

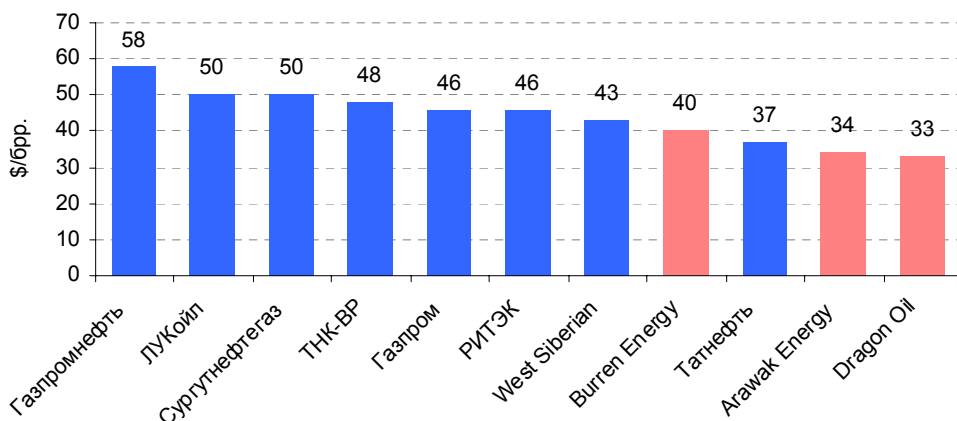
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Лебедянский". Лидер растущего рынка с привлекательной оценкой стоимости	
Долговой рынок	12
Рынок акций	14
Мировые рынки	15

КОММЕНТАРИЙ

Акции независимых нефтяных компаний снова выглядят привлекательно после коррекции на рынке

Рынок дисконтирует низкие долгосрочных цены на нефть при оценке независимых нефтяных компаний, работающих в России и на Каспии



Источник: данные компаний, Атон

Разрыв между динамикой цен на нефть и котировок акций нефтяных компаний, появившийся в последнее время, создает, на наш взгляд, привлекательную возможность для инвесторов. Котировки акций российских и каспийских компаний стабилизировались после недавней коррекции, в то же время цены на нефть продолжают расти – только за последний месяц стоимость сырой нефти эталонной марки Brent подскочила, подстегиваемая геополитической напряженностью, на 15%, превысив отметку в \$75/бпр. При этом основным фактором, обуславливающим рост выручки крупнейших российских корпораций и особенно российских и каспийских независимых нефтяных компаний, является цена на "черное золото". Таким образом, возникший разрыв в динамике цен на нефть и котировок нефтяных акций вызвал изменение оценочной стоимости многих компаний, рассматриваемых в наших обзорах, до уровней, которые не наблюдались уже очень давно.

Сейчас рынок дисконтирует долгосрочную цену на нефть сорта Brent в размере \$45-\$50/бпр. при оценке стоимости крупных нефтяных холдингов, для независимых производителей этот показатель еще ниже - \$33- \$43/бпр. В одной из методологий, которые мы используем для оценки абсолютной и относительной привлекательности нефтяных компаний, состоит в определении долгосрочной (начиная с 2008 года) цены на нефть сорта Brent, при которой текущая рыночная капитализация компании будет равна ее прогнозируемому значению, выводимому на основе DCF. Проведенные ранее расчеты показали, что акции крупнейших российских компаний являются совершенно непривлекательными, и в середине мая 2006 года мы понизили нашу рекомендацию по большинству из них. Теперь же мы считаем, основываясь на составленных нами финансовых моделях, что в текущих котировках акций крупнейших российских нефтегазовых компаний дисконтируется допущение долгосрочной цены на нефть в размере \$45-\$50/бпр., а в котировках российских и каспийских независимых компаний – \$33- \$43/бпр., что примерно вдвое ниже текущих цен на нефть и на 14%-34% меньше нашей долгосрочной прогнозной цены \$50/бпр.

Хотя в краткосрочной перспективе под влиянием настроения инвесторов на мировых рынках нисходящее движение котировок акций российских и каспийских компаний может продолжиться, в среднесрочной перспективе, по нашему мнению, независимые компании обладают значительным потенциалом роста. Из-за сочетания таких факторов, как политическая нестабильность на мировой арене и возможное сокращение объема свободного капитала, российские акции (как и в целом бумаги компаний, представляющих мировые развивающиеся рынки) в краткосрочной перспективе вряд ли покажут выдающиеся результаты. Тем не менее, важно помнить о рекордно высоких ценах на нефть, благодаря которым 2006 год станет очередным благоприятным периодом для российской нефтегазовой промышленности. Мы не занимаемся составлением прогнозов мировых цен на нефть, однако трудно представить

себе, что их долгосрочные значения составят в 2007-2008 годах \$30-\$40/бпр. или даже \$45-\$50/бпр. Таким образом, мы считаем акции большинства российских и каспийских независимых нефтяных компаний весьма привлекательными при текущем уровне котировок в условиях высоких цен на нефть в сочетании с очевидным ростом объемов добычи в среднесрочной перспективе. Нашими фаворитами в среди независимых компаний по-прежнему остаются Dragon Oil, Arawak Energy, Sibir Energy и Imperial Energy; акции Burren Energy, West Siberian и Urals Energy, на наш взгляд, сейчас также стоят недорого.

Основные рекомендации по нефтегазовому сектору

Компания	Тикер	Рейтинг	Цена, \$	Справедливая стоимость, \$	Потенциал роста/снижения	Комментарий
Газпром	обыкн.. GSPBEX	Держать	9.54	10.30	8%	Достигнут уровень обоснованной оценки, действие поддерживающих технических факторов ослабевает
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	Покупать	82.70	87.14	5%	Лидер «голубых фишек» нефтяного сектора приближается к уровню обоснованной оценки
Сургутнефтегаз	обыкн.. SNGS RU	Держать	1.42	1.43	1%	Достигнут уровень обоснованной оценки с учетом всех акций, объем капложений растет
	прив.. SNGSP RU	Держать	1.03	1.08	5%	Дивиденды – это плюс, однако уровень обоснованной оценки уже достигнут
ТНК-ВР	обыкн.. TNBP RU	Покупать	2.74	3.60	31%	Высокие фундаментальные показатели, очень недорого, огромные дивидендные выплаты
	прив.. TNBPP RU	Покупать	2.56	3.06	19%	
Газпромнефть (Сибнефть)	SIBN RU	Держать	4.30	3.81	-11%	Объем добычи восстанавливается, но за счет огромных капложений
Татнефть	обыкн.. TATN RU	Держать	4.30	4.94	15%	Достигнут уровень справедливой оценки, дальнейший рост только при условии принятия поправок к закону о НДС
	прив.. TATNP RU	Покупать	2.54	3.71	46%	
НОВАТЭК	NVTK LI	Держать	42.75	39.86	-7%	Компания обязана достигать поставленных целей
Транснефть	прив.. TRNFP RU	-	2020.00	N.A.	-	Купля-продажа приостановлена
Sibir Energy	SBE LN	Покупать	8.30	14.16	71%	Огромные активы высокого качества стоят все еще недорого
West Siberian Resources	WSIB SS	Покупать	0.85	1.06	24%	Хороший потенциал роста до справедливой стоимости, однако темпы роста по всем признакам замедляются
Imperial Energy	IEC LN	Покупать	16.15	28.00	73%	Активы с высокой степенью концентрации, невысокая оценка стоимости, партнерство с Газпромнефтью
Ritek	RITK RU	Держать	8.50	9.71	14%	Зависимость от цен на нефть, но неважный прогноз темпов роста
Arawak Energy	ABG CN	Покупать	2.11	4.54	115%	Совершенно недооцененная компания из бывшего СССР, очень успешная реализация бизнес-плана
Burren Energy	BUR LN	Покупать	15.08	19.77	31%	Потенциал роста зависит от итогов геологоразведки, стоимость текущих активов занижена
Dragon Oil	DGO LN	Покупать	2.79	4.93	77%	Очень хорошая оценка стоимости при условии более успешной реализации планов
BMB Munai	BMBM	Покупать	6.15	9.50	54%	Очень недорого по коэффициентам запасов, особенно с учетом расширения участка
Caspian Services	CSSV	Покупать	4.55	6.30	38%	Возможность стать акционером компании стремительно растущего сектора нефтяного сервиса в Каспийском регионе
Big Sky Energy	BSKO US	Держать	1.13	1.20	6%	Достигнут уровень справедливой оценки стоимости, явных катализаторов роста не наблюдается
Max Petroleum	MXP LN	Продавать	2.07	1.28	-38%	По всем признакам дорого и рискованно
Transmeridian	TMY	Продавать	5.18	3.37	-35%	Участники рынка настроены слишком оптимистично

