

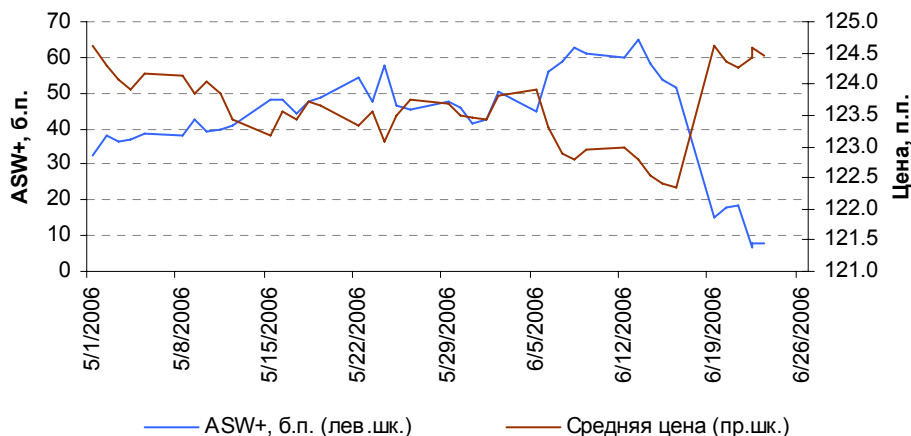
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Седьмой Континент". Повышение рекомендации до "Покупать"	
Долговой рынок	10
Рынок акций	12
Мировые рынки	13

КОММЕНТАРИЙ

Да здравствует ARIES!

Aries-14 может стать чисто немецким суверенным долговым инструментом



Источник: Bloomberg

На прошлой неделе правительство России одобрило условия досрочной выплаты долга кредиторам Парижского клуба. В соглашении предусматривается полное погашение долговых обязательств в размере \$21.3 млрд. до очередной выплаты в августе, включая часть нот Aries, плюс дополнительный \$1 млрд. за досрочное погашение. В конце мая золотовалютные резервы России составили \$246 млрд., включая \$71 млрд. средств, находящихся в стабилизационном фонде.

Тем не менее, пока не ясно, что будет с нотами Aries. Их структура не подразумевает коррекции графика выплаты их держателям в случае ускоренного погашения Россией её обязательств перед Германией, но не совсем понятно, заинтересовано ли немецкое правительство в сохранении этих обязательств в рыночном обороте. В настоящее время можно выделить два возможных сценария развития событий:

- **Ноты сохраняются в прежнем виде**, и будут обслуживаться правительством Германии. В этом случае Aries станет де-факто суверенным кредитным инструментом Германии, т. к. вероятность появления кредитного катализатора (невыполнение Россией обязательств по долгам Парижскому клубу) будет равна нулю.
- **Германия объявляет о досрочном погашении** нот на уровне, привязанному какому-то рыночному показателю.

Оба варианта существенно уменьшают объем российского суверенного кредитного риска по инструментам, обращающимся на рынке, и позитивно повлияют на технический фон в российском сегменте еврообондов.

Тем не менее, как видно из представленного графика, последние рыночные котировки учитывают оба варианта развития событий – Aries-14 уже сейчас котируется немного выше среднерыночных ставок по процентным свопам (уровня, который, скорее всего, и будут служить отправной точкой для определения цен в случае выкупа нот), при этом спред в 5-6 б.п. приближается к рыночной стоимости защиты суверенных кредитных инструментов в Германии, что исключает вероятность арбитражных сделок. Но, каким бы ни был конечный итог, держатели Aries все равно будут довольны.

На прошлой неделе правительство России одобрило условия досрочной выплаты долга кредиторам Парижского клуба. В соглашении предусматривается полное погашение долговых обязательств в размере \$21.3 млрд. до очередной выплаты в августе, включая часть нот Aries, плюс дополнительный \$1 млрд. за досрочное погашение. В конце мая золотовалютные резервы России составили \$246 млрд., включая \$71 млрд. средств, находящихся в стабилизационном фонде.

Тем не менее, пока не ясно, что будет с нотами Aries. Их структура не подразумевает коррекции графика выплаты их держателям в случае ускоренного погашения Россией её обязательств перед Германией, но не совсем понятно, заинтересовано ли

немецкое правительство в сохранении этих обязательств в рыночном обороте. В настоящее время можно выделить два возможных сценария развития событий:

- **Ноты сохраняются в прежнем виде**, и будут обслуживаться правительством Германии. В этом случае Agies станет де-факто суверенным кредитным инструментом Германии, т. к. вероятность появления кредитного катализатора (невыполнение Россией обязательств по долгам Парижскому клубу) будет равна нулю.
- **Германия объявляет о досрочном погашении** нот на уровне, привязанному какому-то рыночному показателю.

Оба варианта существенно уменьшают объем российского суверенного кредитного риска по инструментам, обращающимся на рынке, и позитивно повлияют на технический фон в российском сегменте евробондов.

Тем не менее, как видно из представленного графика, **последние рыночные котировки учитывают оба варианта** развития событий – Agies-14 уже сейчас котируется немного выше среднерыночных ставок по процентным свопам (уровня, который, скорее всего, и будут служить отправной точкой для определения цен в случае выкупа нот), при этом спрэд в 5-6 б.п. приближается к рыночной стоимости защиты суверенных кредитных инструментов в Германии, что исключает вероятность арбитражных сделок. Но, каким бы ни был конечный итог, держатели Agies все равно будут довольны.

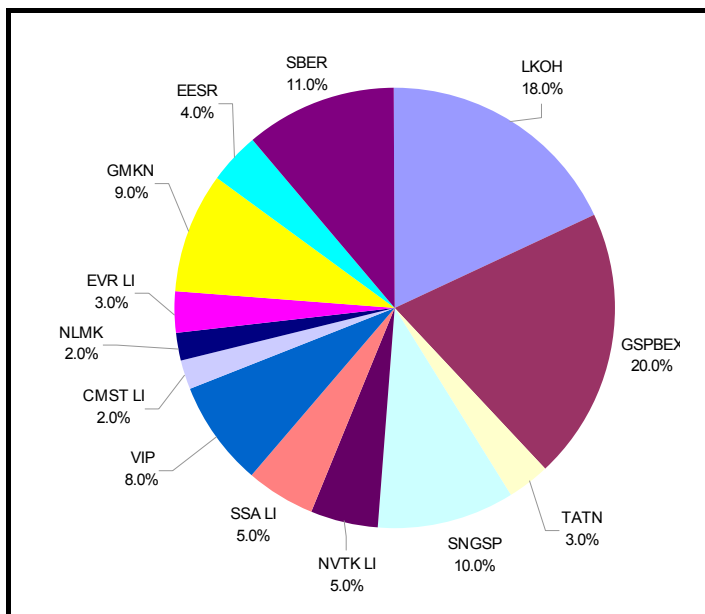
Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru

