

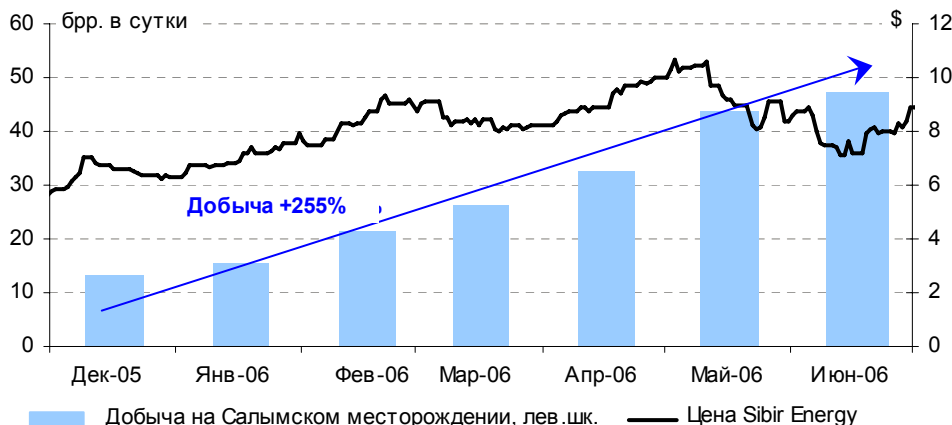
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Сургутнефтегаз". Значительный объем выручки нивелируется ростом капвложений; мы восстанавливаем рекомендацию "Держать"	
Долговой рынок	10
Рынок акций	12
Мировые рынки	13

КОММЕНТАРИЙ

Российские независимые нефтедобывающие компании: недооценка роста

Акции Sibir Energy демонстрируют небольшое повышение, несмотря на резкий рост добычи; такая же картина наблюдается и с другими независимыми компаниями



Источник: Bloomberg, данные компании

Мы говорили об это уже не раз, и сейчас хотим лишь в очередной раз напомнить, что акции независимых нефтедобывающих компаний из России/СНГ по-прежнему сильно недооценены, учитывая значительные перспективы роста. График динамики котировок акций Sibir Energy, крупнейшей независимой добывающей компании в России, в сопоставлении с темпами роста добычи на крупном Салымском месторождении (принадлежит Sibir Energy и Shell на паритетных началах) наглядно иллюстрирует это заключение. Несмотря на то, что валовой объем добычи увеличился в 3.5 раза с 13 тыс. брр. в сутки в декабре 2005 года, когда началась промышленная разработка месторождения, до 47.5 тыс. брр. в сутки в июне 2006 года, акции Sibir Energy с начала года выросли в цене лишь на скромные 35%, тогда как индекс РТС за тот же период увеличился на 44%. Подобное расхождение между сильными операционными показателями и невыразительной динамикой котировок в 2006 году характерно почти для всех независимых нефтедобывающих компаний из России/СНГ.

Большинство компаний опубликуют результаты первого полугодия 2006 года во второй половине сентября и, вероятно, продемонстрируют существенное повышение прибыли в результате роста добычи и высоких цен на нефть. Независимые производители демонстрируют более сильную зависимость от роста цен на нефть по сравнению с крупнейшими компаниями, однако они также лучше защищены от вероятного падения стоимости углеводородов, поскольку растущие объемы добычи компенсируют любое потенциальное снижение цен. Мы прогнозируем, что финансовые и производственные результаты анализируемых нами компаний за первое полугодие 2006 года (которые должны быть опубликованы в течение ближайших двух недель) продемонстрируют рост объемов добычи и прибыли.

Такие факторы, как высокая чувствительность к изменению цен на нефть и значительный рост производства, свидетельствуют о том, что большинство независимых компаний очень привлекательно оценены на основе модели DCF и финансовых коэффициентов 2006П-2007П. Если результаты первого полугодия 2006 года, в соответствии с нашими прогнозами, продемонстрируют устойчивый рост, мы полагаем, что инвесторы, в конце концов, должным образом оценят качественные растущие компании, которые до сих пор торгуются с невысокими коэффициентами. Большинство российских независимых производителей (включая Urals Energy, аналитическое освещение которой мы начали вчера с рекомендации "Покупать") торгуются с однорядными коэффициентами EV/EBITDA 2007П, хотя объемы их добычи должны увеличиться в несколько раз в 2008-2009 годах. Каспийские нефтяные компании, в частности, Dragon Oil и Aratak Energy, торгуются с коэффициентами EV/EBITDA 2006П и EV/EBITDA 2007П на уровне 4.4-4.8, то есть с существенным дисконтом к крупнейшим российским компаниям, несмотря на более значительный потенциал роста.

Низкая ликвидность и повышенное неприятие рисков может сдерживать инвесторов в настоящее время. Мы хорошо знакомы с тем аргументом, что в периоды

повышенной волатильности инвесторы склонны увеличивать вложения в наиболее ликвидные акции с большой капитализацией (это объясняет, почему практически все российские "голубые фишки" вернули позиции, утраченные в ходе коррекции рынка в мае-июне). Это также объясняет, почему Sibir Energy и другие независимые производители до сих пор торгуются значительно ниже пиковых значений 2006 года. Однако мы не думаем, что такое положение дел сохранится надолго.

Нашими фаворитами среди независимых нефтедобывающих компаний из России/СНГ являются Sibir Energy, Arawak Energy и Urals Energy. Общие для этих трех компаний характеристики включают сильный фундаментальный потенциал роста, значительный объем добычи/прибыли, качественное управление и хорошую историю финансовых результатов. Dragon Oil выглядит наиболее недооцененной среди аналогичных компаний, хотя для роста котировок акций необходим катализатор в виде улучшения операционных показателей. Imperial Energy также отвечает перечисленным выше критериям, но находится на более ранней стадии развития по сравнению с другими компаниями, поэтому, вероятно, для продолжения роста необходимо повышение толерантности инвесторов к рискам.

Мы по-прежнему отмечаем высокие темпы роста и фундаментальный потенциал независимых компаний

На 21.08. 06	Рекомендация	Цена (обыкн.) \$	Рын. кап. \$ млн.	FV (кон-06)	Потенциал	EV/EBITDA		P/E		Комментарий
						2006П	2007П	2006П	2007П	
Российские независимые компании										
Sibir Energy	Покупать	8.77	2,587	14.6	66%	13.1	7.2	21.2	10.8	Большой масштаб деятельности, качественные активы остаются недорогими
РИТЭК	Держать	9.00	899	9.71	8%	4.2	4.6	7.6	8.6	Сильная зависимость от цен на нефть, но невысокий прогноз роста
West Siberian	Покупать	1.00	1,095	1.06	6%	9.4	8.9	18.2	16.3	Потенциал роста до прогнозируемой цены, но рост, похоже, замедляется
Urals Energy	Покупать	7.82	920	10.04	28%	17.2	10.6	30.2	17.9	Фундаментальный потенциал роста связан с налоговыми льготами
Imperial Energy	Покупать	15.7	783	25.24	61%	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	Невысокая оценка, сгруппированные в одном регионе активы, партнерство с Газпромом
Каспийские компании										
Burren Energy	Держать	17.4	2,412	14.65	-16%	6.1	6.9	8.8	10.5	Потенциал роста заключен в геологоразведочных проектах; текущие активы также недооценены
Dragon Oil	Покупать	3.34	1,685	4.94	48%	4.8	3.5	8.8	6.7	Оценка подразумевает улучшение операционных показателей
Arawak Energy	Покупать	2.49	430	4.54	82%	4.4	3.7	9.9	8.9	Сильно недооцененная компания с большим потенциалом роста