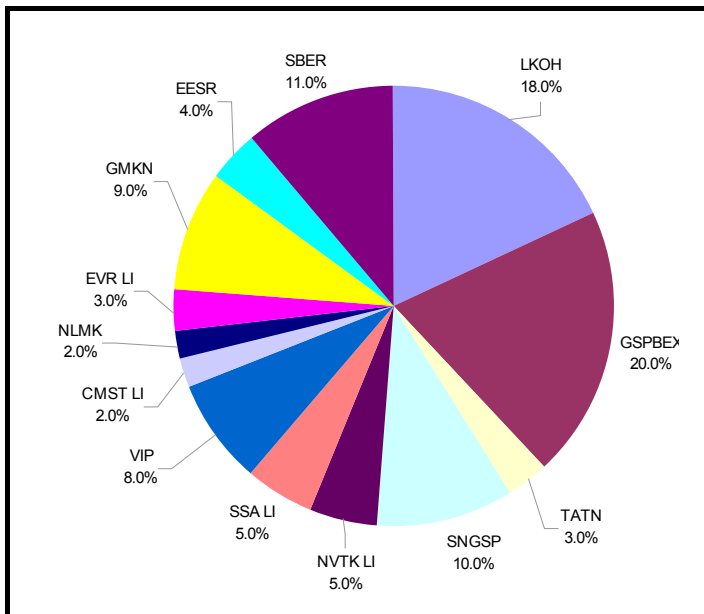
Источник: Атон

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
17.07	Акционеры группы "Черкизово" на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о размещении облигаций	Будет опубликовано значение нью-йоркского индекса промышленного производства Empire Manufacturing за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 20.0 пункта (предыдущее значение: 29.0 пункта)	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: 0.3%)
	Годовое собрание акционеров "Аэрофлота"	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.4% (предыдущее значение: -0.1%)	
	На ММВБ торги по евро за рубли расчетами tomorrow будут продлены до 17:00 московскому времени	Будут опубликованы данные о загрузке производственных мощностей за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 81.9% (предыдущее значение: 81.7%)	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства стран евро-зоны за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.3% (предыдущее значение: -0.6%)
18.07	Управление ФАС по Республике Коми рассмотрит дело о нарушении "Комизэнерго" закона о конкуренции	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.2%)	
	"Северо-Западный Телеком" проведет интернет-конференцию, посвященную результатам 2005 года по МСФО	Будут опубликованы данные о чистом объеме покупок американских ценных бумаг нерезидентами за май 2006 года. Предыдущее значение: \$46.7 млрд.	
		Будет опубликовано значение индекса Национальной ассоциации строителей за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 41.0 пункта (предыдущее значение: 42.0 пункта)	
19.07	РАО "ЕЭС России" проведет аукцион по продаже 100% акций "Таймырэнерго"	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен за июль 2006 года. Прогноз по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.4%)	
	Внеочередное собрание акционеров "Вологдаэнерго"		
	Состоится аукцион по продаже ОФЗ-ПД выпуска 25059RMFS в объеме 10 млрд. руб.	Будут опубликованы значение показателей "новое строительство" и "разрешения на строительство" июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1900 тыс. и 1920 тыс. соответственно (предыдущее значение: 1957 тыс. и 1932 тыс. соответственно)	
20.07	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "ЦентрТелекома" о признании недействительными претензий ФНС на 2.3 млрд. руб.	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 16 июля 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 325 тыс. (предыдущее значение: 332 тыс.)	
	Внеочередное собрание акционеров Владимирского химического завода	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: -0.6%)	
		Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Philadelphia Fed за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 12.5 пункта (предыдущее значение: 13.1 пункта)	
21.07	Внеочередное собрание акционеров Санкт-Петербургской генерирующей компании	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий стран евро-зоны за май 2006 года. Предыдущее значение: -0.2%	
	Внеочередное собрание акционеров Кольской генерирующей компании		
	Внеочередное собрание акционеров ТГК-1		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля снизилась всего на 3.6% на фоне снижения индекса РТС на 4.2%. Единственными бумагами, чьи котировки продолжили расти, оказались акции "Татнефти", прибавившие в цене 6.1%. При этом акции Сбербанка перебрались из лидеров роста в аутсайдеры, подешевев за неделю на 7.9%, еще более существенно упали котировки акций РАО "ЕЭС России" (-9.4%). Наибольшее влияние на снижение стоимости нашего портфеля оказали акции "Газпрома", подешевевшие на 4.9%

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	-3.63%	-4.20%	0.57%	11.53%	11.63%	-0.10%	40.05%	31.89%	8.16%

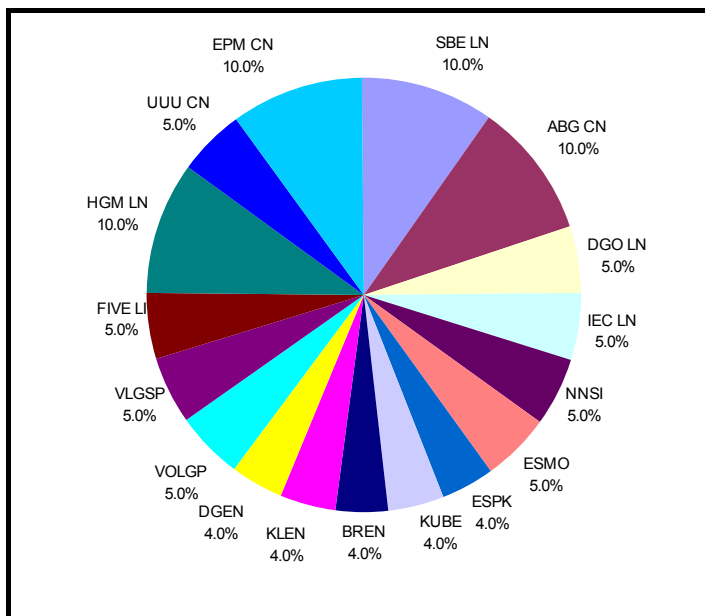
Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 14/07, \$	Цена 7/07, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
Нефть и газ		56.40%	56.0%	56.0%				
ЛУКОЙЛ	LKOH	15.95%	18.0%	18.0%	83.33	84.70	-1.6%	40.0%
Газпром	GSPBEX	14.05%	20.0%	20.0%	9.84	10.35	-4.9%	45.6%
Татнефть	TATN	2.52%	3.0%	3.0%	4.35	4.10	6.1%	33.0%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.44%	10.0%	10.0%	1.03	1.05	-2.1%	15.3%
НОВАТЭК	NVTCLI	2.82%	5.0%	5.0%	42.80	45.00	-4.9%	95.4%
Телекоммуникации		8.37%	15.0%	15.0%				
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	5.0%	5.0%	21.50	21.10	1.9%	-10.8%
Вымпелком	VIP	0.00%	8.0%	8.0%	44.36	45.65	-2.8%	-1.2%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	2.0%	5.60	5.59	0.2%	-22.1%
Металлургия		12.81%	14.0%	14.0%				
НЛМК	NLMK	1.70%	2.0%	2.0%	2.13	2.22	-4.1%	49.0%
"Евраз-групп"	EVR LI	0.00%	3.0%	3.0%	22.60	24.00	-5.8%	24.9%
ГМК Норильский никель	GMKN	7.44%	9.0%	9.0%	126.00	132.70	-5.0%	92.1%
Прочие		22.41%	15.0%	15.0%				
РАО ЕЭС России	EESR	3.46%	4.0%	4.0%	0.63	0.70	-9.4%	49.6%
Сбербанк РФ	SBER	11.78%	11.0%	11.0%	1,750	1,900	-7.9%	33.6%
Всего			100%				-3.6%	40.1%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз 2006-07)