Алексей Ю
yu@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
27.06	Годовое собрание акционеров Южной телекоммуникационной компании	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 6.6 млн. (предыдущее значение: 6.76 млн.)	
	Годовое собрание акционеров "Седьмого Континента"		
	МТС планирует запустить свой бренд в Белоруссии	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей, рассчитываемого Conference Board, за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 103.8 пункта (предыдущее значение: 103.2 пункта)	
	Откроется III Международная конференция "Шельф России: Бизнес-аспекты освоения нефтегазовых месторождений"		
28.06	Годовое собрание акционеров ЛУКОЙЛа		
	Годовое собрание акционеров "ТНК-ВР Холдинг"		
	Годовое собрание акционеров ПАО "ЕЭС России"		
	Годовое собрание акционеров "ЦентрТелекома"		
	Годовое собрание акционеров Восточно-Сибирской газовой компании		
29.06	В Москве пройдет встреча министров иностранных дел G8	Будут опубликованы предварительные данные о динамике ВВП за I квартал 2006 года (в годовом выражении). Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.6% (предыдущее значение: 5.3%)	
	Годовое собрание акционеров ГМК "Норильский никель"		
	Годовое собрание акционеров "РТК-Лизинг"	Будут опубликованы предварительные данные о динамике личного потребления за I квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.2% (предыдущее значение: 5.2%)	
	Годовое собрание акционеров "Мегафона"	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 25 июня 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 310 тыс. (предыдущее значение: 308 тыс.)	
	Годовое собрание акционеров НТМК	Комитет ФРС по открытому рынку примет решение о процентной ставке. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.25% (предыдущее значение: 5.00%)	
30.06	Годовое собрание акционеров "Газпрома"	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за май 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% и 0.4% соответственно (предыдущее значение: 0.5% и 0.6%)	Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.00 пункта (предыдущее значение: 1.06 пункта)
	Годовое собрание акционеров "Комстар-ОТС"		
	Годовое собрание акционеров АФК "Система"	Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 85.2 пункта (предыдущее значение: 82.4 пункта)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за июнь 2006 года (в годовом сопоставлении). Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.4% (предыдущее значение: 2.5%)
	Годовое собрание акционеров "Северо-Западного Телекома"		
	Годовое собрание акционеров "Татнефти"	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за июнь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 59.0 пункта (предыдущее значение: 61.5 пункта)	
	Годовое собрание акционеров "Вимм-Билль-Данна"		

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель практически повторил динамику рынка, повысившись на 1.15% на фоне роста индекса РТС на 1.13%. Среди бумаг нефтегазового сектора наилучшие результаты продемонстрировали привилегированные акции "Сургутнефтегаза" и бумаги НОВАТЭКа, котировки которых повысились на 3.8% и 3.1% соответственно.

Среди акций других секторов наиболее уверенно чувствовали себя акции Сбербанка, подорожавшие за неделю на 5.2%, а также бумаги "Комстар-Объединенные Телесистемы", продемонстрировавшие рост котировок на 4.1%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля

Обзор сравнительной доходности портфеля

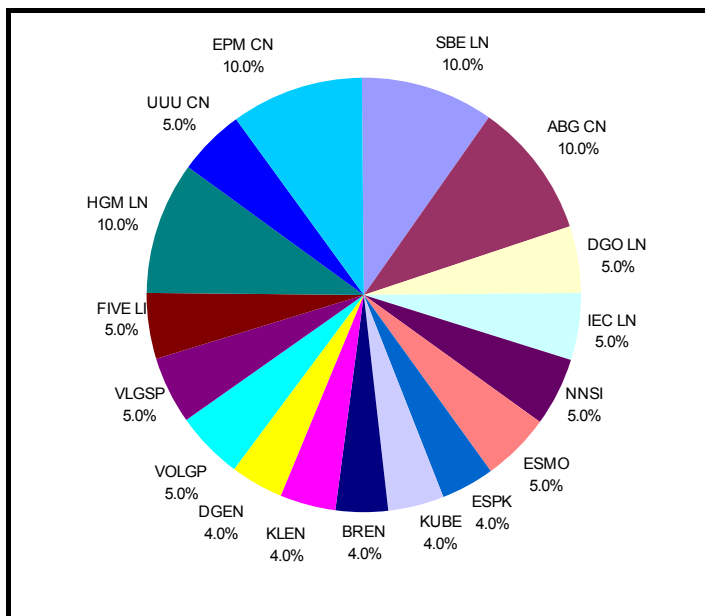
Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	1.15%	1.13%	0.02%	-9.52%	-10.05%	0.52%	27.01%	19.48%	7.53%

Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 23/06, \$	Цена 16/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙЛ	LKOH	14.77%	18.0%	69.83	68.64	1.7%	17.4%
Газпром	GSPBEX	15.19%	20.0%	9.57	9.62	-0.5%	41.6%
Татнефть	TATN	2.24%	3.0%	3.51	3.70	-5.1%	7.3%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.52%	10.0%	0.95	0.91	3.8%	6.3%
НОВАТЭК	NVTCLI	2.95%	5.0%	40.20	39.00	3.1%	83.6%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	5.0%	18.50	19.00	-2.6%	-23.2%
Вымпелком	VIP	0.00%	8.0%	42.10	42.29	-0.4%	-6.2%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	5.83	5.60	4.1%	-18.9%
Металлургия							
НЛМК	NLMK	1.64%	2.0%	1.87	2.00	-6.5%	30.8%
"Евраз-групп"	EVR LI	0.00%	3.0%	21.80	21.50	1.4%	20.4%
ГМК Норильский никель	GMKN	6.78%	9.0%	103.17	102.50	0.7%	57.3%
Прочие							
РАО ЕЭС России	EESR	4.06%	4.0%	0.67	0.65	2.4%	57.5%
Сбербанк РФ	SBER	11.96%	11.0%	1,610	1,530	5.2%	22.9%
Всего			100%			1.1%	27.0%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	10.77	5.7	3.5	3.4	13.2	7.5	7.0	20.0	10.4	9.7	18.0	9.1	8.4	МСФО
Газпром, ADS	43.10	5.7	3.5	3.4	13.3	7.6	7.1	20.0	10.5	9.8	18.1	9.1	8.5	МСФО
ЛУКОЙЛ	87.14	1.1	0.9	1.0	5.8	5.5	5.8	9.0	8.3	8.8	9.5	8.4	7.2	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	1.4	1.1	1.2	3.8	3.5	3.7	6.3	5.6	5.9	5.6	4.9	4.4	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.43	2.6	1.9	2.2	7.0	6.3	6.6	11.7	10.5	11.0	10.4	9.1	8.3	РСБУ
Сибнефть	3.81	1.5	1.3	1.5	4.7	4.9	5.9	5.2	5.3	6.6	6.7	5.3	5.4	US GAAP
Татнефть	4.94	0.8	0.7	0.8	4.0	3.8	4.6	5.8	5.6	7.1	5.0	4.1	4.8	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 Холдинг	3.60	1.5	1.2	1.3	4.4	4.2	4.6	6.1	5.9	6.6	5.1	4.6	5.4	US GAAP
НОВАТЭК	39.86	8.4	6.8	6.3	15.6	11.9	12.4	32.0	18.2	19.4	34.3	16.4	16.3	РСБУ
Burgen Energy	19.77	5.2	3.7	4.0	6.8	4.5	4.9	10.1	6.0	6.7	9.3	5.7	5.7	UK GAAP
Dragon Oil	4.93	4.3	2.5	2.2	5.2	2.9	2.6	11.8	4.9	4.4	-13.4	4.4	3.7	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	40.58	2.7	2.5	2.3	5.3	4.8	4.6	9.3	9.1	7.8	5.8	4.1	4.2	US GAAP
АФК Система	27.00	2.4	2.1	1.9	5.6	4.5	4.2	11.7	9.1	8.5	4.0	3.2	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.56	3.4	2.8	2.4	7.0	5.6	4.7	14.0	10.7	8.6	6.7	5.7	4.5	US GAAP
Ростелеком	N.A.	2.1	2.3	2.4	6.0	7.5	7.9	16.8	21.5	23.5	6.9	7.4	8.1	МСФО
МГТС	N.A.	2.8	2.3	2.0	6.6	5.5	4.7	10.8	8.8	7.2	6.3	5.6	4.8	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.2	1.0	0.9	3.9	3.5	3.3	10.9	9.8	8.8	4.8	4.1	3.7	US GAAP
РБК	N.A.	7.1	3.8	3.3	21.8	11.0	8.5	32.5	19.1	14.4	29.9	15.6	12.1	МСФО
ЮТК	0.15	1.9	2.0	1.8	7.4	7.2	6.1	N.M.	38.1	9.2	3.1	2.4	2.1	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.0	2.0	1.9	6.6	5.7	5.3	10.1	8.5	7.3	4.8	3.8	3.6	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	1.7	1.5	1.4	5.0	4.0	3.6	6.4	4.9	4.0	3.4	2.6	2.4	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	1.6	1.5	1.4	5.5	4.2	3.5	6.7	4.6	3.5	3.7	2.6	2.2	МСФО
С-З. Телеком	1.36	1.6	1.6	1.5	5.1	4.3	4.0	7.5	5.6	4.9	4.1	3.1	3.0	МСФО
Центртелеком	0.60	1.7	1.7	1.6	6.5	5.8	5.4	N.M.	N.M.	28.3	4.3	3.7	3.3	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.4	1.4	1.2	6.6	4.7	4.0	13.0	6.5	4.6	6.5	3.7	2.9	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.4	2.2	2.1	7.0	6.2	5.8	12.0	11.5	10.6	7.7	6.8	6.2	РСБУ
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.4	1.2	N.M.	6.6	6.1	N.M.	22.4	19.8	N.M.	6.5	6.0	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	2.2	2.0	N.M.	22.1	27.0	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	35.6	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	3.0	2.7	N.M.	32.1	31.6	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	33.5	33.5	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	N.A.	2.8	2.2	2.2	5.8	3.9	3.9	8.4	5.6	5.4	6.6	4.3	4.5	МСФО
Северсталь	11.93	1.2	1.2	1.2	4.6	4.6	4.3	7.5	8.0	7.3	5.9	6.2	5.7	МСФО
НЛМК	2.16	2.1	2.0	1.9	4.4	4.5	4.7	8.1	6.6	8.4	7.4	9.4	7.1	US GAAP
ММК	N.A.	1.5	1.8	N.M.	3.7	7.4	N.M.	6.1	12.8	N.M.	4.3	8.2	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	0.8	1.0	N.M.	1.9	3.2	N.M.	3.2	5.9	N.M.	2.3	3.9	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-Ависма	N.A.	3.0	2.4	2.1	8.8	5.7	4.7	12.8	7.8	6.4	20.8	9.0	7.1	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	19.1	N.M.	N.M.	3.8	N.M.	N.M.	МСФО
Пятерочка	20.51	1.7	1.2	0.9	14.2	11.5	8.5	24.2	21.2	14.7	12.9	11.4	8.8	МСФО
Седьмой континент	24.50	1.8	1.3	1.0	17.4	11.1	8.6	28.4	19.2	15.1	22.3	12.7	9.9	МСФО
Efes Breweries	32.17	1.8	1.5	1.3	9.5	7.5	6.6	27.0	18.9	15.5	13.7	10.9	9.0	МСФО
Балтика	41.50	4.5	3.0	2.3	14.5	10.2	8.0	20.9	14.8	10.9	24.6	6.5	7.7	US GAAP
Лебедянский	75.20	2.1	1.7	1.5	7.3	6.4	6.0	13.8	10.7	9.4	14.6	11.0	9.1	МСФО
Вимм-Билль-Данн	24.20	1.3	1.1	1.0	17.4	13.8	12.0	75.7	40.9	30.3	19.7	14.9	12.8	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	4.9	4.9	4.2	16.3	14.5	9.9	4.5	4.2	3.6	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.1	1.9	1.8	13.2	11.9	10.9	17.9	16.7	15.4	24.4	14.5	13.3	US GAAP
Калина	38.53	1.1	0.9	0.9	6.5	5.7	5.3	11.7	10.9	10.0	38.9	12.1	8.8	МСФО
НПК Иркут	N.A.	1.3	0.9	N.A.	5.6	4.2	N.A.	8.2	5.1	N.M.	7.1	14.5	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	21.5	22.4	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	23.1	13.9	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	N.A.	1.4	1.1	0.8	21.4	17.0	15.7	N.M.	64.0	53.3	106.7	45.7	35.6	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ
"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"

Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" на минувшей неделе несколько опередил рынок, повысившись на 1.36% на фоне роста индекса РТС на 1.13%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции Highland Gold и Sibir Energy, котировки которых выросли на 8.3% и 12.1% соответственно. В роли аутсайдеров выступили бумаги "Волга Телекома", "Пятерочки" и Dragon Oil, подешевевшие за неделю на 6.8%, 7.1% и 10.3% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

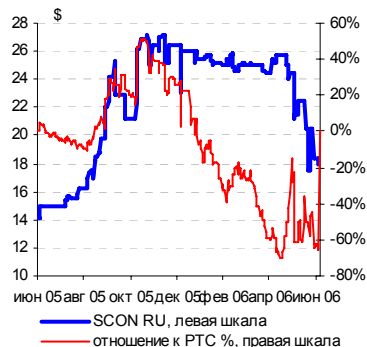
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 23/06, \$	Цена 16/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Sibir Energy	10.0%	10.0%	8.02	7.15	12.1%	27.3%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.04	2.09	-2.5%	47.5%
Dragon Oil	5.0%	5.0%	2.57	2.86	-10.3%	-24.9%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	14.41	13.58	6.1%	84.9%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	2.94	3.15	-6.8%	-24.9%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.43	0.43	0.0%	-14.0%
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%	14.50	15.60	-7.1%	0.7%
Highland Gold	10.0%	10.0%	4.45	4.11	8.3%	5.3%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.34	2.34	0.1%	25.6%
European Minerals	10.0%	10.0%	0.82	0.78	4.6%	-2.7%
Всего	100%				1.4%	168.2%

КОМПАНИИ

"Седьмой Континент"

Тикер	SCON
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	18.0
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	24.5
Потенциал роста/снижения	36%