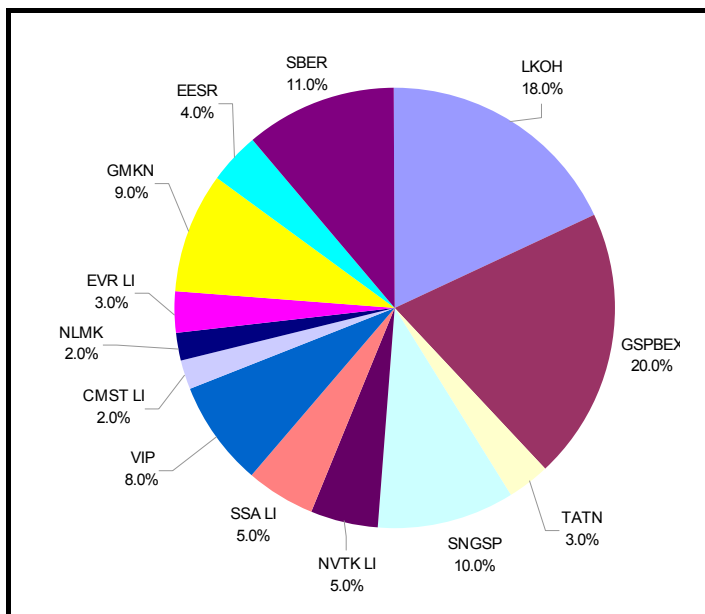
Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
21.08	Акционеры "Ярпиво" и "Пикры" на внеочередных собраниях утвердят слияние с "Балтикой"		Будет опубликовано значение торгового баланса стран евро-зоны за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€1.0 млрд. (предыдущее значение: -€3.2 млрд.)
22.08	Московский арбитражный суд рассмотрит иск "ТНК-ВР Холдинг" к ФНС об отказе в возмещении экспортного НДС	Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Richmond Fed Manufacturing за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 8.0 пункта (предыдущее значение: 12.0 пункта)	Будет опубликовано значение счета текущих операций стран евро-зоны за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€5.0 млрд. (предыдущее значение: -€8.2 млрд.)
	Совет директоров ОГК-1 рассмотрит размер дивидендов за первое полугодие 2006 года		
	Пресс-конференция на тему "Механизм гарантирования инвестиций в электроэнергетике"		
23.08	Московский арбитражный суд рассмотрит иск "Дальсвязи" к ФНС о недействительности налоговых претензий на 718 млн. руб.	Будут опубликованы данные об объеме продаж жилых домов на вторичном рынке за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 6 млн. (предыдущее значение: 6.22 млн.)	
	Московский арбитражный суд рассмотрит иск ЮКОСа о признании недействительными решений собрания кредиторов компании		
24.08		Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.50% (предыдущее значение: 2.90%)	
		Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 20 августа 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 312 тыс.)	
		Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за июль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1100 тыс. (предыдущее значение: 1131 тыс.)	
25.08	Совет директоров РАО "ЕЭС России" рассмотрит вопросы о допэмиссиях акций ОГК-3, ОГК-4, ТГК-9 и реструктуризации РАО		
	Состоится совместное общее собрание акционеров ТГК-4 и 11 реорганизуемых региональных генерирующих компаний		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель несколько отстал от рынка, снизившись на 4.56% на фоне падения индекса РТС на 3.74%, поскольку рыночная коррекция сильнее всего затронула наиболее ликвидные "голубые фишки". В частности, котировки акций "Газпрома" и ЛУКОЙЛа снизились за неделю на 6.2% и 8.1% соответственно, а бумаги АФК "Система" подешевели на 9.1%.

Противостоять общему масштабному снижению рынка сумели акции "Татнефти" и "Сбербанка", котировки которых выросли за неделю на 2.5% и 1.8% соответственно, а также бумаги "Комстар-ОТС", которые подорожали на 5.6%, частично компенсировав падение последних недель.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

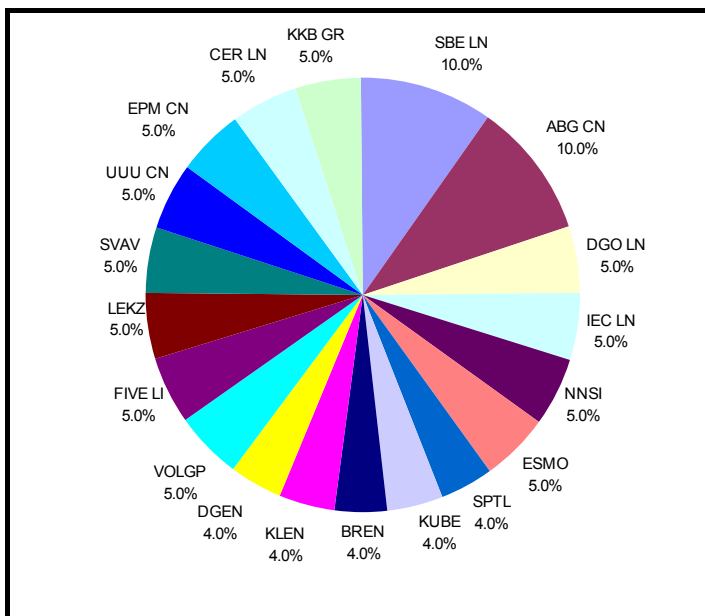
Портфель	Изменение за неделю		Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	-4.56%	-3.74%	7.55%	7.06%	0.49%	51.25%	41.72%	9.52%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 18/08, \$	Цена 11/08, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙл	14.71%	18.0%	18.0%	83.52	90.85	-8.1%	40.4%
Газпром	14.68%	20.0%	20.0%	10.95	11.68	-6.2%	62.0%
Татнефть	3.02%	3.0%	3.0%	5.72	5.58	2.5%	74.9%
Сургутнефтегаз, прив.	4.15%	10.0%	10.0%	1.04	1.10	-5.7%	16.7%
НОВАТЭК	3.05%	5.0%	5.0%	48.00	50.25	-4.5%	119.2%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	0.00%	5.0%	5.0%	22.00	24.21	-9.1%	-8.7%
Вымпелком	0.00%	8.0%	8.0%	48.39	50.85	-4.8%	7.8%
Комстар-ОТС	0.00%	2.0%	2.0%	6.07	5.75	5.6%	-15.6%
Металлургия							
НЛМК	1.59%	2.0%	2.0%	2.14	2.16	-0.7%	49.7%
"Евраз-групп"	0.00%	3.0%	3.0%	22.00	22.45	-2.0%	21.5%
ГМК Норильский никель	7.37%	9.0%	9.0%	134.50	140.41	-4.2%	105.0%
Прочие							
РАО ЕЭС России	3.74%	4.0%	4.0%	0.73	0.76	-4.0%	72.7%
Сбербанк РФ	12.74%	11.0%	11.0%	2,035	2,000	1.8%	55.3%
Всего		100%				-4.6%	51.2%