	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	10.30	5.2	3.6	3.5	12.3	8.1	7.7	20.3	11.1	10.6	23.1	10.8	9.8	МСФО
Газпром, ADS	41.20	5.2	3.6	3.5	12.3	8.1	7.7	20.3	11.1	10.6	23.1	10.8	9.8	МСФО
ЛУКОЙЛ	87.14	1.3	1.1	1.2	6.9	6.5	6.9	10.7	9.9	10.5	11.3	10.0	8.6	US GAAP
Сургутнефтегаз (без учета казн. акций)	0.74	1.7	1.3	1.4	4.5	4.1	4.3	7.2	6.4	6.8	6.4	5.6	5.1	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.43	3.1	2.3	2.5	8.2	7.4	7.8	13.5	12.1	12.7	12.0	10.5	9.6	РСБУ
Сибнефть	3.81	1.5	1.4	1.7	5.3	5.5	6.6	7.3	5.9	7.5	8.4	6.0	6.1	US GAAP
Татнефть	4.94	1.0	0.8	0.9	4.8	4.6	5.6	7.2	6.9	8.7	6.2	5.0	5.9	US GAAP
Транснефть	N.A.	2.0	1.8	1.7	3.9	3.5	3.3	5.4	4.7	4.6	4.3	3.5	3.4	МСФО
ТНК-ВР	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	8.9	7.3	6.7	16.6	12.6	13.1	34.1	19.4	20.6	36.5	17.5	17.3	РСБУ
Burren Energy	19.77	5.4	3.9	4.1	7.0	4.6	5.0	10.4	6.2	6.9	9.6	5.9	5.9	UK GAAP
Dragon Oil	4.93	5.0	3.0	2.6	6.1	3.4	3.0	13.4	5.6	5.0	-15.3	5.0	4.2	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	40.58	2.9	2.6	2.5	5.6	5.1	4.9	10.2	9.9	8.5	6.4	4.5	4.6	US GAAP
АФК Система	27.00	2.4	2.1	1.9	6.0	4.6	4.2	19.4	10.5	9.1	5.9	3.7	3.3	US GAAP
Вымпелком	61.56	3.6	2.9	2.5	7.3	5.8	4.9	14.8	11.3	9.1	7.0	6.0	4.7	US GAAP
Ростелеком	N.A.	2.4	N.M.	N.M.	13.0	N.M.	N.M.	98.3	N.M.	N.M.	8.8	N.M.	N.M.	МСФО
МГТС	N.A.	2.9	2.4	2.1	6.7	5.7	4.9	11.2	9.0	7.4	6.5	5.8	5.0	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.2	1.0	0.9	3.9	3.5	3.3	10.9	9.7	8.8	4.8	4.1	3.7	US GAAP
РБК	N.A.	7.7	4.2	3.6	23.8	12.0	9.3	35.5	20.9	15.7	32.7	17.0	13.2	МСФО
ЮТК	0.15	2.0	2.0	1.8	7.4	7.3	6.1	N.M.	39.8	9.6	3.2	2.5	2.2	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.0	1.9	1.8	6.6	5.5	5.2	13.0	9.2	7.9	4.4	3.9	3.8	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	1.8	1.7	1.5	5.1	4.4	4.0	8.9	7.3	6.0	3.2	3.3	3.0	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	1.7	1.6	1.5	7.1	5.6	4.7	14.8	9.6	6.4	4.2	3.8	3.3	МСФО
С-З. Телеком	1.36	1.7	1.8	1.7	6.2	4.8	4.5	15.8	6.7	5.9	5.5	3.7	3.6	МСФО
Центртелеком	0.60	1.7	1.7	1.6	6.9	6.1	5.7	N.M.	N.M.	35.5	4.1	3.5	3.3	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.	1.3	1.2	N.M.	6.4	5.9	N.M.	21.3	18.8	N.M.	6.1	5.7	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	3.1	2.7	N.M.	33.3	32.8	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	34.7	34.7	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	N.A.	3.4	2.7	2.6	7.0	4.7	4.7	10.2	6.9	6.6	8.0	5.2	5.5	МСФО
Северсталь	11.93	1.4	1.4	1.4	5.3	5.3	5.0	8.6	9.2	8.4	6.8	7.2	6.5	МСФО
НЛМК	2.16	2.5	2.3	2.2	5.1	5.2	5.5	9.2	7.6	9.6	8.4	10.8	8.0	US GAAP
ММК	N.A.	1.4	N.M.	N.M.	4.9	N.M.	N.M.	8.2	N.M.	N.M.	6.2	N.M.	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	0.9	1.1	N.M.	2.2	3.8	N.M.	3.7	6.8	N.M.	2.7	4.5	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.4	0.4	N.M.	1.1	1.7	N.M.	2.4	4.0	N.M.	1.6	3.1	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.0	2.4	2.1	9.0	5.8	4.8	13.0	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.	20.7	N.M.	N.M.	4.1	N.M.	N.M.	МСФО
Пятерочка	20.80	1.8	1.3	0.9	17.5	16.1	9.9	28.2	36.8	20.4	16.8	17.9	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	1.9	1.6	1.4	9.9	7.9	7.0	28.3	19.8	16.2	14.3	11.4	9.4	МСФО
Балтика	41.50	4.8	3.2	2.5	15.5	11.0	8.5	22.5	15.9	11.7	26.3	7.0	8.3	US GAAP
Лебедянский	75.20	2.4	1.9	1.6	10.8	9.6	8.1	16.3	14.2	12.1	18.5	15.1	12.0	МСФО
Вимм-Билль-Данн	24.20	1.5	1.4	1.2	20.7	16.4	14.3	92.3	49.9	36.9	24.0	18.1	15.6	US GAAP
Северсталь-Авто	30.30	0.9	0.8	0.7	6.5	5.6	4.7	11.8	10.8	8.6	6.0	4.4	4.1	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	5.3	5.3	4.5	18.1	16.2	11.1	5.0	4.7	4.0	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.0	1.9	1.7	13.0	11.7	10.7	17.5	16.4	15.1	23.9	14.2	13.1	US GAAP
Калина	38.53	1.2	1.0	1.0	7.2	6.3	5.9	12.8	12.0	11.0	42.8	13.3	9.6	МСФО
НПК Иркут	N.A.	1.5	1.0	N.A.	6.2	4.6	N.A.	9.4	5.8	N.M.	8.2	16.7	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

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" оказался более устойчивым к коррекции на рынке, подешевев всего на 1,28%. В роли "спасателей" выступили акции региональных и телекоммуникационных компаний (котировки некоторых из них выросли на 9%), 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"

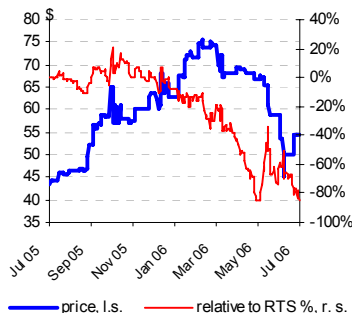
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 14/07, \$	Цена 7/07, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	10.0%	10.0%	8.39	8.61	-2.6%	33.3%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.12	2.33	-8.7%	53.4%
Dragon Oil	5.0%	5.0%	2.92	3.09	-5.6%	-14.7%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	16.39	15.65	4.8%	110.3%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	3.34	3.06	9.2%	-14.6%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.45	0.41	9.9%	-11.0%
Дальсвязь	4.0%	4.0%	2.50	2.50	0.0%	0.0%
Кубаньэнерго	4.0%	4.0%	33.00	33.00	0.0%	83.3%
Брянскэнерго	4.0%	4.0%	4.70	4.70	0.0%	67.9%
Калугаэнерго	4.0%	4.0%	1.01	1.01	0.0%	54.6%
Дагэнерго	4.0%	4.0%	0.02	0.02	0.0%	76.9%
Волжская ГЭС, прив.	5.0%	5.0%	0.22	0.22	0.0%	5.2%
Жигулевская ГЭС, прив.	5.0%	5.0%	0.21	0.21	0.0%	100.0%
Пятерочка	5.0%	5.0%	16.30	17.10	-4.7%	13.2%
Highland Gold	10.0%	10.0%	4.23	4.31	-1.9%	0.0%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.44	2.38	2.6%	30.8%
European Minerals	10.0%	10.0%	0.80	0.86	-7.7%	-5.5%
Всего	100%				-1.3%	177.3%

"ЛЕБЕДЯНСКИЙ"

ЛИДЕР РАСТУЩЕГО РЫНКА С ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКОЙ
СТОИМОСТИ

Тикер	LEKZ
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	54.5
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	75.2
Потенциал роста/снижения	38%

Динамика котировок акций

Капитализация и
данные об акциях

Рын. кап., \$ млн.	1,112
Чистый долг, \$ млн.	33
EV, \$ млн.	1,145
Кол-во акций, млн.	20.4
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	24%
Кол-во акций на ADR	N.A.
Дивиденды 2006П, \$	2.310
Дивидендная доходность	4.24%

МСФО, \$ млн.	2005	2006П	2007П
Выручка	515	653	775
ЕБИТДА	116	131	155
Чистая прибыль (скорректированная)*	75	86	101
Операционный денежный поток	66	81	102
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	8.6	8.7	7.3
P/E	13.2	13.0	11.1
P/CF	15.0	13.7	10.9

Чистая прибыль скорректирована на прибыль/убыток от курсовых разниц, прибыль/убыток от инфляции и прочие одноразовые статьи

Мы повышаем рекомендацию по акциям концерна "Лебедянский" до "Покупать", принимая во внимание динамику котировок его акций за последние несколько недель и итоги нашей недавней встречи с менеджментом, которые подтвердили потенциал роста и устойчивую высокую рентабельность компании. Показатели рентабельности стремительно росли в течение нескольких лет, и мы полагаем, что в ближайшем будущем они удержатся на высоких отметках, при этом "Лебедянский" будет опережать остальных участников рынка по темпам роста благодаря созданному компанией портфелю брэндов-лидеров. По нашим относительно консервативным прогнозам, прогнозируемая цена на конец 2006 года на основе DCF составляет \$75.2 за одну акцию, что подразумевает потенциал роста котировок на 38%. Таким образом, акции компании представляют собой интересную возможность инвестировать в компанию, бизнес-модель которой подразумевает низкие риски и высокий потенциал роста.

Лидер растущего рынка

В 2004-2005 годах темпы роста российского рынка сока замедлились (см. рис. 1), однако они сохраняют динамичность в течение нескольких ближайших лет. Объем продаж будет расти примерно на 8% в год, цены – на 5-7%. Хотя по уровню потребления соков на душу населения (17 л в 2005 году) Россия приблизилась к некоторым странам Западной Европы (см. рис. 2), каждый житель одной только Москвы потребляет почти 34 л в год. Кроме того, есть резервы для экспансии в регионах по мере роста доходов на душу населения.