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	Обыкн.
Рын. кап., \$ млн.	1,350
Чистый долг, \$ млн.	-45
EV, \$ млн.	1,305
Кол-во акций, млн.	75
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	24.3%
Кол-во акций на ADR	
Дивиденды 2005П, \$	0.09
Дивидендная доходность	0.6%

МСФО, \$ млн.	2005П	2006П	2007П
Выручка	713	1,011	1,322
ЕБИТДА	75	118	152.2
Чистая прибыль (скорректированная)*	47.6	70.5	89.2
Операционный денежный поток	60	107	137
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	15.1	11.1	9
P/E	23.2	19.2	15.1
P/CF	18.3	12.7	9.9

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

Повышение рекомендации до "Покупать"

В ходе недавней встречи с руководством "Седьмого Континента" менеджмент компании представил стратегию развития на ближайшие два года, которая предполагает высокий потенциал роста. Наши прогнозы на 2006-2007 годы в целом не изменились, однако мы повысили среднесрочные допущения темпов роста выручки, учитывая стремительное развитие сегмента гипермаркетов в 2008-2010 годах, несмотря на то, что запланированные капвложения превышают наши прогнозы. В результате недавней коррекции рынка наша прогнозируемая цена акций "Седьмого Континента" на основе DCF (\$24.5) предполагает потенциал роста на 36%, и мы повышаем рекомендацию по акциям компании до "Покупать".

Объем продаж "Седьмого Континента" будет расти за счет двух многообещающих форматов торговли: гипермаркеты и магазины товаров повседневного спроса. По нашим прогнозам, в 2006-2009 годах объем продаж будет расти в среднем на 30% в год в основном благодаря увеличению торговых площадей (в среднем на 27% в год).

Количество гипермаркетов увеличится с одного в 2005 году до примерно 18 в 2009 году, на них будет приходиться около 60% прироста торговых площадей в 2006-2009 годах, причем в 2009 году их доля в общем объеме продаж достигнет, согласно оценкам, 40% (против 3% в 2005 году). Данный план развития был составлен с учетом успешной работы первого гипермаркета, открытого в Москве в середине 2005 года: через шесть месяцев, в I квартале 2006 года, его валовая рентабельность составила 20% (расчетное значение в середине срока – 22-23%). Еще, конечно, рано говорить с полной уверенностью о перспективах гипермаркетов, особенно если учесть, что компания выходит в новые регионы, однако первые полученные результаты обнадеживают.

Формат магазинов повседневного спроса ("Семь шагов") станет вторым фактором роста. Компания начала использовать такую форму торговли в 2003 году, и сейчас она обеспечивает 20% продаж группы, причем этот показатель сохранится в течение ближайших четырех лет, несмотря на резкое увеличение количества гипермаркетов. В 2003-2005 годах число покупателей в этих магазинах, предлагающих ассортимент основных товаров, росло примерно на 35% в год (тогда как магазины более качественных продуктов "5 Звезд" и супермаркеты "Седьмой Континент" их теряли). Кроме того, средняя сумма чека в I квартале 2006 года возросла на 32% по сравнению с концом 2005 финансового года, что вполне сопоставимо с ростом этого показателя за тот же период в магазинах "5 звезд" (26%) и в супермаркетах "Седьмого Континента" (16%).

Менеджмент надеется на стабильность рентабельности ЕБИТ, несмотря на экспансию. Валовая рентабельность гипермаркетов составляет около 20%, тогда как средняя ее величина по группе в целом приближается к 30%, поэтому рост доли гипермаркетов в общем объеме продаж скажется на валовой рентабельности холдинга – мы полагаем, что в 2006-2009 годах она уменьшится на 50-100 б.п. Чтобы компенсировать это снижение, предпринимаются меры по улучшению ассортимента (например, выпекается хлеб, продаются другие только что приготовленные продукты, приносящие 50% валовой рентабельности, реализуются товары под собственной маркой, которые обеспечивают 35% валовой рентабельности). Однако мы также считаем, что группе придется снижать цены, чтобы увеличить оборот. В итоге, по нашим оценкам, в 2005-2009 годах валовая рентабельность группы сократится на 280 б.п.

Давление на рентабельность на уровне рентабельности ЕБИТ будет компенсироваться двумя факторами: речь идет об арендной плате и оплате труда, которые уменьшатся в процентном отношении к объему продаж. Группа арендует магазины на выгодных условиях (долгосрочные контракты с фиксированными ставками) и приобретает все больше новых магазинов, чтобы не арендовать их. Такой упор на собственные торговые площади характерен и для "Пятерочки", конкурента "Седьмого Континента", что вполне оправдано в условиях продолжающегося бума аренды в России. Следует также отметить, что в гипермаркетах нужно меньше сотрудников, чем в супермаркетах. Понижательный тренд расходов на арендную плату и оплату труда проявился с полной очевидностью в I квартале 2006 года.

Магазины окупаются довольно быстро, поэтому даже в условиях стремительной экспансии рентабельность остается стабильной. Несмотря на предполагаемый резкий рост, удельный вес приносящих прибыль торговых площадей в их общем портфеле будет по-прежнему высоким. Действительно, магазины группы окупаются очень быстро (6-8 месяцев, включая гипермаркеты) по сравнению с аналогичными торговыми предприятиями, работающими на российском рынке. Мы склонны объяснять это позиционированием форматов супермаркетов и магазинов товаров повсе-

дневного спроса в сегменте более качественных товаров, а также недостатком предложения товаров в гипермаркетах.

В целом, мы полагаем, что группа сможет удерживать операционную рентабельность на стабильном уровне в течение ближайших нескольких лет. Мы полагаем, что в 2006-2009 годах среднегодовые темпы роста EBIT составят 30%, прибыли на одну акцию – 24%.

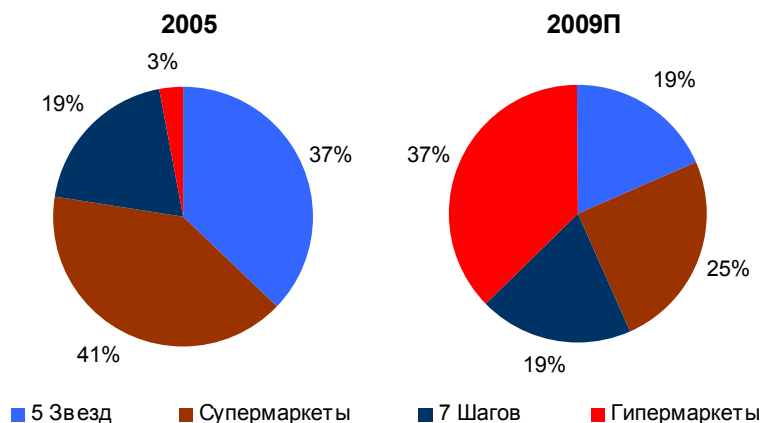
Оценка стоимости

Мы понизили прогнозируемую цену на 6% до \$24.5 с учетом дополнительных капвложений. Тем не менее, судя по модели на основе DCF, используемой в расчетах прогнозируемой цены, потенциал роста к текущим котировкам составляет 36%, поэтому мы повышаем рекомендацию до "Покупать".