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	10.30	5.7	4.0	3.9	13.6	8.9	8.4	22.6	12.4	11.8	25.7	12.0	10.9	IFRS
Газпром, ADS	41.20	5.7	4.0	3.9	13.6	8.9	8.4	22.7	12.4	11.9	25.9	12.0	10.9	IFRS
ЛУКОЙЛ	87.14	1.3	1.1	1.2	6.9	6.5	6.9	10.7	10.0	10.5	11.3	10.0	8.6	US GAAP
Сургутнефтегаз (без учета казн. акций)	1.50	1.5	1.1	1.2	4.0	3.6	3.8	9.2	8.2	8.6	8.2	7.1	6.5	RAS
Сургутнефтегаз	1.50	3.2	2.7	2.9	6.9	6.4	7.2	14.6	16.8	16.1	11.3	9.3	10.0	RAS
Газпромнефть (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	5.42	1.1	0.9	1.1	6.1	5.4	6.8	11.4	9.3	12.5	10.1	7.0	8.0	US GAAP
Транснефть	N.A.	2.0	1.8	1.7	3.9	3.5	3.3	7.1	6.2	6.1	5.7	4.6	4.5	IFRS
ТНК-ВР	2.80	1.5	1.2	1.3	5.7	5.9	6.3	9.4	9.8	10.8	9.9	9.1	8.3	US GAAP
НОВАТЭК	39.86	10.0	8.1	7.5	18.6	14.2	14.7	38.2	21.8	23.1	41.0	19.6	19.4	IFRS
Витпел Энерджи	14.65	5.7	5.2	5.7	7.0	6.0	6.8	10.7	8.6	10.2	8.5	7.4	7.0	UK GAAP
Dragon Oil	4.94	6.0	4.2	3.1	7.3	4.9	3.6	15.6	9.0	6.8	8.8	7.3	5.2	IFRS
Телекоммуникации														
МТС	40.58	3.4	3.2	3.0	6.8	6.2	5.9	12.7	12.4	10.7	8.0	5.6	5.8	US GAAP
АФК Система	27.00	2.6	2.3	2.1	6.6	5.0	4.6	19.9	10.8	9.3	6.0	3.8	3.4	US GAAP
Вымпелком	61.56	3.8	3.1	2.7	7.8	6.2	5.3	16.1	12.3	9.9	7.6	6.5	5.2	US GAAP
Ростелеком	N.A.	2.4	N.M.	N.M.	13.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	10.3	N.M.	N.M.	IFRS
МГТС	N.A.	3.0	2.5	2.2	7.0	5.9	5.0	13.8	11.1	9.1	8.0	7.1	6.1	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.6	1.3	1.1	5.3	4.1	3.5	14.5	9.6	10.2	6.3	5.2	4.3	US GAAP
РБК	N.A.	8.8	4.7	4.1	27.0	13.7	10.5	40.3	23.7	17.8	37.0	19.3	14.9	IFRS
ЮТК	0.15	2.0	2.1	1.9	7.6	7.5	6.3	N.M.	55.8	13.5	4.6	3.6	3.1	IFRS
Уралсвязьинформ	0.05	2.0	2.0	1.8	6.8	5.6	5.3	16.0	11.3	9.8	5.4	4.8	4.7	IFRS
ВолгаТелеком	4.95	1.8	1.7	1.6	5.4	4.6	4.2	12.3	10.2	8.3	4.5	4.6	4.2	IFRS
Сибирьтелеком	0.09	1.8	1.7	1.5	7.4	5.8	4.9	20.1	13.1	8.7	5.7	5.2	4.4	IFRS
С-З. Телеком	1.41	2.0	2.1	1.9	7.4	6.2	5.4	23.2	18.3	13.1	8.0	10.0	5.5	IFRS
Центртелеком	0.60	1.8	1.7	1.6	7.1	6.3	5.9	N.M.	N.M.	48.7	5.6	4.8	4.6	IFRS
Дальсвязь	4.17	1.5	1.5	1.3	6.7	5.2	4.4	53.0	12.4	9.2	4.8	7.7	6.2	IFRS
Башинформсвязь	0.21	2.3	2.1	2.0	6.6	5.9	5.5	12.2	11.7	10.7	7.8	6.8	6.3	RAS
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.5	1.3	N.M.	7.1	6.6	N.M.	25.6	22.7	N.M.	7.4	6.9	N.M.	IFRS
Мосэнерго	N.A.	2.4	2.2	N.M.	23.9	29.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	38.7	N.M.	IFRS
ОГК5	0.05	3.9	2.8	2.5	42.3	19.4	16.5	N.M.	45.7	44.3	44.4	23.4	22.8	IFRS
ОГК3	0.05	N.M.	3.0	2.6	N.M.	23.2	18.8	N.M.	50.3	36.0	N.M.	28.9	23.4	IFRS
Металлургия														
ГМК Норильский никель	N.A.	3.6	2.9	2.8	7.5	5.1	5.0	10.9	7.3	7.0	8.6	5.5	5.9	IFRS
Северсталь	11.93	1.5	1.6	1.6	5.9	5.9	5.5	9.5	10.1	9.3	7.5	7.9	7.2	IFRS
НЛМК	2.16	2.5	2.3	2.2	5.1	5.3	5.5	9.3	7.6	9.7	8.5	10.8	8.1	US GAAP
ММК	N.A.	1.3	N.M.	N.M.	4.7	N.M.	N.M.	7.9	N.M.	N.M.	6.0	N.M.	N.M.	IFRS
НТМК	1.62	1.1	1.3	N.M.	2.5	4.3	N.M.	4.2	7.7	N.M.	3.0	5.1	N.M.	IFRS
ЗСМК	151.14	0.5	0.6	N.M.	1.5	2.4	N.M.	3.0	5.0	N.M.	2.0	3.8	N.M.	IFRS
ВСМПО-Ависма	N.A.	3.5	2.9	2.5	10.6	6.8	5.7	15.4	9.4	7.6	24.9	10.8	8.5	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	25.1	N.M.	N.M.	5.0	N.M.	N.M.	IFRS
Пятерочка	20.80	1.9	1.4	1.0	18.9	17.4	10.7	31.0	40.4	22.4	18.5	19.7	11.5	IFRS
Седьмой континент	24.50	2.3	1.7	1.3	22.3	14.2	11.0	36.1	24.4	19.3	28.4	16.1	12.5	IFRS
Efes Breweries	32.17	2.0	1.6	1.4	10.3	8.2	7.2	29.1	20.4	16.7	14.8	11.7	9.7	IFRS
Балтика	41.50	5.0	3.4	2.6	16.4	11.6	9.0	25.9	18.4	13.5	30.4	8.0	9.5	IFRS
Лебедянский	75.20	2.7	2.1	1.8	12.1	10.7	9.0	18.2	15.9	13.5	20.7	16.9	13.4	IFRS
Вимм-Билль-Данн	24.20	1.6	1.4	1.3	22.0	17.5	15.2	N.M.	53.4	39.5	25.7	19.4	16.7	US GAAP
Северсталь-Авто	30.30	0.9	0.8	0.7	6.5	5.6	4.7	11.9	10.9	8.7	6.1	4.4	4.1	IFRS
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	5.5	5.5	4.7	21.1	18.9	12.9	5.9	5.4	4.7	IFRS
Opflame, €	24.73	2.1	1.9	1.8	13.3	12.0	10.9	17.9	16.8	15.4	24.5	14.6	13.4	IFRS
Калина	38.53	1.3	1.1	1.0	7.7	6.7	6.3	13.7	12.8	11.7	45.6	14.1	10.3	IFRS
НПК Иркут	N.A.	1.6	1.1	N.A.	6.7	5.1	N.A.	10.7	6.6	N.M.	9.3	18.9	N.M.	IFRS
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	21.5	22.4	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	24.3	14.6	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	N.A.	1.5	1.1	0.9	22.3	17.6	16.3	N.M.	N.M.	56.0	N.M.	48.0	37.3	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона", сумел удержаться от падения в условиях рыночной коррекции, увеличившись за неделю на 0.45% на фоне снижения индекса РТС на 3.74%. В роли абсолютных лидеров повышения выступили акции Kazkommertsbank, котировки которых выросли за неделю на 16.1%, а также бумаги концерна "Лебедянский", подорожавшие на 10.7%.