Важно также помнить о том, что в течение последних пяти лет темпы роста "Лебедянского" были в среднем в 2.6 раза выше, чем у других участников рынка. Компания обладает существенной долей рынка России (30% в 2005 году). Мы полагаем, что удельный вес компании будет постепенно увеличиваться в целом ряде регионов, например, в Южном федеральном округе, где компания только начинает разворачиваться, или в Санкт-Петербурге, где она добилась огромных успехов за последние три года, увеличив в 2005 году долю на 5% в конкурентной борьбе с традиционным лидером – "Мултоном". В некоторых городах доля рынка "Лебедянского" достигает 60-70%. Кроме того, благодаря ориентации на обслуживание сетей розничной торговли (в регионах их становится все больше и больше), а также специализированным сбытовым структурам, компания в состоянии продолжать наращивать долю рынка. В настоящее время 25% продукции "Лебедянского" реализуется через современные сети розничной торговли.

"Лебедянский" лидирует в сегменте детских соков (25% рынка), на рынке детского питания, и занимает второе место по объему производства фруктовых пюре (18%). Именно эти сегменты рынка детского питания отличаются высокой рентабельностью (валовая рентабельность 54.4% в 2005 году) и растут опережающими темпами.

Уникальный портфель брэндов, курс на новые виды продукции

"Лебедянский" развивался за счет четырех ключевых брэндов ("Я", "Тонус", "Фруктовый Сад" и "ФрутоНяня"). Их удельный вес в совокупном объеме реализации составляет 90%. Выпуск продукции под этими брэндами начался относительно недавно ("Я" и "Фруктовый Сад", обеспечивающие 60% продаж, производятся с 2000 года). Ярким примером популярности брэндов группы и динамики ее развития является эффект от расширения ассортимента "Тонуса" в 2005 году и выпуска обогащенных витаминами соков. В 2005 году объем продаж "Тонуса" (17% совокупного объема реализации) вырос на 48% против 30% у других соков. В сегменте детского питания (бренд "ФрутоНяня") на долю мясных пюре, запущенных в производство в 2005 году, в настоящее время приходится 6% выпускаемой продукции. В 2006 году на динамике продаж соки "Я" (17% объема реализации) благоприятно скажется изменение упаковки и расширение ассортимента.

Валовая рентабельность приближается к пиковому значению, однако риск ее снижения невелик

Мы полагаем, что после нескольких лет впечатляющего роста (см. рис. 3) у компании остался ограниченный потенциал дальнейшего повышения валовой рентабельности, достигшей 42.7% в 2005 году. Причин этому несколько:

- **Замедление темпов роста отпускных цен.** Мы уже отмечали, что "Лебедянский" будет продолжать наращивать долю рынка, однако, учитывая высокие исходные значения, темпы роста, вероятно, будут ниже, чем в течение последних нескольких лет. Доля рынка соков, занимаемая компанией, выросла с 22% в 2002 году до 30% в 2004 году и стабилизировалась на уровне 30% в 2005 году. Такая динамика была обусловлена, прежде всего, такими факторами, как принятое в 2000 году решение установить контроль над сбытом

продукции и сократить долю независимых дистрибьюторов со 100% в 2000 году до 14% в 2005 году. Благодаря более активным усилиям, направленным на создание эффективной системы сбыта, выросла не только доля рынка, но и отпускные цены, что, в свою очередь способствовало повышению уровня валовой рентабельности. Заметим, что в 2002-2005 годах цены поднимались в среднем на 11% в год. Таким образом, мы полагаем, что возможности роста за счет ужесточения контроля над сбытом уже исчерпаны. Доля независимых дистрибьюторов, составляющая в настоящее время 14%, уменьшится незначительно. Итак, мы считаем, что в будущем темпы повышения отпускных цен замедлятся и будут зависеть в большей степени от общей конъюнктуры рынка. Кроме того, упадут темпы роста валовой рентабельности, которая будет все больше определяться расходами на сырье и курсом доллара к рублю.

- **Уменьшение влияния сегмента детского питания.** Вес детского питания в совокупном объеме реализации вырос с 4% в 2002 году до 10% в 2005 году, полностью совпав с показателем роста уже тогда высокой валовой рентабельности данного сегмента, составившем 720 б.п. По нашим оценкам, именно за счет этого валовая рентабельность группы росла в 2003-2005 годах на 80-150 б.п. в год. Учитывая эффект более низких исходных величин в будущем, мы считаем, что в течение ближайших пяти лет прирост валовой рентабельности группы за счет увеличения веса детского питания в общем объеме продаж составит только около 20 б.п. в год.
- **Завершение оптимизации производственных затрат.** Мы не ожидаем значительного роста производительности в течение ближайших пяти лет. В 2004-2005 годах производственные затраты и расходы на оплату труда росли вместе с увеличением объемов производства.
- **Процесс консолидации в розничной торговле.** Последние несколько лет были отмечены рядом сделок по покупке розничных торговых сетей современных форматов, через которые "Лебедянский" реализует около 25% своей продукции, и мы полагаем, что этот процесс продолжится. В результате недавнего слияния "Пятерочки" и "Перекрестка" была сформирована крупнейшая в России компания розничной торговли. Эффект синергии от этой сделки достигнет к 2008 году 1.4% объема продаж. Тем не менее, если предположить, что доля "Пятерочки" в объеме реализации продукции "Лебедянского" розничным продавцам равна общей доле рынка, приходящегося на компанию, то к 2008 году в магазинах "Пятерочки" будет продаваться примерно 2.5% объема реализации "Лебедянского". Мы полагаем, что величина его валовой рентабельности может существенно измениться только в случае совершения еще нескольких сделок подобного масштаба. Так или иначе, повышение степени концентрации в розничной торговле вряд ли можно считать положительным фактором для компании.

По нашим оценкам, в 2007 году валовая рентабельность вернется на уровень, отмечавшийся до 2006 года. В I квартале 2006 года этот показатель уменьшился на 170 б.п. (до 42.0% с 43.7% годом ранее) из-за повышения стоимости пюре и концентратов на 22% на единицу продукции – т.е. всего на 50% (тогда как объем продаж группы вырос на 29%). Такая динамика была обусловлена неблагоприятными погодными условиями в Китае и Флориде во время осеннего сбора урожая, что вызвало рост стоимости сырья. Мы полагаем, что высокий уровень закупочных цен сохранится практически до конца года, однако нормализуются в 2007-2008 году.

Помимо этого временного скачка, несколько факторов будут компенсировать отрицательные тенденции, указанные выше. Эти факторы будут представлены далее в нашем отчете. Итак, по нашим прогнозам, после небольшого роста в 2007 году, в 2008 году валовая рентабельность стабилизируется и составит около 42%.

- **Чувствительность к изменению валютного курса.** Важно помнить, что в 2005 году на долю расходов, номинированных в долларах США (закупка концентратов и пюре), приходилось 38% базовых затрат "Лебедянский" и 53% себестоимости реализации. По нашим расчетам, при снижении курса доллара по отношению к рублю на 1% валовая рентабельность "Лебедянского" вырастет на 30 б.п. В первом полугодии 2006 года курс доллара снизился на 1.1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что должно привести к росту валовой рентабельности на 30 б.п. и даже больше, если укрепление рубля продолжится. Однако мы не прогнозируем курс доллар/рубль на период после 2006 года, поскольку полагаем, что в расчетах будут преобладать спот-цены, поэтому в оценках показателей "Лебедянского" влияние валютного курса не учитывается.
- **Акцент на новую продукцию обусловит дальнейший рост валовой рентабельности** (на новый ассортимент обычно устанавливается наценка выше средней).
- **Валовая рентабельность как в сегменте соков, так и в сегменте детского питания представляется нам высокой и стабильной** с учетом благоприят-

ной конъюнктуры. Хотя, как мы полагаем, не следует ожидать структурного повышения отпускных цен по сравнению с уровнем 2002-2005 годов за счет усиления контроля над сбытом, мы хотели бы выделить два последних примера повышения цен. Во-первых, большинство производителей сока (в том числе "Лебедянский") повышали цены в I квартале 2006 года на несколько процентных пунктов не один раз, чтобы учесть рост цен на сырье. Это означает, что чувствительность цен еще не слишком высока (в отношении сильных брендов). Во-вторых, в I квартале 2006 года "Лебедянский" повысил среднюю цену на детское питание на 23% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. При этом в I квартале 2006 года объем продаж детского питания вырос на 31%, что свидетельствует о способности рынка принять повышение цен.

Расходы на дистрибуцию стабилизируются после 2006 года

Увеличение коммерческих, общих и административных затрат в этот период объясняется в основном развитием собственных каналов сбыта (40% продукции в 2005 году против 0% в 2000 году). В 2003-2005 годах доля коммерческих, общих и административных затрат в объеме выручки выросла на 540 б.п. (с 16.8% до 22.2%), из них 300 б.п. приходятся на транспортные расходы и оплату труда сотрудников подразделений реализации и сбыта. Заключительные мероприятия по претворению этой стратегии в жизнь должны сказаться на величине затрат и в 2006 году, поэтому, по нашим оценкам, удельный вес коммерческих, общих и административных расходов повысится до 23.5% выручки.