Мы хотели бы подчеркнуть вероятность волатильности квартальных показателей в течение, как минимум, следующего года. Сроки открытия гипермаркетов могут оказать существенное влияние на темпы роста продаж и валовую рентабельность. 2006 (особенно) и 2007 годы будут переходными с точки зрения развития компании и диверсификации ее деятельности.

В 2006 году "Седьмой Континент" может потратить \$150-200 млн. на приобретение. Данная сумма является вполне приемлемой с точки зрения показателя соотношения собственных и заемных средств (напомним, что компания получила \$80 млн. денежных средств от IPO в конце 2004 года и \$240 млн. в ходе размещения второго выпуска в мае 2006 года). Кроме того, это будет положительным фактором, свидетельствующим о перспективах дополнительного роста – если, конечно, цена будет выгодной.

Структура выручки по магазинам разных форматов (2005-2009П)



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Сравнительная оценка

На 26 июня 2006	Цена, обычн. \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/ЕВІТDA			P/E		
				2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П
Россия									
Седьмой Континент	18.0	1,350	1,305	15.1	11.1	9.0	23.2	19.2	15.1
Пятерочка (пересмотр)									
Развитые рынки: Европа									
Tesco	5.96	47,093	55,457	9.8	8.9	8.1	16.7	14.8	13.4
Metro	53.5	17,523	28,402	7.5	7.1	6.6	17.7	15.7	14.0
Morrison Supermarkets	3.55	9,494	11,337	14.4	11.1	8.6	71.7	25.7	15.7
Sainsbury	5.90	10,048	12,836	8.6	7.7	6.9	35.7	24.3	19.0
Casino Guichard Perrachon	72.2	7,883	15,557	7.8	7.3	7.0	13.1	12.5	11.8
Delhaize Group	65.5	6,245	10,748	6.2	5.9	5.6	14.2	12.2	11.0
Guyenne et Gascogne	112	758	661	15.1	34.0	32.0	16.6	14.5	13.7
Hyparlo	62.6	986	384	6.9	6.0	5.3	22.8	62.5	49.2
Средневзвешенное				9.3	8.5	7.7	23.7	17.1	14.4
Развитые рынки: Америка									
Loblaw companies	47.0	12,876	17,725	9.1	8.7	8.0	15.9	15.0	13.7
Kroger	20.5	14,853	21,397	6.6	6.1	5.9	16.0	14.4	13.2
Safeway	24.3	10,933	20,926	9.2	8.3	7.9	17.4	14.8	13.3
Albertson's	25.7	9,540	15,121	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.	N. A.
Sobeys	34.4	2,252	2,433	5.2	4.8	4.6	13.4	12.3	11.6
Pathmark Stores	8.92	464	1,072	8.6	8.6	7.4	N. M.	N. M.	2368.2
Средневзвешенное				8.0	7.5	7.0	16.2	14.6	39.7
Развивающиеся рынки									
Walmart de Mexico	2.61	22,476	20,774	15.6	12.4	10.2	26.8	21.7	17.7
Dairy Farm	3.26	4,391	4,895	15.2	9.3	8.3	22.1	19.7	16.9
Cencosud SA	2.29	4,557	4,789	13.9	10.0	8.3	34.2	20.2	15.5
Distribucion y Servicio D&C	0.26	1,671	2,465	10.9	9.6	8.2	20.7	4.3	12.8
Presient Chain Store Corp	2.17	2,004	2,040	N. A.	6.3	5.9	16.8	17.3	14.8
Contradora Coml Mexic-UBC	1.56	1,698	1,989	7.7	6.4	5.5	11.1	9.0	7.5
Shoprite Holdibngs Ltd	3.34	1,817	1,312	5.9	5.0	4.2	17.5	14.0	11.8
Migros Turk Tas	6.22	1,039	1,334	12.6	7.0	5.9	24.4	16.1	12.1
Super-sol Limited	2.82	603	701	9.6	8.9	8.5	64.5	35.8	28.2
Средневзвешенное				14.1	10.6	8.9	25.8	19.6	16.3

Источник: оценки "Атона", Bloomberg

Прогноз финансовых результатов "Седьмого Континента"

	ПРЕДЫДУЩИЙ	НОВЫЙ	Изм.
Выручка 2006	1103	1011	-8%
Выручка 2007	1410	1322	-6%
ЕВІТ 2006	99	95	-4%
ЕВІТ 2007	114	120	5%
Чистая прибыль 2006	71	71	-1%
Чистая прибыль 2007	82	89	9%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