Кроме того, достаточно уверенно чувствовали себя акции "Северо-Западного Телекома", котировки которых повысились на 2.5%, и бумаги Arawak Energy, продемонстрировавшие рост на 6.2%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

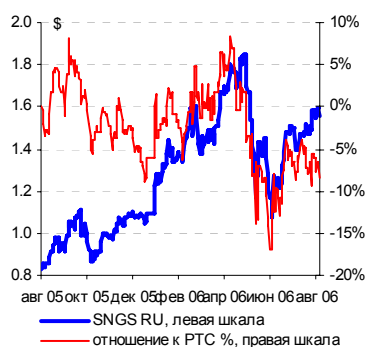
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 18/08, \$	Цена 11/08, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	10.0%	10.0%	8.13	8.65	-5.9%	29.1%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.41	2.27	6.2%	74.2%
Dragon Oil	5.0%	5.0%	3.40	3.50	-2.9%	-0.5%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	15.49	15.57	-0.5%	98.7%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	3.65	3.75	-2.9%	-6.8%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.48	0.49	-3.2%	-5.0%
С-З Телеком	4.0%	4.0%	1.09	1.07	2.5%	18.7%
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%	0.75	0.75	0.0%	15.4%
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%
Пятерочка	5.0%	5.0%	17.90	18.50	-3.2%	24.3%
Лебедянский	5.0%	5.0%	67.00	60.50	10.7%	6.3%
Северсталь-Авто	5.0%	5.0%	18.75	18.70	0.3%	8.1%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.40	2.40	-0.1%	28.7%
European Minerals	5.0%	5.0%	0.77	0.81	-5.5%	-9.2%
Celtic Resources	5.0%	5.0%	4.58	4.69	-2.4%	43.3%
Kazkommertsbank	5.0%	5.0%	222.73	191.82	16.1%	50.6%
Всего	100%				0.4%	185.0%

"СУРГУТНЕФТЕГАЗ"

**ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ВЫРУЧКИ НИВЕЛИРУЕТСЯ РОСТОМ
КАПВЛОЖЕНИЙ; МЫ ВОССТАНАВЛИВАЕМ РЕКОМЕНДАЦИЮ
"ДЕРЖАТЬ"**

Тикер	SNGS	SNGSP
Рекомендация	Держать	Держать
Цена, \$	1.53	1.05
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	1.50	1.13
Потенциал роста/снижения	-2%	7%

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	Обыкн.	Прив.
Рын. кап., \$ млн.	54,732	8,087
Чистый долг, \$ млн.	-10,582	
EV, \$ млн.	52,237	
Кол-во акций, млн.	35,726	7,702
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	20%	40%
Кол-во акций на ADR	50	50
Дивиденды 2005, \$	0.03	0.04
Дивидендная доходность	1.8%	3.3%

РСБУ, \$ млн.	2005	2006П	2007П
Выручка	15,15	17,93	16,63
	0	3	2
ЕБИТДА	7,027	7,538	6,736
Чистая прибыль (скорректированная)*	4,045	3,515	3,668
Операционный денежный поток	5,205	6,377	5,912
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	7.4	6.9	7.8
P/E	13.5	15.6	14.9
P/CF	10.5	8.6	9.3

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

"Сургутнефтегаз" на прошлой неделе опубликовал результаты первого полугодия 2006 года по РСБУ, продемонстрировав значительное улучшение основных статей отчетности, несмотря на отрицательный эффект, вызванный повышением курса рубля. Кроме того, в обнародованных результатах нашли отражение новые тенденции динамики финансовых показателей, поэтому мы внесли изменения в нашу модель, составленную на основе данных по РСБУ. Повысив прогнозируемые цены обыкновенных акций с \$1.43 до \$1.50 и привилегированных акций с \$1.08 до \$1.13, мы восстанавливаем рекомендацию "Держать" акции компании.

Динамика выручки стала позитивным сюрпризом. Выручка "Сургутнефтегаза" выросла во II квартале 2006 года на 35% по сравнению с предыдущим кварталом до \$5.55 млрд., а в первом полугодии 2006 года – на 44% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$9.64 млрд.

Выручка от реализации сырой нефти увеличивалась в соответствии с ростом цен и объемов добычи, однако выручка от реализации нефтепродуктов росла опережающими темпами по сравнению со средними ценами на продукцию компании. Превышение запланированного объема продаж нефтепродуктов отчасти обусловлено более широким использованием процессинговых схем и сокращением прямых поставок сырой нефти Киришскому НПЗ.

Самой большой неожиданностью стала статья "Прочая выручка", в которой учитываются поступления от продаж природного газа и активов, строительства и другой непрофильной деятельности. Выручка, полученная за счет этих источников, составляла в 2001-2004 годах \$300-600 млн., однако в прошлом году она подскочила до \$1.4 млрд. и осталась на том же уровне в первом полугодии 2006 года. Мы внесли изменения в прогноз выручки по итогам 2006 года с учетом прочих доходов, но не стали экстраполировать эти данные на будущие периоды, поскольку компания не представила ни объяснений, ни собственных оценок, касающихся данной статьи.

Выручка от реализации сырой нефти следует за динамикой цен, прочие доходы резко выросли

	I кв. 06	II кв. 06	В кварт. сопост.	1 пг. 05	1 пг. 06	В год. сопост.
Средневзвешенная цена						
Сырая нефть, \$/бпр.	32	37	16%	26	34	31%
Нефтепродукты, \$/т	298	334	12%	238	316	33%
Выручка (без учета акцизов и таможенных пошлин), \$ млн.						
Сырая нефть	2,711	3,215	19%	4,301	5,917	38%
Нефтепродукты	1,079	1,208	12%	1,607	2,285	42%
Прочее	327	1,126	245%	796	1,438	81%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Себестоимость реализации во II квартале 2006 года выросла на 42% по сравнению с предыдущим кварталом до \$2.79 млрд., а по итогам первого полугодия – на 49% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$4.74 млрд., опередив выручку по темпам роста. Сумма налоговых выплат (кроме налога на прибыль) подскочила на 52% в квартальном и на 53% в годовом сопоставлении, что соответствует общей для отрасли тенденции. Затраты на оплату труда увеличились на 60% в годовом сопоставлении, но сохраняли стабильность по сравнению с предыдущим кварталом. Однако в будущем такое положение может измениться, т.к. глава "Сургутнефтегаза" Владимир Богданов пообещал повысить заработную плату после недавних массовых демонстраций рабочих в Сургуте.

Темпы роста затрат на сырье, топливо и электроэнергию соответствуют росту инфляции в отрасли. Затраты на оплату услуг третьих сторон незначительно выросли, но мы считаем такой рост обоснованным, т.к. по данной статье проходят затраты на частичное финансирование капвложений, направляемых на модернизацию Киришского НПЗ.

Коммерческие, общие и административные затраты увеличились на 15% в квартальном и на 28% в годовом сопоставлении, что приблизительно соответствует нашим ожиданиям. Показатель ЕБИТДА вырос во II квартале 2006 года на 30% по сравнению с предыдущим кварталом до \$2.5 млрд., а за первое полугодие – на 40% до \$4.4 млрд., что является весьма впечатляющим результатом. После внесения поправок с учетом прочих доходов показатель ЕБИТДА в целом совпал с нашими оценками.

