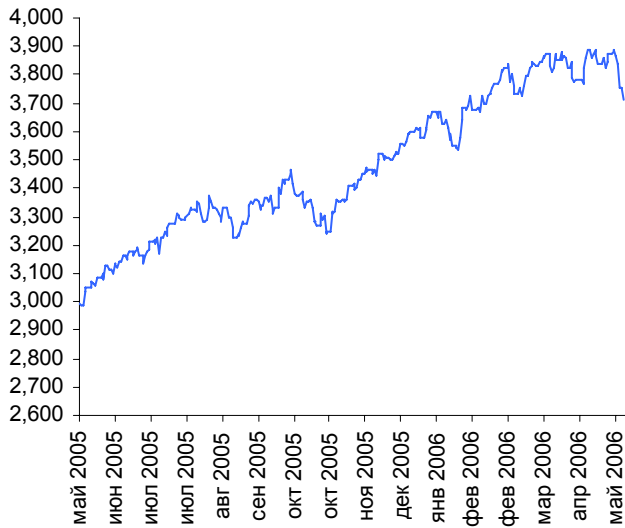
S&P 500



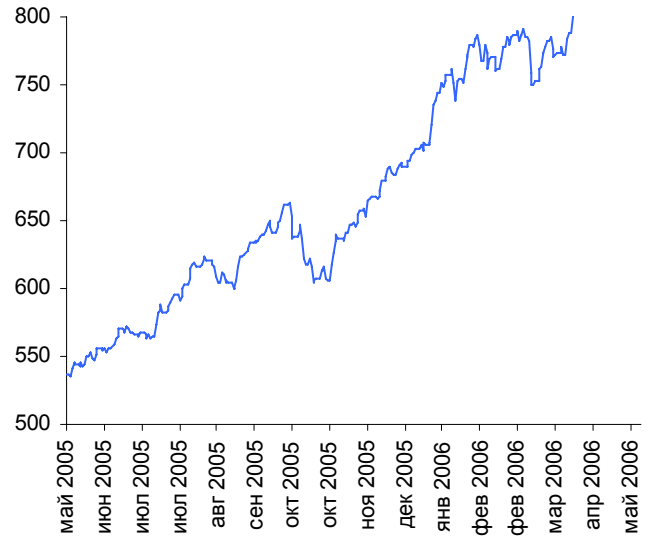
Nasdaq



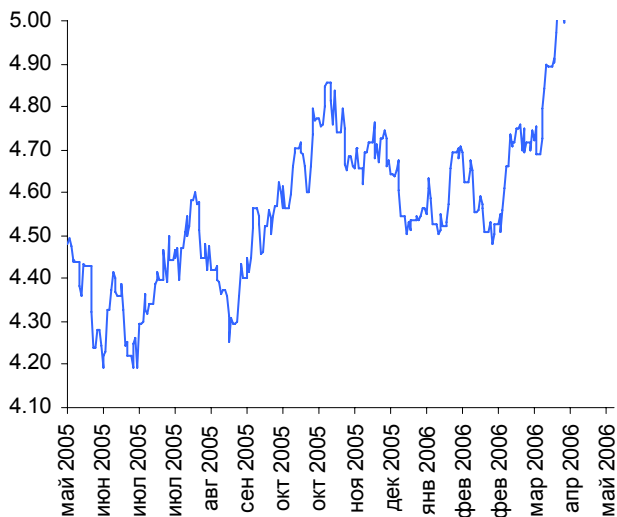
DJ Euro STOXX 50



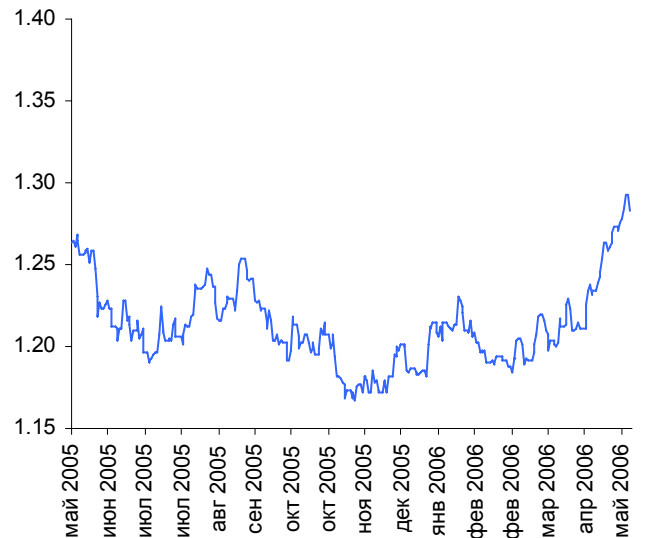
MSCI Emerging markets



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

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

Аналитический отдел
atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (495) 777-8832

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

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

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

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

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

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

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

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

сек-

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

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

Политика
Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (495) 777-8877, x 3112

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