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	7/4/2009	8.75	98.36	98.61	9.35	8.88	449	348	2.35	2.31
Алроса 08	\$500	B+/Ba3	6/5/2008	8.125	102.75	103.50	6.32	7.88	132	32	1.68	1.74
Алроса 14	\$300	B+/Ba3	17/11/2014	8.875	110.00	110.00	7.26	8.07	228	103	5.87	6.46
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.00	100.00	7.73	7.75	254	178	0.58	0.58
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.00	101.00	7.48	7.71	253	153	1.76	1.77
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	97.50	99.50	9.04	8.76	435	307	3.57	3.51
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB-	28/9/2009	8.000	102.37	102.87	7.08	7.80	212	106	2.76	2.83
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB-	26/11/2010	7.375	100.50	100.50	7.24	7.34	240	117	3.65	3.67
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB-	13/5/2013	7.335	97.85	98.85	7.64	7.34	691	149	5.20	5.12
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	97.25	99.25	7.97	7.63	323	195	3.62	3.56
БинБанк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.500	99.68	99.81	9.57	9.50	472	371	2.43	2.43
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.88	102.38	7.28	8.32	232	133	1.71	1.75
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB	11/12/2008	6.875	100.50	101.50	6.43	6.81	142	41	2.21	2.23
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB	12/10/2011	7.500	103.37	103.37	6.73	7.26	189	60	4.23	4.37
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB-	4/2/2010	6.315	97.00	99.00	6.95	6.44	206	90	3.06	3.00
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB	2/7/1935	6.250	98.63	98.63	6.45	6.34	141	15	6.51	6.42
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	105.37	106.37	7.76	9.45	281	178	2.52	2.67
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	99.75	100.75	7.91	7.98	303	192	2.98	2.98
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	100.25	101.25	8.19	8.31	343	214	4.13	4.16
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	95.68	95.93	8.89	8.61	396	269	6.46	6.19
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	102.00	102.50	6.32	8.92	123	33	0.78	0.80
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	111.88	112.38	6.39	9.36	140	34	2.75	3.09
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	114.13	114.63	6.90	8.41	197	73	4.84	5.53
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	97.63	97.63	6.54	5.76	101	45	2.51	2.45
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	101.75	101.75	6.78	7.08	181	57	4.09	4.16
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	114.25	114.25	7.41	7.55	235	66	11.15	12.74
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	101.63	101.63	6.49	7.13	148	48	2.09	2.12
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	92.50	92.50	7.64	7.03	266	139	6.54	6.05
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	100.25	100.75	6.70	8.83	145	64	0.23	0.23
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.00	109.00	7.57	9.98	262	158	2.51	2.74
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	97.66	97.91	8.60	8.44	367	240	6.26	6.12
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	99.00	100.00	8.93	8.67	406	308	1.49	1.48
МДМ Банк 06	\$200	B+/Ba2	23/9/2006	9.375	100.54	100.60	6.98	9.32	174	93	0.24	0.24
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	99.22	99.55	7.95	7.55	804	205	1.33	1.32
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.50	99.60	7.50	6.83	232	155	0.60	0.60
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	100.00	101.00	7.83	7.96	293	184	2.93	2.95
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.38	101.38	7.34	7.89	237	137	2.04	2.07
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	95.95	96.39	6.43	4.55	142	43	1.83	1.76
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/11/2008	9.75	104.25	104.25	6.90	9.35	191	94	1.41	1.47
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	100.75	100.75	8.16	8.31	336	215	3.46	3.49
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	98.00	99.00	8.34	8.12	356	228	4.23	4.17
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	100.70	100.80	7.91	8.93	281	198	0.68	0.69
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.500	98.24	98.49	7.92	8.64	305	177	5.08	5.00
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.64	100.79	7.93	9.06	276	199	0.59	0.59
НОМОС 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	98.92	99.42	8.58	8.32	369	267	2.46	2.44
Норникель 09	\$500	BB+/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	100.00	100.75	6.99	7.10	203	96	2.79	2.80
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	101.12	101.27	7.01	8.89	178	102	0.58	0.59
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	98.43	98.93	8.54	8.11	363	262	2.34	2.31
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	98.59	98.84	8.86	8.61	409	289	3.41	3.37
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB-	29/7/2008	6.875	100.25	100.25	6.54	6.86	154	55	1.86	1.86
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Baa1/BB+	29/9/2010	6.200	94.50	96.50	7.45	6.49	266	140	3.57	3.41
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	98.97	99.22	6.96	6.56	198	98	1.89	1.87
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	104.25	104.87	6.87	9.32	193	94	1.49	1.56
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	102.50	103.50	5.25	12.38	-14	-85	0.40	0.41
РСХБ 10	\$350	n.r./A3/BBB-	27/11/2010	6.875	98.75	99.75	7.07	6.93	223	100	3.70	3.67
РСХБ 13	\$700	n.r./A3/BBB	16/5/2013	7.175	98.50	99.50	7.36	7.18	243	119	5.25	5.19
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	100.00	101.00	8.07	8.66	305	217	0.75	0.75
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	99.50	100.50	7.78	7.80	283	189	1.15	1.15
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	100.00	100.00	8.11	8.13	320	221	1.63	1.63
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	94.05	94.30	9.17	7.96	442	322	3.46	3.26
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	95.91	96.16	9.66	8.98	501	372	3.78	3.63
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	97.50	97.75	9.54	9.09	487	360	3.56	3.47
Сбербанк 13	\$500	n.r./A2e/BBB	15/5/2013	6.480	97.75	98.75	6.80	6.60	184	60	5.36	5.27
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	98.50	98.50	6.70	6.32	180	64	3.09	3.04
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	103.25	103.25	7.26	8.35	228	127	2.27	2.34
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	109.00	109.00	7.69	8.49	274	151	5.46	5.96
СибАкадем 09	\$351	n.r./B1/B	12/5/2009	9.000	99.67	99.92	9.08	9.02	420	318	2.44	2.43
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/2/2007	11.50	102.75	103.25	6.62	11.17	138	61	0.59	0.60

Рынок внутреннего долга

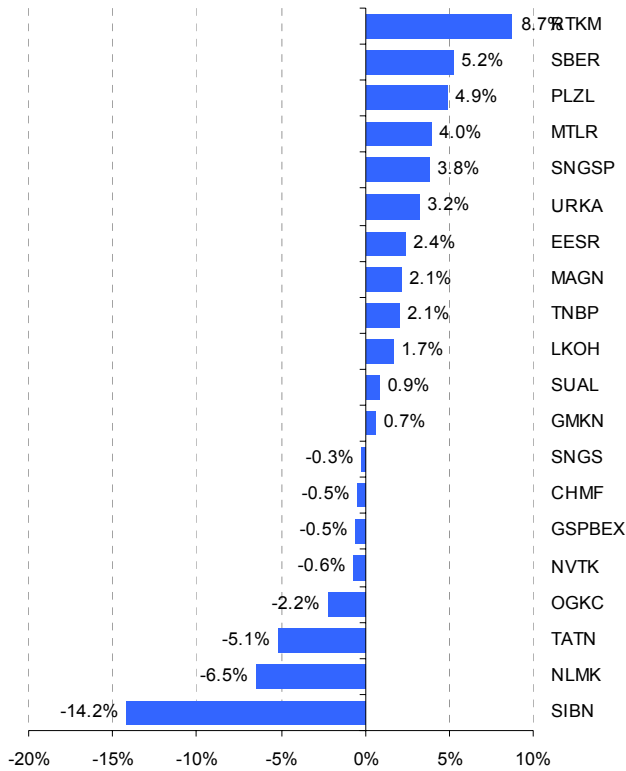
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	УТМ, %	Изм., бл	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бл
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	-	-	100.00	-	7.98	(0)	240	0.91	0.91
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.00	-	6.56	0	133	0.71	0.71
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	100.09	100.09	791.71	6.23	(5)	86	0.80	0.80
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.00	-	101.29	-	5.87	(1)	88	0.54	0.55
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	103.40	103.60	103.60	362.60	7.20	(8)	75	3.03	3.14
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.15	101.55	101.25	-	6.66	(0)	89	1.21	1.22
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	99.50	99.70	99.40	-	7.29	0	87	2.69	2.68
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.20	101.28	101.25	1.01	8.55	(3)	216	3.42	3.46
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.67	101.08	101.40	14.20	6.29	(46)	44	1.32	1.34
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.00	-	8.24	0	288	0.65	0.65
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.75	102.00	102.00	4,080.00	8.24	3	213	1.77	1.81
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.25	101.45	101.25	607.50	6.95	(0)	107	1.35	1.37
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	103.60	103.80	103.70	11,415.24	7.23	7	79	2.96	3.07
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.01	100.19	100.05	1.00	6.64	16	109	0.93	0.93
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	98.85	99.00	98.95	494.75	7.25	(13)	87	2.27	2.25
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	100.10	100.20	100.20	5,175.61	7.43	(1)	86	3.67	3.68
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	100.95	101.10	101.10	4,210.82	7.46	7	68	4.97	5.02
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.62	100.70	100.60	-	7.43	(0)	197	0.86	0.86
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	98.70	99.00	99.90	99.99	7.37	0	64	2.01	2.01
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.81	100.87	100.83	10,085.79	9.06	(1)	258	2.17	2.19
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	101.00	-	6.06	(12)	213	0.14	0.15
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	104.10	104.30	104.20	-	8.72	(0)	229	2.82	2.94
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	-	101.30	-	6.87	(0)	129	0.93	0.94
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	104.35	104.50	104.45	-	8.09	(1)	265	0.92	0.96
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.20	102.95	101.50	203.00	8.47	(0)	236	1.65	1.67
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.65	102.85	102.80	2.06	8.72	(11)	214	3.62	3.72
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	0/1/1900	5.50	-	99.99	100.00	-	5.61	1	-68	2.71	2.71
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	104.30	103.57	1,594.98	6.63	27	183	0.42	0.44
УралСвзИнб	3,000	18/7/2006		14.25	100.42	100.48	100.44	10,567.35	7.85	(65)	438	0.07	0.07
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	102.48	102.70	102.70	25,710.58	8.00	(4)	219	1.24	1.28
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.00	101.20	101.25	-	8.60	(0)	249	1.63	1.65
ФСК ЭЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.70	103.20	102.82	3.09	6.89	27	99	1.38	1.42
ФСК ЭЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	-	-	102.20	-	7.75	(0)	125	3.24	3.31
ФСК ЭЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	98.95	99.20	99.05	-	7.67	0	117	2.23	2.20
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	101.00	101.26	101.00	2,282.32	7.96	(27)	407	0.22	0.23
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	112.75	112.85	112.85	14,665.23	9.24	(6)	284	2.48	2.80
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.20	102.33	102.20	1.02	8.45	5	208	1.79	1.83
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	100.91	101.04	100.90	-	10.24	(5)	605	0.22	0.22
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	100.42	100.45	100.45	11,291.23	9.94	(18)	555	0.58	0.58
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	10.90	101.05	101.34	101.35	38,897.10	9.98	(31)	0	1.16	1.18
Субфедеральные облигации													
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	-	-	101.70	-	3.31	(7)	-96	0.25	0.25
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	104.87	105.20	105.20	-	4.41	(6)	-46	0.48	0.51
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	103.70	104.70	103.50	-	6.15	(1)	70	0.86	0.89
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	102.01	107.65	104.00	-	6.40	(1)	75	1.04	1.08
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	100.00	106.00	105.49	-	5.85	(1)	6	1.24	1.31
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	107.00	107.50	107.00	3,728.95	6.24	(22)	-7	1.77	1.89
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	108.35	108.80	108.75	-	6.25	(0)	-22	2.20	2.39
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	106.01	111.00	109.40	-	6.55	(0)	5	3.29	3.60
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	-	-	111.52	-	7.10	(0)	52	3.51	3.91
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	108.77	108.95	108.90	2.06	7.09	(2)	28	5.57	6.07
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	104.60	104.95	104.55	-	6.95	(1)	129	1.05	1.10
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	109.90	110.45	110.10	11,586.87	7.22	(4)	86	2.41	2.65
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	107.00	107.20	107.20	1,799.21	7.32	(4)	97	2.47	2.65
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	106.00	106.20	106.05	1,060.50	7.62	(1)	99	3.85	4.08