Структура затрат "Сургутнефтегаза": основную роль играют налоговые выплаты (кроме налога на прибыль)

\$ млн., РСБУ	I кв. 06	II кв. 06	В кварт. сопост.	1 пг. 05	1 пг. 06	В год. сопост.
Сырье и материалы	61	67	11%	110	128	17%
Полуфабрикаты	41	54	30%	75	95	26%
Платежи третьим сторонам (включая плату за процессинг Киришскому НПЗ)	402	551	37%	699	954	36%
Топливо	13	14	10%	25	27	8%
Электроэнергия	66	83	26%	114	149	30%
ФОТ	287	277	-3%	353	565	60%
Лизинговые платежи	1	0	N.M.	1	1	-40%
Социальные расходы	43	26	-39%	81	70	-14%
Износ и амортизация	549	784	43%	989	1333	35%
Налоги, кроме налога на прибыль	1,237	1,877	52%	2,034	3,114	53%
Прочее	42	97	131%	60	139	130%

Источник: данные компании

В первом полугодии 2006 года чистая прибыль уменьшилась на 4% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года в результате того, что неоперационная прибыль, составлявшая в первом полугодии \$220 млн., сменилась убытком в размере \$730 млн., несмотря на рост на 34% в квартальном сопоставлении. Компания объясняет отрицательный результат повышением курса рубля.

Поскольку с начала года курс рубля вырос на 6.6%, а оценочные убытки от курсовой разницы составили \$850-900 млн., можно предположить, что "Сургутнефтегаз" в отчетный период имел чистую денежную позицию в долларах США в размере свыше \$10 млрд.

Это вполне вероятно, учитывая, что сумма денежных средств и их эквивалентов на балансе компании составляет \$11.5 млрд. (в основном – в долларах США), а сумма дебиторской задолженности – \$2.5 млрд. (большая часть этой суммы, также, вероятно, представлена долларами США, учитывая высокую долю экспорта в структуре объема реализации).

Мы принимаем предоставленное компанией объяснение снижения чистой прибыли убытками в связи с изменением валютного курса и полагаем, что они носят одноразовый характер. Мы применяем аналогичный подход к прибыли/убыткам от курсовой разницы и в отношении других крупнейших нефтегазовых компаний. Скорректированная чистая прибыль в первом полугодии выросла на 67% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до \$2.53 млрд., а во II квартале – на 15% по сравнению с предыдущим кварталом до \$1.36 млрд., что соответствует нашим ожиданиям.

Высокие результаты, несмотря на убытки от курсовой разницы

\$ млрд.	I кв. 06	II кв. 06	В кварт. сопост.	1 пг. 05	1 пг. 06	В год. сопост.
Цена Brent, \$/бпр.	61.96	69.8	13%	49.77	65.85	32%
Добыча, млн. т	15.99	16.33	2%	31.22	32.32	4%
Выручка	4.12	5.55	35%	6.70	9.64	44%
Операционные затраты	-1.97	-2.79	42%	-3.18	-4.74	49%
Коммерческие и административные затраты	-0.23	-0.26	15%	-0.38	-0.49	28%
EBITDA	1.92	2.50	30%	3.15	4.42	40%
Износ и амортизация	-0.55	-0.78	43%	-0.99	-1.33	35%
Операционная прибыль	1.37	1.72	25%	2.16	3.09	43%
Неоперационные статьи	-0.37	-0.36	-3%	0.22	-0.73	N.M.
Балансовая прибыль	1.00	1.36	35%	2.38	2.35	-1%
Чистая прибыль	0.74	1.00	34%	1.81	1.73	-4%
Скорректированная чистая прибыль	1.18	1.36	15%	1.52	2.53	67%
Рентабельность EBITDA	47%	45%	-2pp	47%	46%	-1pp
Чистая рентабельность (скорректированная)	29%	25%	-4pp	23%	26%	3pp

Источник: данные компании

Хотя последние показатели по РСБУ отражают финансовое состояние компании не столь точно, как данные по US GAAP, они отрицательно скажутся на дивидендных выплатах, рассчитываемых на основе отчетности по РСБУ.

Наиболее тревожным фактом, на наш взгляд, является ускорение темпов роста капвложений. Компания не предоставляет подробных данных о капзатратах, однако изменения оценок основных средств, а также статьи "Износ и амортизация", могут служить ориентиром, позволяющим предположить, что объем капвложений вырос в первом полугодии на 49% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года до \$1.1 млрд., а во II квартале – на 68% по сравнению с предыдущим кварталом до \$695 млн. Такой рост вполне предсказуем и соответствует отраслевому тренду, одна-

ко он превышает наши ожидания. Кроме того, в этих данных не учитываются значительные расходы на модернизацию Киришского НПЗ.

Капвложения растут все быстрее

\$ млн.	I кв. 06	II кв. 06	В кварт. сопост.	1 пг. 05	1 пг. 06	В год. сопост.
Изменение основных средств	-134	-89	-34%	-243	-223	-8%
Износ и амортизация	-549	-784	43%	-989	-1,333	35%
Капвложения	415	695	68%	746	1,110	49%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы внесли изменения в модель "Сургутнефтегаза", составленную на основе данных по РСБУ, с учетом итогов первого полугодия 2006 года. В результате прогнозируемые обыкновенных и привилегированных акций компании выросли с \$1.43 до \$1.50 и с \$1.08 до \$1.13 соответственно. Мы восстанавливаем рекомендацию **"Держать"** акции "Сургутнефтегаза".