Однако впоследствии заработная плата сотрудников сбытовых подразделений станет постоянной величиной (несмотря на повышение оплаты труда в России), поэтому следует ожидать проявления эффекта небольшого снижения.

Помимо этого, компания объявила о планах строительства в 2006-2009 годах нового завода в Сибири для того, чтобы, в первую очередь, сократить транспортные расходы на поставку продукции в этот регион. Таким образом, в конечном итоге данная статья расходов также уменьшится в процентном отношении к выручке.

Тем не менее, мы предпочитаем осторожный подход и считаем, что коммерческие, общие и административные затрат достигнут в 2007 году 24.0% выручки (22.2% в 2005 году) и стабилизируются в последующий период.

Значительный денежный поток, высокая рентабельность

Мы определяем прибыль на вложенный капитал (ROCE) "Лебедянского" путем деления показателя EBIT после налогообложения на сумму материальных и нематериальных активов и оборотного капитала. В 2005 году рентабельность вложенного капитала составила 37%. Мы полагаем, что она достигнет 40% в среднесрочной перспективе после небольшого снижения в 2006 году, вызванного временным давлением на валовую рентабельность (сырье). Для сравнения, показатель ROCE "Вимм-Билль-Данна" в 2005 году составил менее 10%. "Лебедянский" получает значительный объем свободных денежных средств, что позволило ему выплатить в прошлом году дивиденды, составившие почти 70% чистой прибыли.

Привлекательный потенциал роста при консервативных прогнозах

Если предположить, что темпы роста продаж замедлятся до среднерыночных значений, рентабельность EBITDA снизится до 20% в 2006 году (22.5% в 2005 году), а в будущем стабилизируется, прогнозируемая цена на основе DCF, составит \$75.2. Таким образом, потенциал роста равен 38%.

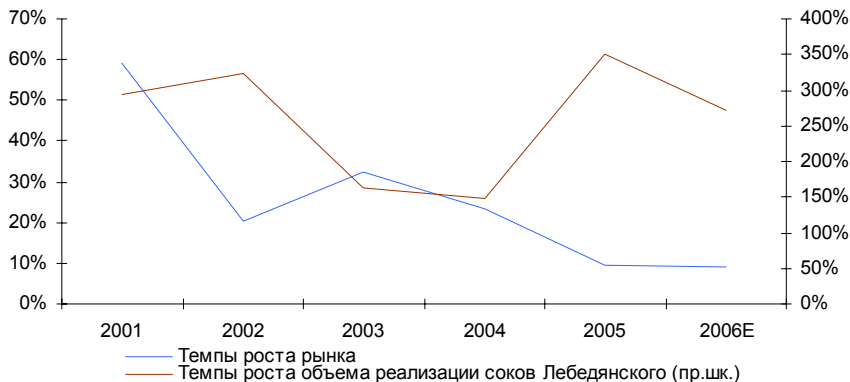
Кроме того, если предположить, что в 2006-2008 годах прибыль на одну акцию (EPS) будет расти в среднем на 16% в год, оценочные коэффициенты "Лебедянский" весьма будут привлекательными: коэффициент P/E 2006П на уровне 13.0, коэффициент EV/EBITDA 2006П – 8.7 (см. рис. 5).

Факторы риска

- "Лебедянский" наращивает производственные мощности (третий завод будет построен в 2006-2008 годах в Новосибирске), поэтому постоянные затраты временно увеличатся. В этой связи прогнозируемый рост рынка является ключевой предпосылкой для достижения уровня рентабельности, на который мы рассчитываем.
- Поскольку основные возможности для повышения валовой рентабельности уже исчерпаны, ее колебания будут все больше зависеть от стоимости сырья, которая, в свою очередь, в значительной мере обусловлена годовым урожаем фруктов. Однако этот риск должен рассматриваться в перспективе, т.к. в условиях современной конъюнктуры рост стоимости сырья можно перенести на плечи потребителей (хотя и с задержкой во времени).

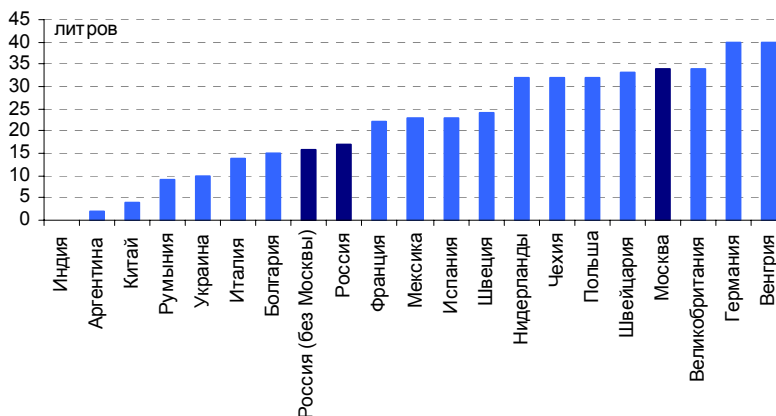
- "Лебедянский" отличается низким соотношением собственных и заемных средств (15% в 2006Г) несмотря на высокий коэффициент дивидендных выплат (70% по итогам 2005 года), что позволяет группе рассматривать вопрос о приобретении активов. Мы склонны положительно относиться к возможным покупкам, т.к. в принципе они будут способствовать увеличению доли рынка (и усилению за счет этого позиций компании на переговорах с поставщиками сырья) и расширению присутствия в регионах. Однако следует отметить, что потенциальные объекты в сегменте соков будут, скорее всего, небольшими компаниями, и для них потребуется реструктуризация либо производственной базы, либо портфеля брендов.

Рис. 1. Темпы роста рынка соков в России в 2001-2006 годах



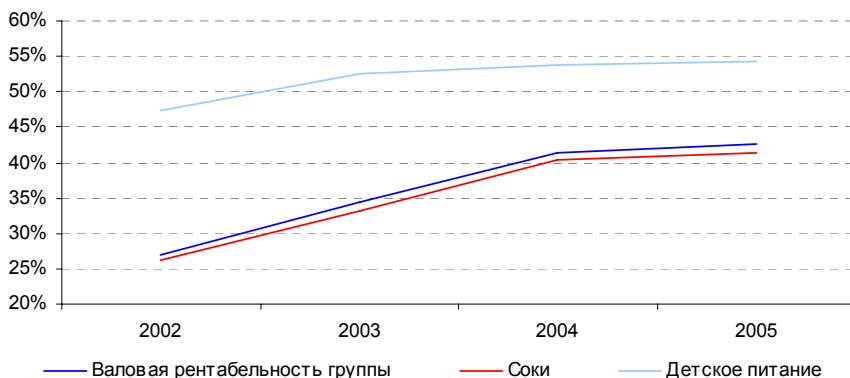
Источник: данные компании, Российский союз производителей соков

Рис. 2. Потребление сока на душу населения в 2005 году



Источник: Euromonitor, оценки "Атона"

Рис. 3. Валовая рентабельность "Лебедянского" в 2002-2005 годах



Источник: данные компании

Прогноз показателей "Лебедянского" на 2005-2010 годы

\$ млн.	2005	2006	2007	2008	2009
Выручка	515	653	775	890	998
Изм., %		27.0%	18.7%	14.7%	12.1%
Валовая прибыль	220	271	324	373	419
Валовая рентабельность	42.7%	41.5%	41.8%	41.9%	42.0%
Коммерческие и административные затраты	-114.4	-153	-186	-214	-241
% выручки	-22.2%	-23.5%	-24.0%	-24.1%	-24.2%
ЕБИТДА	116	131	155	178	199
Рентабельность ЕБИТДА	22.5%	20.1%	20.0%	20.0%	19.9%
Амортизация	-11.68	-16	-19	-22	-23
ЕБИТ	104	116	136	156	175
Изм., %		11.6%	17.5%	14.6%	12.4%
Рентабельность ЕБИТ	20.2%	17.7%	17.6%	17.6%	17.6%
Денежные затраты	0	-2	-2	-1	2
Чистая прибыль	75	86	101	117	133
EPS (\$)	3.66	4.20	4.93	5.71	6.52
Изм., %		14.6%	17.4%	15.8%	14.2%
Капвложения	-35	-54	-45	-40	-25
% выручки	6.8%	8.3%	5.8%	4.5%	2.5%
Чистый долг	8	33	22	-5	-59
Коэффициент заемных средств	4%	15%	8%	-2%	-15%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Сравнительная оценка компаний пищевой промышленности