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

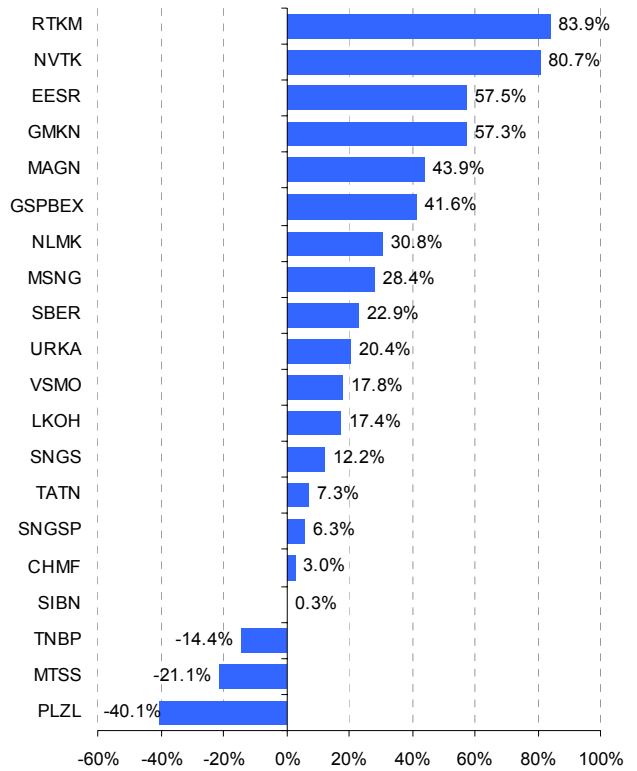
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

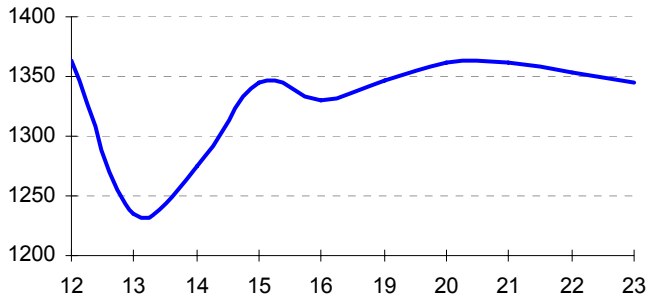
20 лидеров рынка – динамика за неделю



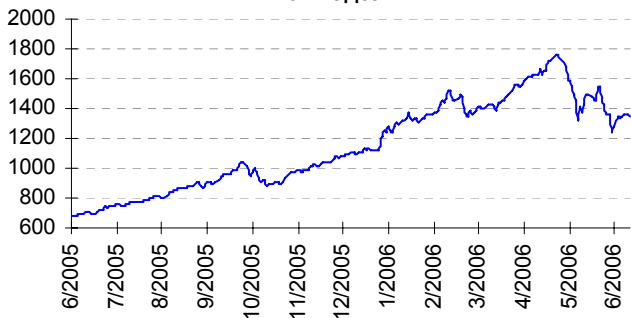
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



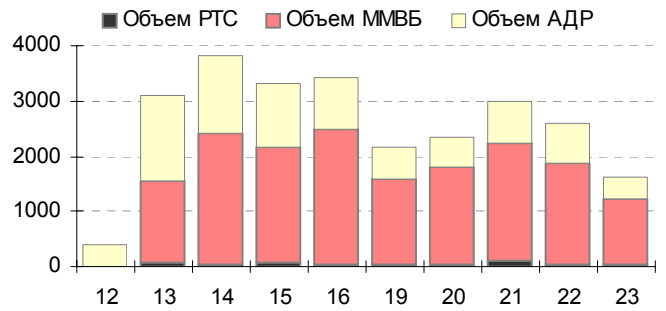
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