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru

Артем Кончин
konchin@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Абсолют Банк 09	\$200	н.г./B1/B	7/4/2009	8.75	99.16	99.41	9.05	8.81	452	363	2.21	2.19
Алроса 08	\$500	BB-/Ba3	6/5/2008	8.125	103.38	103.38	6.01	7.86	130	40	1.54	1.59
Алроса 14	\$300	BB-/Ba3	17/11/2014	8.875	112.00	112.00	6.94	7.92	228	119	5.76	6.45
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.37	100.37	6.94	7.72	167	124	0.45	0.45
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.37	101.00	7.34	7.70	270	180	1.68	1.69
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	100.35	100.35	8.52	8.59	416	307	3.44	3.45
Банк Москвы 09	\$250	н.г./A3/BBB	28/9/2009	8.000	103.87	103.87	6.60	7.70	197	107	2.62	2.72
Банк Москвы 10	\$300	н.г./A3/BBB	26/11/2010	7.375	102.00	102.00	6.82	7.23	232	128	3.52	3.59
Банк Москвы 13	\$500	н.г./A3/BBB	13/5/2013	7.335	101.25	101.25	7.09	7.34	642	143	5.09	5.15
Банк Москвы 15/10	\$300	н.г./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.500	100.85	100.85	7.26	7.44	283	174	3.50	3.53
БинБанк 09	\$200	B-/н.г./B-	18/5/2009	9.500	100.26	100.50	9.31	9.50	481	392	2.29	2.30
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	102.09	102.34	7.13	8.32	247	157	1.56	1.60
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.75	101.75	6.05	6.76	136	46	2.06	2.10
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB+	12/10/2011	7.500	105.13	105.63	6.26	7.12	176	64	4.10	4.32
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB	4/2/2010	6.315	101.13	101.13	5.95	6.24	136	40	3.02	3.06
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB+	2/7/2035	6.250	98.75	101.38	6.24	6.25	153	41	6.59	6.59
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	107.00	108.00	7.02	9.30	240	150	2.39	2.57
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	102.00	102.00	7.34	7.84	277	185	2.96	3.01
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	103.50	103.50	7.54	8.09	310	199	4.01	4.15
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	100.79	101.04	8.11	8.18	347	234	6.42	6.48
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.125	102.00	102.00	6.08	8.95	116	40	0.64	0.65
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.50	112.88	112.88	5.98	9.30	132	42	2.61	2.95
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.625	118.00	118.62	6.18	8.14	156	48	4.74	5.61
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	98.88	99.00	4.02	5.69	-133	-167	2.67	2.64
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	104.25	105.25	6.09	6.87	141	33	4.16	4.36
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	122.37	122.37	6.82	7.05	199	61	11.48	14.05
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	102.00	103.00	6.01	7.07	132	42	1.95	2.00
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	97.63	98.00	6.83	6.65	214	101	6.49	6.34
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.22	100.24	6.13	8.85	90	29	0.09	0.09
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	110.00	110.00	7.07	9.89	245	155	2.49	2.74
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	101.13	102.00	8.00	8.12	338	226	6.18	6.28
МБРР 08	\$150	н.г./B1/B	3/3/2008	8.625	100.50	100.50	8.27	8.58	365	277	1.35	1.35
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.40	100.42	5.01	9.34	-26	-87	0.09	0.09
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.60	99.87	7.70	7.52	781	216	1.19	1.18
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.66	99.73	7.45	6.82	223	179	0.47	0.47
МДМ Банк 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.750	101.96	102.33	9.20	9.75	486	375	3.78	3.86
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	101.75	101.75	7.39	7.86	281	190	2.79	2.84
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	102.25	102.25	6.86	7.82	220	131	1.90	1.94
Моснарбанк 08	\$150	н.г./Baa3	30/6/2008	4.375	96.75	97.25	6.10	4.51	140	50	1.72	1.67
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	104.25	104.75	6.44	9.33	172	84	1.32	1.38
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.50	104.50	7.24	8.05	273	172	3.34	3.48
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	101.75	102.12	7.56	7.85	310	199	4.29	4.37
Никоил 07	\$150	н.г./B1	19/3/2007	9.000	100.69	100.78	7.67	8.93	263	204	0.54	0.54
Нижнекамскнефть 15	\$200	н.г./B1/B+	22/12/2015	8.500	100.88	101.50	7.33	8.40	279	167	4.98	5.03
НОМОС 07	\$125	н.г./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.37	100.87	7.80	9.07	258	215	0.46	0.46
НОМОС 09	\$150	н.г./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	99.60	100.10	8.30	8.26	376	286	2.32	2.32
Норникель 09	\$500	BBB-/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.50	102.50	6.40	6.99	177	86	2.66	2.71
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	101.01	101.13	6.66	8.90	138	95	0.45	0.46
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	99.30	99.76	8.20	8.04	362	273	2.20	2.19
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	99.65	99.90	8.56	8.52	412	312	3.27	3.26
ПСБ 08	\$300	н.г./A2/BBB	29/7/2008	6.875	100.38	100.88	6.33	6.83	164	74	1.77	1.78
ПСБ 15/10	\$400	н.г./Baa1/BBB-	29/9/2010	6.200	97.50	98.50	6.76	6.33	230	123	3.44	3.37
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	99.50	100.50	6.50	6.50	182	92	1.80	1.80
Росбанк 09	\$225	н.г./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.25	103.25	3.59	9.44	-121	-209	1.52	1.57
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	101.75	101.75	5.67	12.53	41	-14	0.25	0.25
РСХБ 10	\$350	н.г./A3/BBB+	27/11/2010	6.875	101.25	101.25	6.53	6.79	201	98	3.56	3.61
РСХБ 13	\$700	н.г./A3/BBB+	16/5/2013	7.175	102.35	100.60	6.89	7.18	229	122	5.13	5.20
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	100.75	101.25	7.14	8.66	221	149	0.60	0.61
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.50	101.00	7.08	7.74	235	149	1.01	1.01
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	100.38	101.38	7.54	8.05	290	201	1.48	1.50
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	96.43	96.68	8.50	7.77	406	306	3.33	3.22
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	98.65	98.90	8.94	8.73	461	349	3.66	3.61
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	98.36	98.61	9.30	9.01	498	390	3.42	3.37
Сбербанк 13	\$500	н.г./A2e/BBB+	15/5/2013	6.480	100.65	100.65	6.36	6.44	172	65	5.24	5.28
Сбербанк 15/10	\$1000	н.г./A3	11/2/2010	6.230	100.25	100.25	6.15	6.21	157	61	3.04	3.05
Северсталь 09	\$325	BB-/B2/BB-	24/2/2009	8.625	103.00	103.00	7.30	8.37	267	178	2.12	2.18
Северсталь 14	\$375	BB-/B2/BB-	19/4/2014	9.250	107.50	108.00	7.88	8.58	328	221	5.30	5.71
СибАкадем 09	\$351	н.г./B1/B	12/5/2009	9.000	100.47	100.72	8.74	8.95	421	331	2.30	2.31