На 10 июля 2006	Цена \$	Рын. кап. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/ЕБИТДА			P/E		
				2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П
Россия									
Лебедянский	54.5	1,112	1,145	8.0	7.0	6.6	15.0	11.7	10.2
Вимм-Билль-Данн	38.5	1,695	1,920	19.2	15.2	13.2	84.8	45.8	33.9
Средневзвешенное				14.8	12.0	10.6	57.1	32.3	24.5
Развивающиеся рынки									
Tiger Brands	22.1	3,772	4,217	11.4	10.4	8.8	16.7	14.8	12.9
Fraser & Neave	2.55	2,987	5,458	12.1	10.4	9.6	16.4	15.7	14.4
Nestle India	24.1	2,325	1,939	16.5	14.6	12.5	32.2	27.8	22.8
Lotte Sam Kang	149	188	449	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.
Средневзвешенное				13.0	11.5	10.0	20.6	18.4	16.0
Развитые рынки									
Nestle	313	126,430	133,891	11.3	10.5	9.8	19.3	17.3	15.8
Coca-Cola	43.2	101,722	99,853	13.8	13.0	12.6	19.8	18.9	17.6
PepsiCo	60.5	99,910	99,481	13.2	12.4	11.4	22.1	20.0	18.4
Danone	128	33,899	32,655	11.4	10.3	9.6	20.2	22.8	21.2
Cadbury Schweppes	9.71	20,187	28,418	11.9	11.3	10.4	17.7	15.3	14.9
Dean Foods	37.5	5,095	8,736	10.2	9.7	9.0	17.0	16.9	15.2
Yakult Honsha	26.4	4,647	3,952	15.2	12.1	11.3	36.2	31.1	28.7
Hansen	51.0	1,160	2,719	26.7	13.9	9.3	19.1	9.8	6.5
Bongrain	73.4	1,133	1,847	5.9	5.8	5.5	13.5	11.1	10.0
Robert Wiseman Dairies	6.97	503	375	4.7	4.2	3.9	16.7	14.1	13.2
Средневзвешенное				12.5	11.6	10.9	20.3	18.9	17.4

Источник: оценки "Атона" для "Лебедянского", Bloomberg, IBES

Одиль Ланж-Бросси
odile@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	7/04/2009	8.75	98.53	98.78	9.30	8.87	455	346	2.28	2.25
Алроса 08	\$500	B+/Ba3	6/05/2008	8.125	102.50	103.00	6.48	7.91	155	56	1.62	1.66
Алроса 14	\$300	B+/Ba3	17/11/2014	8.875	110.25	110.25	7.21	8.05	235	107	5.81	6.41
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/02/2007	7.75	100.00	100.00	7.74	7.75	253	188	0.52	0.52
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/07/2008	7.75	100.00	100.50	7.61	7.73	274	174	1.76	1.76
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	98.50	100.50	8.76	8.67	418	279	3.51	3.49
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB-	28/09/2009	8.000	102.35	102.85	7.07	7.80	223	106	2.69	2.76
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB-	26/11/2010	7.375	100.50	101.00	7.17	7.32	245	110	3.59	3.62
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB-	13/05/2013	7.335	98.65	99.15	7.54	7.34	683	144	5.14	5.09
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	98.00	100.00	7.77	7.58	314	174	3.56	3.53
БинБанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/05/2009	9.500	99.91	100.04	9.48	9.50	475	364	2.37	2.37
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/05/2008	8.50	101.50	102.50	7.31	8.33	242	144	1.64	1.68
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB	11/12/2008	6.875	101.25	101.75	6.19	6.77	126	21	2.14	2.18
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB	12/10/2011	7.500	103.25	103.75	6.69	7.25	198	58	4.16	4.31
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB-	4/02/2010	6.315	98.50	99.50	6.63	6.38	185	57	3.00	2.97
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB	2/07/1935	6.250	96.00	96.00	6.85	6.51	195	67	6.61	6.34
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/06/2009	10.000	105.50	105.50	7.85	9.48	302	191	2.46	2.59
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/02/2010	8.000	99.75	100.13	8.02	8.00	325	203	2.91	2.91
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	100.00	100.62	8.30	8.35	366	227	4.06	4.07
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/05/2016	8.250	95.81	96.06	8.87	8.60	406	279	6.40	6.14
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BB+	25/04/2007	9.125	102.00	102.25	6.24	8.94	122	36	0.72	0.73
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	112.38	112.81	6.17	9.33	129	12	2.69	3.03
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BB+	1/03/2013	9.625	114.75	114.75	6.82	8.39	199	69	4.78	5.48
Газпром 13a	\$646	BB+/Baa1/BB+	22/07/2013	5.625	97.75	98.13	6.43	5.74	100	38	2.45	2.40
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/02/2020	7.201	101.88	102.31	6.72	7.05	183	57	4.03	4.12
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BB+	28/04/2034	8.625	116.00	117.00	7.24	7.40	228	67	11.22	13.08
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	101.50	102.00	6.41	7.13	149	45	2.03	2.06
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/09/2015	6.500	94.00	94.00	7.41	6.91	253	125	6.50	6.11
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/09/2006	8.875	100.35	100.38	6.63	8.84	135	63	0.17	0.17
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/08/2009	10.875	108.81	109.00	7.54	9.99	271	158	2.45	2.66
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	97.10	97.35	8.69	8.49	388	260	6.18	6.01
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/03/2008	8.625	100.25	100.25	8.45	8.60	362	265	1.43	1.43
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/09/2006	9.375	100.33	100.37	7.30	9.34	205	134	0.17	0.18
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.31	99.63	7.90	7.54	800	210	1.27	1.26
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/02/2007	6.800	99.30	99.38	7.98	6.85	281	215	0.53	0.53
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	100.00	100.50	7.91	7.98	313	193	2.86	2.87
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	100.75	101.25	7.50	7.92	264	160	1.97	1.99
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/06/2008	4.375	96.00	96.50	6.45	4.55	152	52	1.80	1.74
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/01/2008	9.75	103.12	103.50	7.43	9.44	254	159	1.34	1.38
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	100.25	101.00	8.19	8.32	351	219	3.40	3.42
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/01/2012	8.000	99.00	99.00	8.23	8.08	357	219	4.17	4.13
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/03/2007	9.000	100.63	100.73	7.91	8.94	285	209	0.62	0.62
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	98.52	98.77	7.85	8.62	310	176	5.02	4.95
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/02/2007	9.125	100.51	100.64	8.06	9.07	289	222	0.52	0.52
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/05/2009	8.250	98.72	99.22	8.66	8.34	390	279	2.40	2.37
Норникель 09	\$500	BB+/Ba2/BBB-	30/09/2009	7.125	100.25	100.25	7.03	7.11	219	102	2.73	2.73
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/02/2007	9.000	100.79	100.92	7.40	8.92	218	153	0.51	0.52
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/03/2009	8.000	98.32	98.82	8.60	8.12	381	272	2.28	2.24
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	99.00	99.25	8.75	8.58	409	277	3.35	3.32
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB-	29/07/2008	6.875	98.88	100.25	6.91	6.91	201	100	1.79	1.78
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BB+	29/09/2010	6.200	96.00	96.00	7.32	6.46	265	126	3.50	3.36
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/08/2008	6.500	100.00	100.00	6.50	6.50	158	56	1.83	1.83
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/09/2009	9.75	103.57	103.82	3.60	9.40	-142	-246	1.60	1.66
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	102.50	102.50	5.22	12.44	-15	-80	0.33	0.34
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB-	27/11/2010	6.875	99.75	100.25	6.87	6.88	214	79	3.64	3.64
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB	16/05/2013	7.175	99.85	100.35	7.15	7.18	233	103	5.19	5.20
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/04/2007	8.750	101.00	101.00	7.31	8.66	231	148	0.69	0.69
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/09/2007	7.800	99.75	100.25	7.78	7.80	291	199	1.08	1.08
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/04/2008	8.125	100.00	100.00	8.11	8.13	327	229	1.56	1.56
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	94.01	94.26	9.20	7.97	458	325	3.40	3.20
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/05/2011	8.625	96.24	96.49	9.58	8.95	505	365	3.71	3.58
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	96.55	96.80	9.82	9.18	530	391	3.48	3.37
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB	15/05/2013	6.480	98.50	99.00	6.71	6.56	186	56	5.30	5.23
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/02/2010	6.230	97.50	99.50	6.71	6.32	193	65	3.02	2.97
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/02/2009	8.625	102.50	102.50	7.54	8.41	269	161	2.20	2.25
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/04/2014	9.250	104.00	104.75	8.46	8.86	367	240	5.33	5.56
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/05/2009	9.000	99.11	99.36	9.31	9.07	456	346	2.37	2.35
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/02/2007	11.50	103.25	103.25	5.63	11.14	34	-32	0.52	0.54