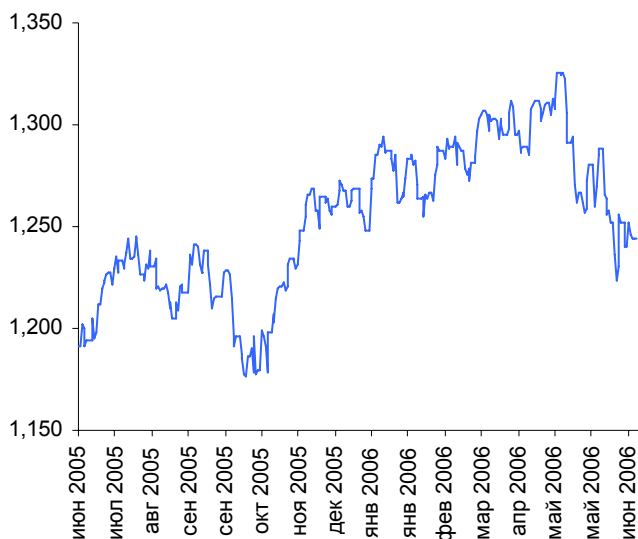


10 наиболее ликвидных акций РТС

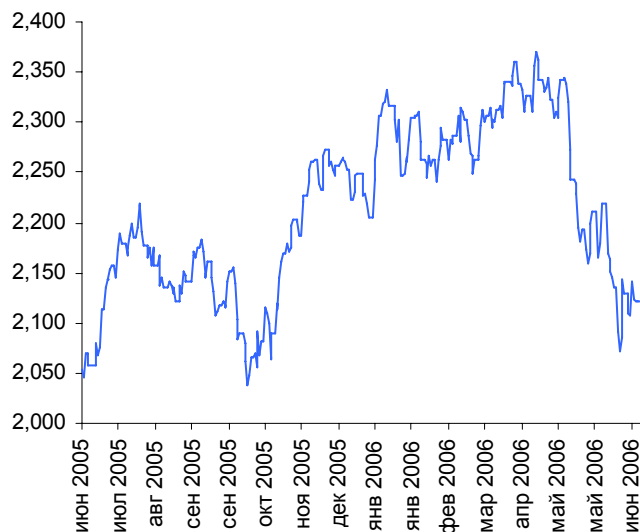
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-0.5	393.2
РАО ЕЭС России	2.4	97.2
Газпром	-4.0	65.8
ГМК Норильский никель	0.7	34.8
Сургутнефтегаз	-0.3	10.8
Сбербанк РФ	5.2	10.6
Выксунский трубный завод	1.1	5.4
Ростелеком	8.7	4.4
Полюс Золото	4.9	2.0
МГТС, прив.	-0.6	1.9

МИРОВЫЕ РЫНКИ

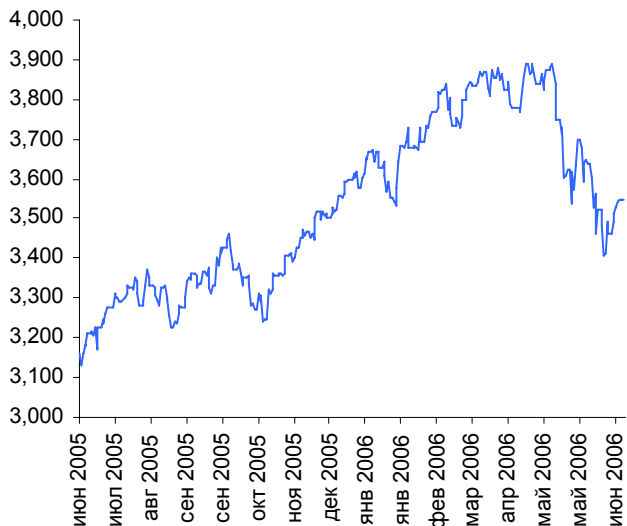
S&P 500



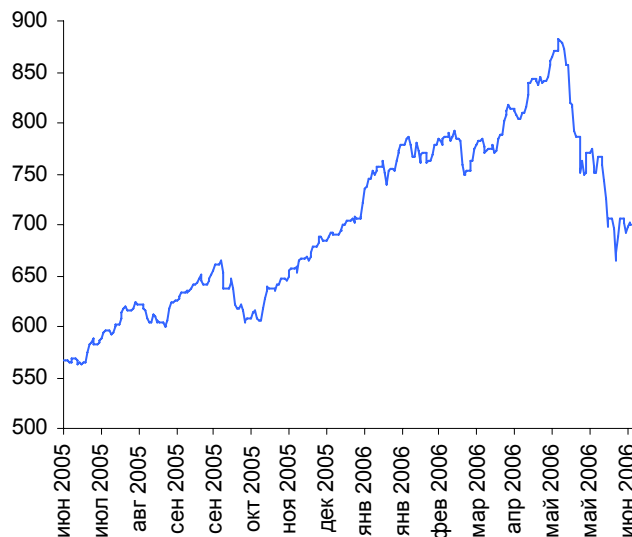
Nasdaq



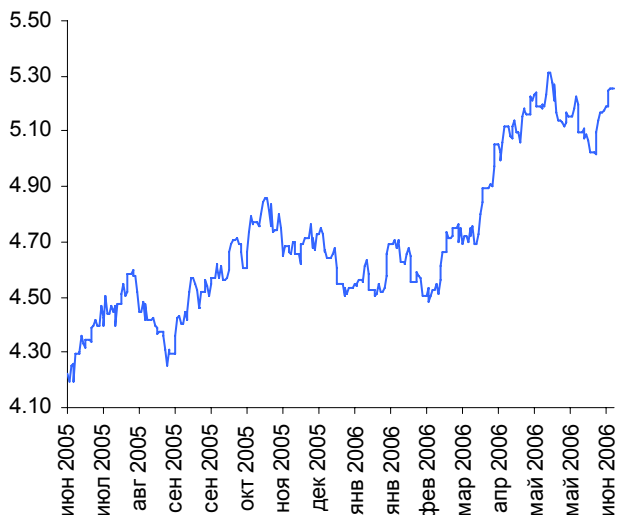
DJ Euro STOXX 50



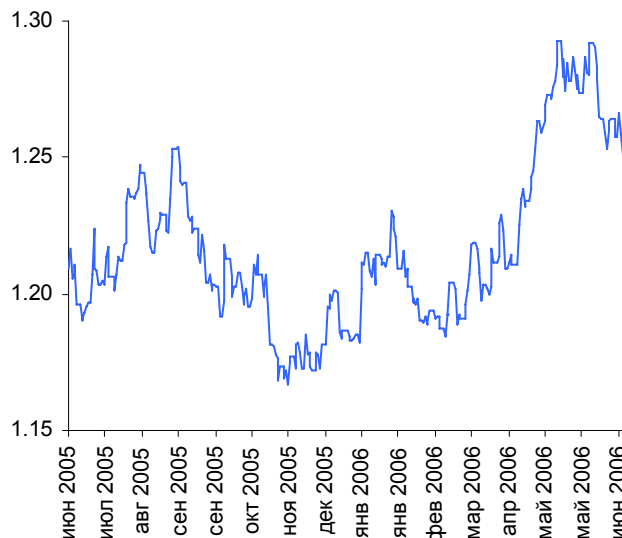
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
+7 (495) 777-8877
+7 (495) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru
RTS, MICEX, NAUFOR member

Трейдинг
Контакты:
Алексей Примак
primak@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

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

Стивен Дашевский, директор

+7 (495) 777-8832

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Одиль Ланж-Бросси
odile@aton.ru
+7 (495) 777-88776 x 3123

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 инвестициях), 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.