Рынок внутреннего долга

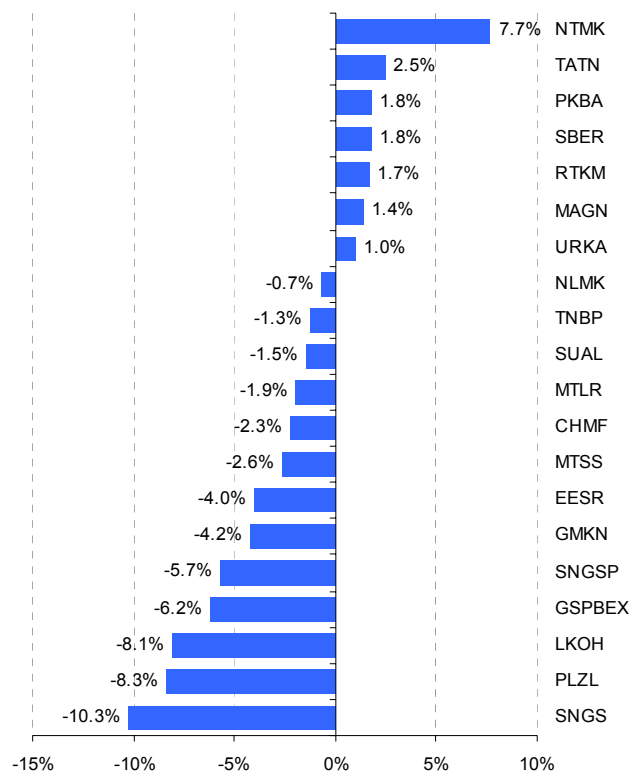
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка кулона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	100.11	100.40	100.35	660,219.80	7.49	(24)	201	0.81	0.81
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.50	-	5.67	(1)	69	0.56	0.57
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	100.30	20.06	5.88	15	69	0.66	0.66
ВТБ-6*	15,000	6/7/2016	18/7/2007	6.50	-	-	100.00	-	6.66	0	115	0.86	0.86
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	-	-	101.10	101,100.00	5.48	(16)	85	0.41	0.41
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.51	104.65	104.70	166,018.83	6.80	(7)	56	3.01	3.15
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.00	-	101.95	1,019.50	5.87	(24)	26	1.06	1.08
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.64	100.79	100.79	130,149.53	6.76	(7)	56	2.64	2.66
ГазпромБ 1	5,000	27/1/2011		7.10	98.01	98.75	98.20	708,022.00	7.73	(9)	134	3.73	3.66
ГидроОГК-1	5,000	29/6/2011		8.10	-	-	100.00	-	8.26	0	185	3.92	3.92
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.90	101.70	101.20	6,073.50	8.56	(0)	245	3.27	3.31
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.45	101.54	101.54	20,305.40	6.04	(4)	38	1.17	1.19
Мосэнерго2	5,000	23/2/2012		7.65	99.65	100.00	99.70	274,471.75	7.87	(8)	139	4.28	4.26
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.65	-	102.00	-	8.14	(1)	239	1.62	1.66
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.90	-	102.00	120,396.65	6.21	(42)	52	1.21	1.23
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.50	105.00	104.50	151,957.03	6.89	(7)	67	2.82	2.94
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.40	100.60	100.50	586,814.50	6.03	(33)	57	0.78	0.79
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	99.75	100.00	99.90	1,570,014.33	6.83	(5)	66	2.20	2.20
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.40	101.90	101.65	1,679,168.20	7.01	(7)	69	3.53	3.59
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.55	103.00	102.55	360,842.23	7.16	1	63	4.83	4.96
РосселхБ 2	7,000	16/2/2011		7.85	-	-	100.50	-	7.94	0	156	3.62	3.64
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.30	100.70	100.67	50,320.00	7.17	(4)	185	0.71	0.71
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	-	99.55	99.90	19,910.00	7.38	0	132	1.86	1.86
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.80	101.00	100.90	67,804.25	9.00	(15)	286	2.02	2.04
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.40	105.90	105.80	57,981.50	8.08	(18)	187	2.68	2.84
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	104.05	104.30	104.20	12,202.86	7.59	23	228	0.82	0.85
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.10	102.30	102.10	2,502.68	7.99	21	217	1.50	1.53
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	103.75	104.00	103.75	-	8.42	1	208	3.48	3.61
ТМК-03 обл*	5,000	15/2/2011	19/2/2008	7.95	-	-	100.00	-	8.11	0	267	1.34	1.34
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	-	102.50	-	5.84	(17)	151	0.27	0.28
УралСвзИн4	3,000	11/1/2007		9.99	103.20	103.30	103.30	31,469.82	7.19	(4)	156	1.10	1.13
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	102.10	103.20	102.25	1.02	7.86	(10)	202	1.48	1.52
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.70	103.20	102.75	-	6.71	(1)	101	1.23	1.27
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	103.60	103.90	103.85	235,653.85	7.21	(9)	100	3.23	3.36
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	99.98	100.55	100.55	1,242,988.26	6.95	(22)	81	2.08	2.10
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	-	-	113.86	-	8.67	(1)	248	2.35	2.67
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.50	102.65	102.65	73,839.07	8.07	(23)	212	1.64	1.68
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	101.88	102.25	101.99	95,613.86	9.21	(9)	0	1.02	1.04
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10.50	101.85	102.05	101.95	162,973.85	9.33	(2)	329	1.76	1.79
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	100.01	-	100.66	-	3.29	(36)	118	0.10	0.10
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	103.11	-	102.80	-	6.74	219	231	0.33	0.33
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	-	-	103.15	-	5.82	(3)	50	0.71	0.73
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	101.51	107.65	104.30	-	5.54	(3)	0	0.94	0.98
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	104.90	105.05	105.20	-	5.56	(46)	-6	1.12	1.17
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	103.45	108.45	107.10	7,711.31	5.86	(22)	-6	1.62	1.73
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	108.50	108.90	108.50	217,393.26	6.12	17	-1	2.05	2.23
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	105.51	109.75	108.60	-	6.65	(0)	43	3.28	3.56
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.70	113.45	112.70	11,277.24	6.70	2	36	3.52	3.97
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	109.81	109.95	109.81	48,547.29	6.88	(3)	28	5.69	6.25
МГор 44	10,000	24/6/2015		10.00	109.70	109.83	109.75	196,121.54	6.88	(4)	25	6.13	6.73
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	-	-	104.51	-	6.39	(2)	85	0.90	0.94
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	110.35	110.65	110.65	43,925.90	6.79	7	63	2.32	2.57
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.75	107.87	107.75	16,563.62	6.96	(7)	83	2.33	2.51
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	107.76	108.00	107.87	796,644.49	7.11	(6)	72	3.72	4.01

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

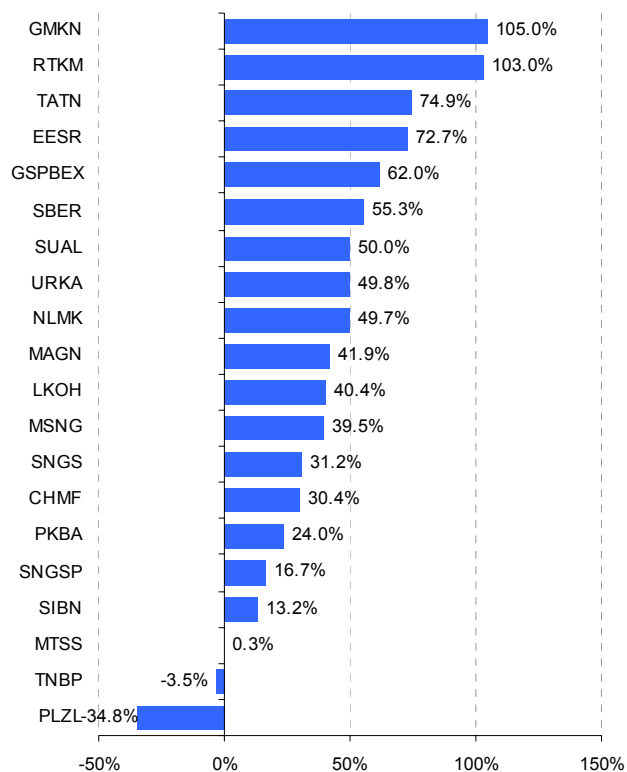
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

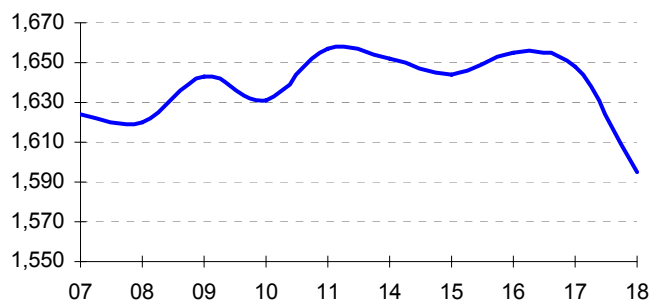
20 лидеров рынка – динамика за неделю



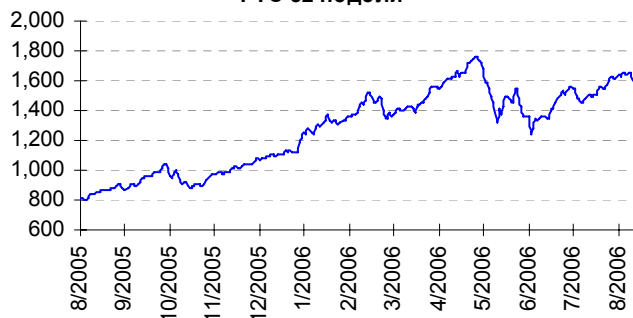
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



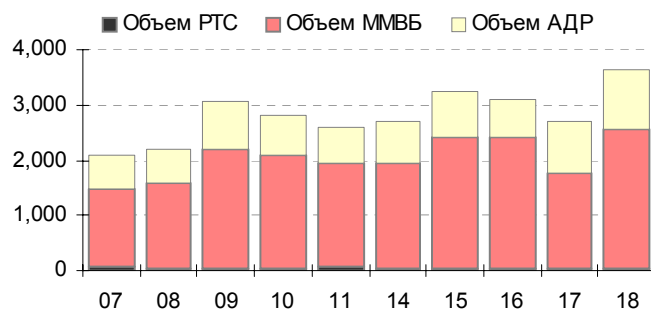
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