Рынок внутреннего долга

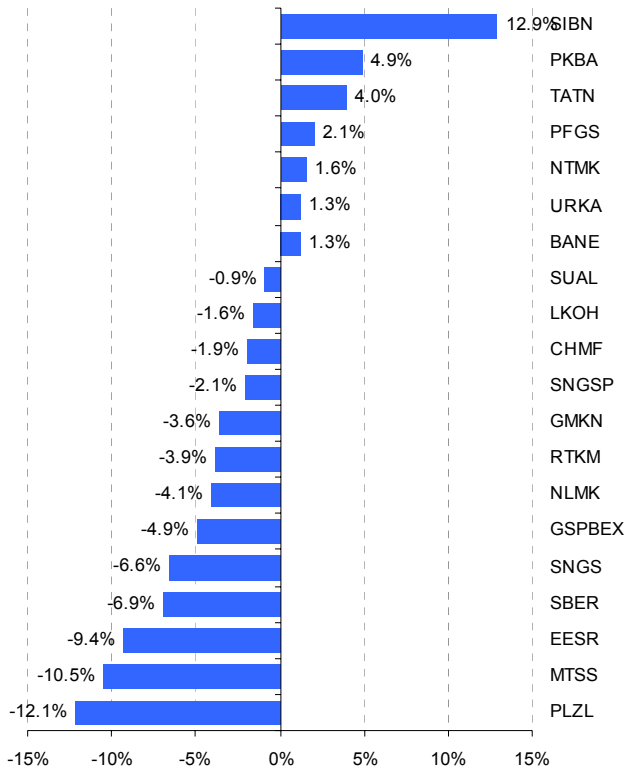
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/06/2010	26/06/2007	7.80	99.90	100.00	99.90	789.21	8.06	10	255	0.89	0.89
ВТБ-4*	5,000	19/03/2009	22/03/2007	6.50	96.00	-	100.03	-	6.51	0	161	0.65	0.65
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/04/2007	6.20	99.75	100.10	99.83	139,685.00	6.58	17	143	0.73	0.73
Газпром-3	10,000	18/01/2007		8.00	-	-	100.85	-	6.48	(3)	201	0.47	0.48
Газпром-4	5,000	10/02/2010		8.22	103.15	103.45	103.30	47,353.10	7.28	(3)	91	2.97	3.06
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	100.95	101.50	101.00	-	6.82	(1)	114	1.14	1.15
Газпром-6	5,000	6/08/2009		6.95	99.45	99.60	99.50	294,713.87	7.26	8	94	2.63	2.62
Иркут-3	3,250	16/09/2010		8.74	100.75	101.00	100.75	-	8.70	(0)	235	3.35	3.37
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.80	100.94	100.82	69,877.23	6.70	(2)	95	1.25	1.26
НКНХ-3*	2,000	1/09/2007		9.50	-	-	100.00	-	8.24	0	318	0.58	0.58
ОМК	3,000	12/06/2008		9.20	101.68	101.80	101.68	15,766.44	8.39	12	241	1.71	1.74
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	97.00	102.00	101.50	964.25	6.70	0	92	1.29	1.31
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	103.40	103.75	103.45	67.24	7.29	(0)	94	2.89	2.99
РЖД-4	10,000	14/06/2007		6.59	99.95	100.35	100.35	802.80	6.28	(18)	78	0.87	0.87
РЖД-5	10,000	21/01/2009		6.67	98.65	98.95	98.42	19,693.84	7.50	27	111	2.20	2.17
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	100.12	100.25	100.25	4,307.95	7.41	(7)	89	3.60	3.61
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	101.10	101.30	101.25	-	7.43	(0)	71	4.90	4.96
РусАл-2*	5,000	20/05/2007		8.00	100.50	100.80	100.80	-	7.11	(1)	179	0.79	0.80
РусАл-3	6,000	21/09/2008		7.20	98.35	98.75	99.90	1,974.00	7.37	0	77	1.94	1.94
Русснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.45	100.49	100.45	9,036.50	9.23	(0)	277	2.10	2.11
Сан Интербрю	2,500	15/08/2006		13.00	-	-	100.50	-	6.52	(60)	527	0.08	0.08
СаНOC-2*	3,000	10/11/2009		9.70	103.95	104.05	104.00	11,445.00	8.77	6	243	2.75	2.86
Северсталь*	3,000	28/06/2007		8.10	-	101.30	100.25	-	7.97	(0)	245	0.89	0.90
Сибтлк-4	2,000	5/07/2007		12.50	104.27	104.40	104.28	118.88	7.97	(2)	263	0.90	0.94
Сибтлк-5	3,000	25/04/2008		9.20	100.50	101.70	101.54	-	8.41	(0)	243	1.58	1.61
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.35	102.50	102.40	2,049.00	8.82	3	229	3.55	3.63
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/06/2009	0/01/1900	5.50	89.90	91.90	90.00	-	9.95	3	376	2.57	2.32
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	103.20	103.50	103.20	72,892.82	6.09	61	197	0.36	0.37
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.43	102.50	102.50	26,111.37	8.06	(14)	235	1.18	1.21
УралСвзИн5	2,000	17/04/2008		9.19	101.13	101.30	101.10	-	8.67	(0)	268	1.56	1.58
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.70	102.85	102.70	247.50	6.88	6	109	1.32	1.35
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/06/2010		8.25	102.05	102.20	102.07	60,783.23	7.78	7	130	3.30	3.37
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	98.91	99.19	99.12	6,940.10	7.64	11	117	2.16	2.14
ЦТК-3	2,000	15/09/2006		12.35	100.72	100.80	100.80	45,202.10	7.35	(72)	535	0.16	0.16
ЦТК-4	5,622	21/08/2009		13.80	112.36	112.52	112.51	35,295.11	9.27	(2)	298	2.42	2.72
ЧТПЗ*	3,000	16/06/2010	18/06/2008	9.50	102.01	102.22	102.22	130,749.76	8.39	(8)	214	1.72	1.76
ЮТК	1,500	14/09/2006		14.24	100.80	100.95	100.90	3,531.50	8.49	(28)	634	0.16	0.16
ЮТК-2	1,500	7/02/2007		10.50	100.30	100.95	100.95	-	8.90	(2)	520	0.51	0.52
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	101.46	101.60	101.60	25,187.52	9.69	(14)	0	1.10	1.12
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/09/2006		9.00	100.01	105.00	101.00	-	4.64	(23)	222	0.18	0.19
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	100.51	-	104.30	-	4.85	(19)	61	0.41	0.43
МГор 31	5,000	20/05/2007		10.00	100.11	103.35	103.00	10.30	6.46	21	115	0.79	0.82
МГор 42	5,000	13/08/2007		10.00	101.51	107.65	104.72	-	5.48	(3)	-9	0.98	1.03
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	100.07	106.45	105.00	-	6.04	(3)	34	1.17	1.23
МГор 29	5,000	5/06/2008		10.00	106.80	107.20	106.90	19,242.00	6.16	8	-2	1.70	1.82
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	107.65	108.50	107.65	2.16	6.63	28	18	2.13	2.29
МГор 41	5,000	30/07/2010		10.00	107.70	111.00	107.75	5,387.50	6.96	5	48	3.21	3.46
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.00	113.18	112.40	-	6.84	(1)	31	3.60	4.05
МГор 39	5,000	21/07/2014		10.00	-	-	108.00	-	7.21	(0)	49	5.49	5.93
Мос.обл.3в	4,000	19/08/2007		11.00	104.46	104.80	104.55	-	6.70	(3)	113	0.98	1.03
Мос.обл.4в	9,600	21/04/2009		11.00	-	-	110.15	-	7.12	(1)	84	2.34	2.58
Мос.обл.5в	12,000	30/03/2010		10.00	106.80	106.95	106.91	18,444.98	7.37	7	108	2.40	2.57
Мос.обл.6в	12,000	19/04/2011		9.00	105.91	106.00	105.96	55,929.60	7.62	1	106	3.78	4.01

*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

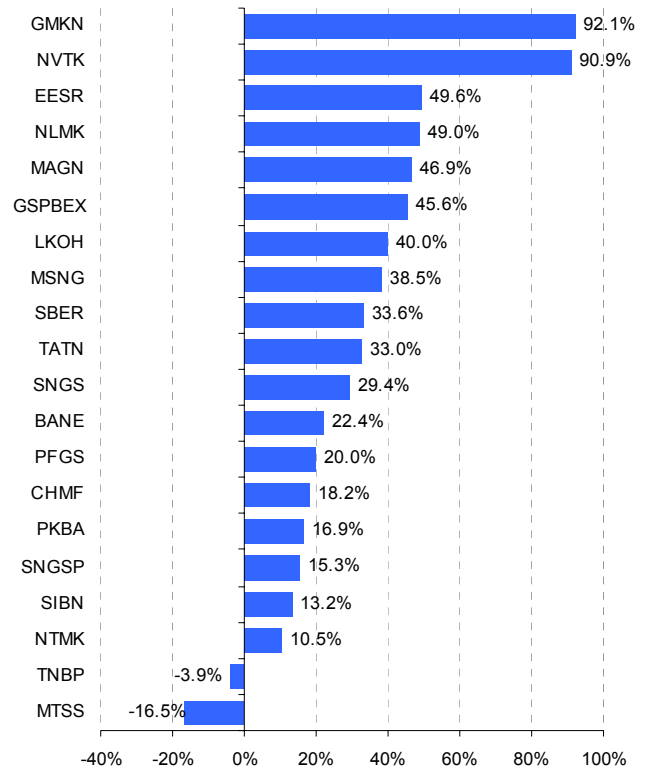
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