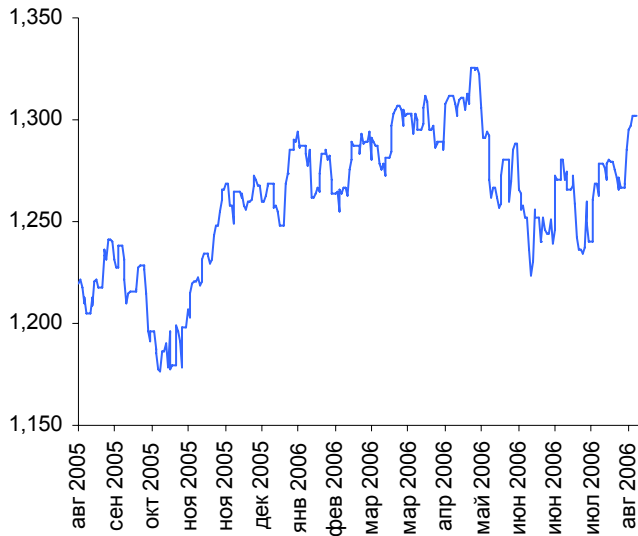


10 наиболее ликвидных акций РТС

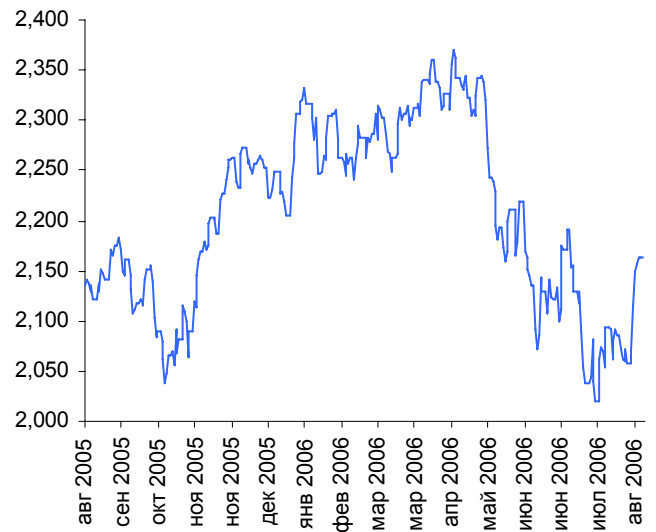
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-6.2	234.4
ЛУКОЙЛ	-8.1	53.0
РАО ЕЭС России	-4.0	31.5
ГМК Норильский никель	-4.2	21.9
Сбербанк РФ	1.8	13.6
Сургутнефтегаз	-10.3	7.9
Сбербанк РФ, прив.	0.7	1.8
МТС	-2.6	1.6
Уралкалий	1.0	1.3
Северсталь	-2.3	1.2

МИРОВЫЕ РЫНКИ

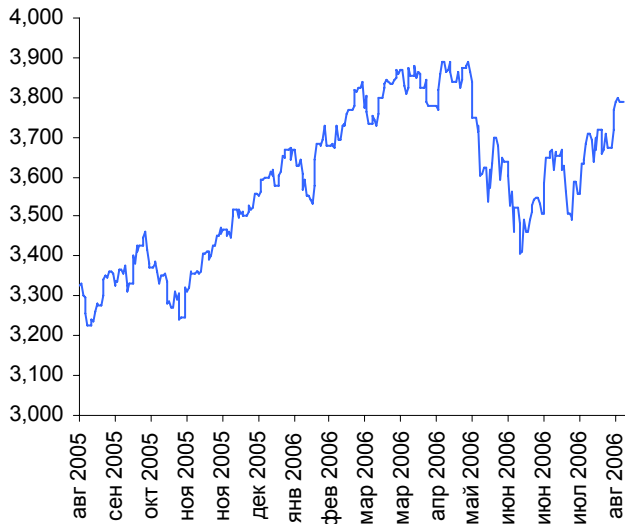
S&P 500



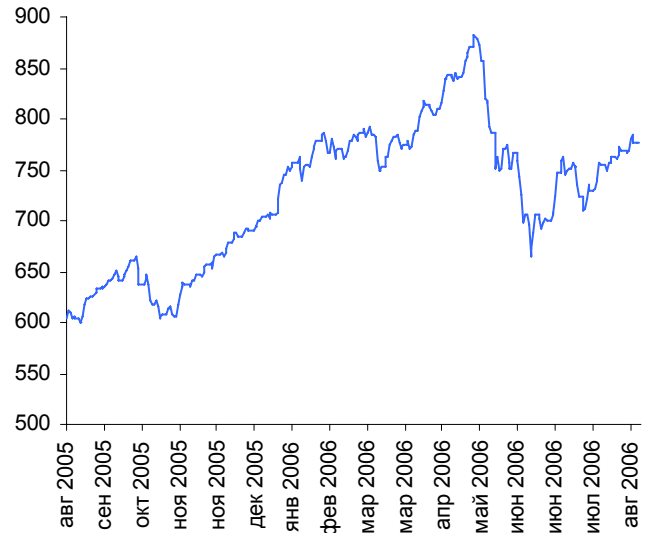
Nasdaq



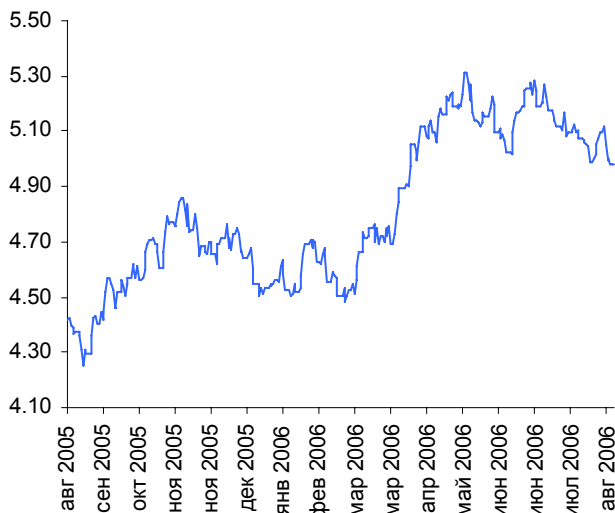
DJ Euro STOXX 50



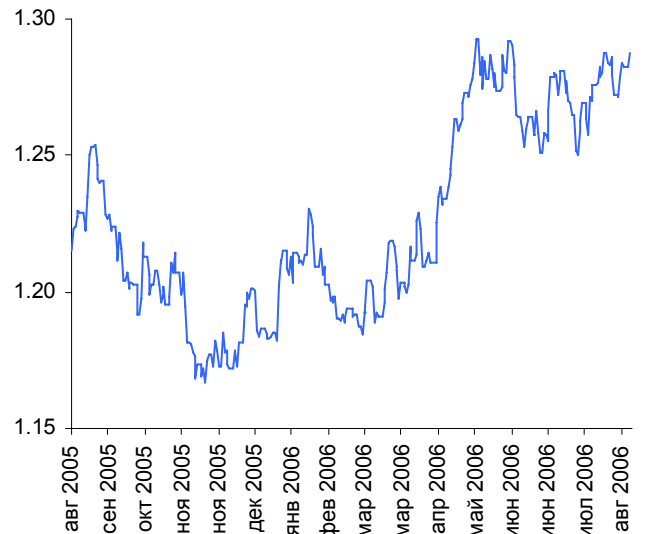
MSCI Emerging markets



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

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

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор +7 (495) 777-8832
Бен Кэри, заместитель Директора
департамента +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

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

Металлургия
Крис Пирсон
pearson@atonint.com
+44 20 7464 8848

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

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

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

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

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

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

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

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

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