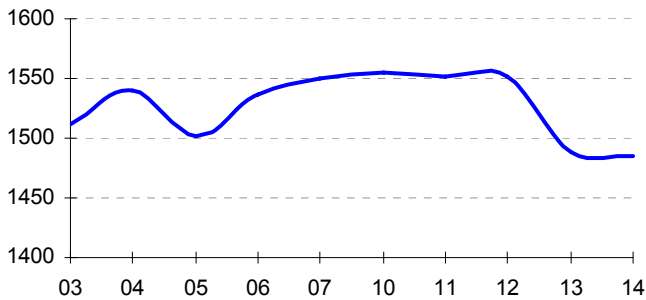
20 лидеров рынка – динамика за неделю



20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



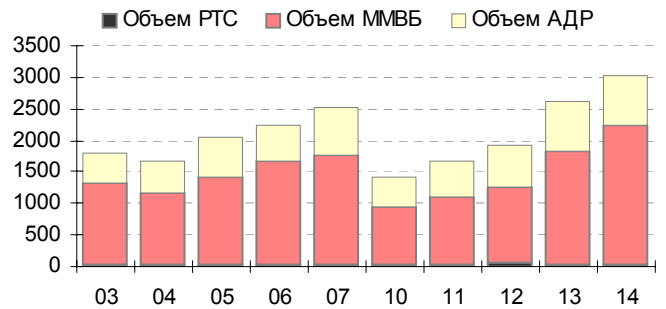
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

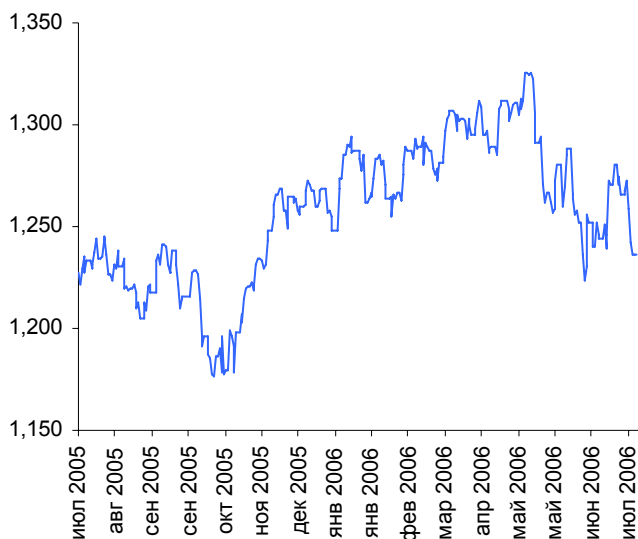


10 наиболее ликвидных акций РТС

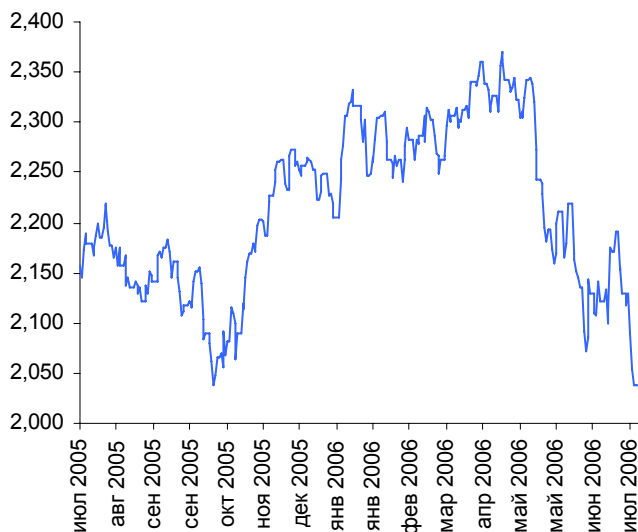
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром (С.Петербург)	-4.9	181.5
ГМК Норильский никель	-3.6	70.2
ЛУКОЙЛ	-1.6	41.0
Газпром (РТС)	-7.6	35.6
РАО ЕЭС России	-9.4	18.9
Сбербанк РФ	-6.9	11.8
Сургутнефтегаз	-6.6	5.1
Татнефть	4.0	2.1
Северсталь	-1.9	1.6
Сургутнефтегаз, прив.	-2.1	1.4

МИРОВЫЕ РЫНКИ

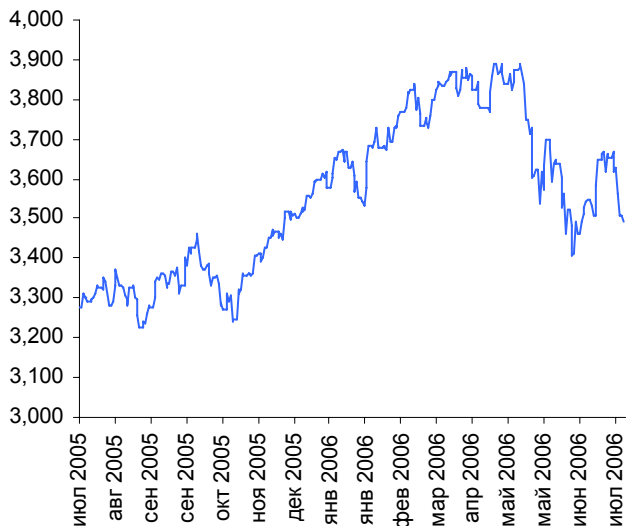
S&P 500



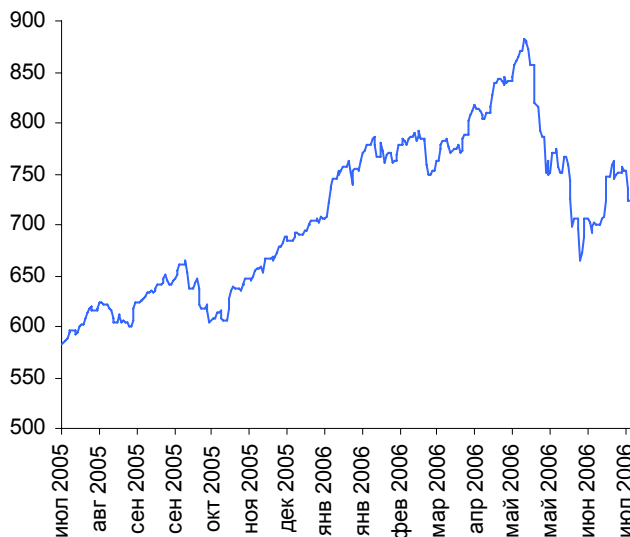
Nasdaq



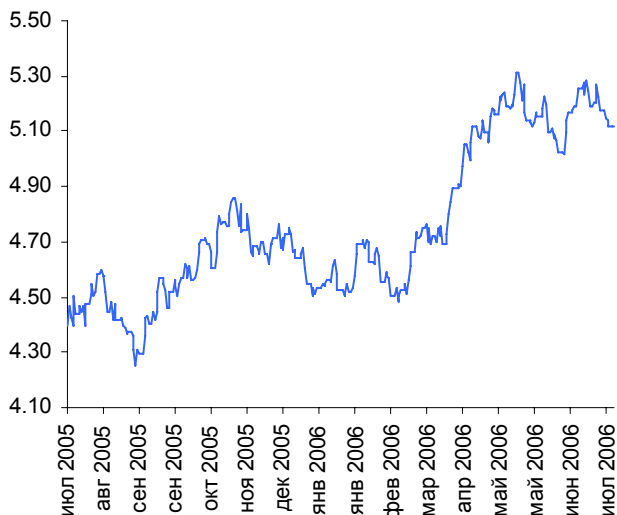
DJ Euro STOXX 50



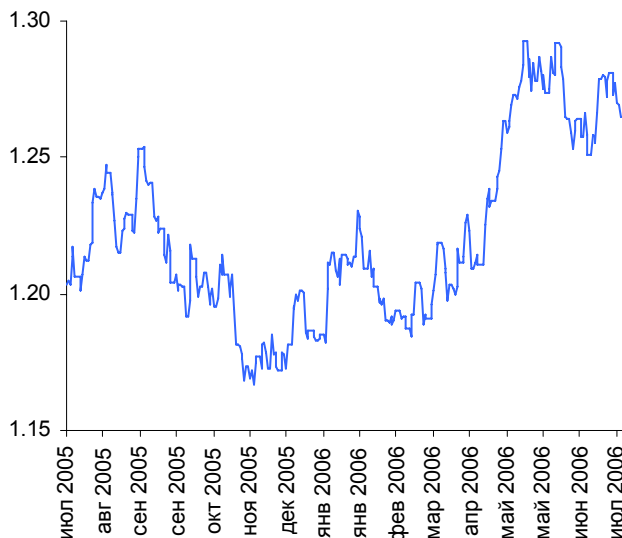
MSCI Emerging markets



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, 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
Zweigniederlassung Frankfurt am Main
Steinweg 3
60313 Frankfurt, Germany
+49 (0) 69 24757 59-0
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

Контакты:

Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:

Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:

Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

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

Контакты:

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

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор
Бен Кэри, заместитель Директора
департамента

+7 (495) 777-8832
+44 20 7464 8847

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

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 Скрыбин
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-Брусси
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
botashev@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3129