

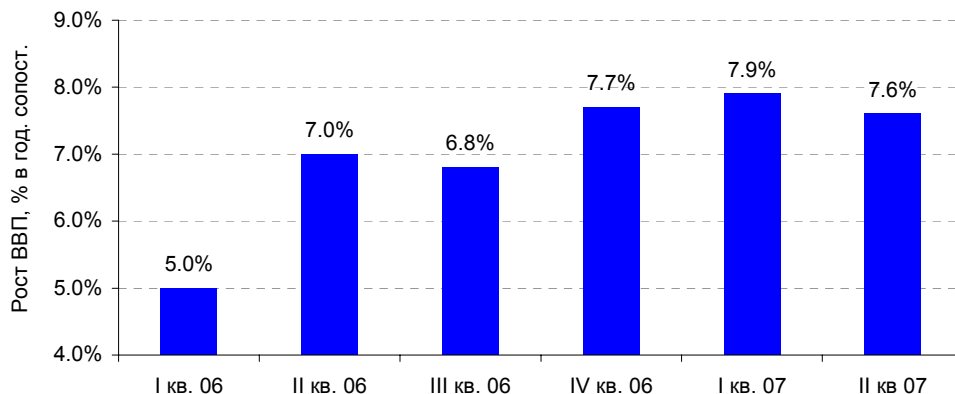
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	8
Казахстанские банки. Рост продолжается, но входит в более умеренную фазу	
Долговой рынок	12
Рынок акций	14
Мировые рынки	15

### КОММЕНТАРИЙ

#### Экономический рост подтверждает привлекательность российского рынка

##### ВВП России продолжает расти высокими темпами



Источник: Росстат

**Сильный рост экономики России продолжается, и лишний раз убеждает нас в том, что российские акции – привлекательный инструмент для инвестиций,** несмотря на обвал последних дней на развивающихся рынках. Министерство экономического развития и торговли прогнозирует, что темпы роста ВВП России во II квартале 2007 года были близки к рекордному уровню. Темпы роста были особенно высокими в июне, когда ВВП увеличился на 8.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это помогло компенсировать слабый результат апреля и довести суммарный прирост по итогам II квартала до 7.6%, а по итогам первого полугодия 2007 года – до 7.8%. Основными источниками роста стали инвестиции, которые увеличились в первом полугодии на 22.3%, и потребительские расходы, обусловленные увеличением реальной заработной платы на 17.5% и располагаемых доходов населения на 11.2%.

**В результате огромных вложений рост был зафиксирован по всех секторах, ориентированных на потребительский и инвестиционный спрос,** в частности, в строительстве, обрабатывающей промышленности и торговле. Прирост в этих секторах по итогам первого полугодия 2007 года составил соответственно 24%, 9.7% и 9.2%. По оценкам МЭРТ, эти три сектора обеспечили почти две трети общего прироста ВВП за отчетный период. Особенно высокие темпы роста в первом полугодии 2007 года были отмечены в таких сегментах, как производство стальных труб (22.8%), тракторов (16.8%), тяжелых грузовиков (19.8%) и цемента (20.7%). Сильно выросло и производство бытовой техники и электроники (телевизоров, холодильников и т.д.) – свыше 20%.

**Помимо более высокого спроса на внутреннем рынке, экономику России сильно поддержали высокие цены на нефть во II квартале,** позволившие резко увеличить экспортную выручку. Так, по оценкам МЭРТ, экспорт из страны вырос в июне 2007 года в годовом сопоставлении на 19.7%, достигнув рекордно высокого уровня \$30.4 млрд. Основной прирост был вызван высокими ценами на нефть. В первом полугодии в целом прирост экспорта составил 11.6%.

**Увеличение внешней торговли, впрочем, не смогло стать основным двигателем экономического роста,** поскольку повышение экспорта было более чем компенсировано ростом импорта. Так, в июне импорт увеличился на 35% до почти рекордной отметки \$19.7 млрд. В результате положительное сальдо российского торгового баланса уменьшилось в годовом сопоставлении десятый месяц подряд – и это при очень высоких ценах на нефть.

**Эти события полностью соответствуют нашим оценкам, представленным в недавнем отчете об экономическом развитии России.** Мы ожидаем, что высокие темпы экономического роста, обусловленные повышением потребительского и инвестиционного спроса, сохранятся вплоть до конца года и растянутся еще на несколько лет вперед. Мы также ожидаем, что положительное сальдо внешнеторгового баланса продолжит сокращаться, пока полностью не исчезнет к 2009 году. Наш прогноз реаль-

ного роста ВВП в 2007 году – 7.1%, инвестиций – 18%, средней заработной платы – 15.4%, располагаемых доходов – 13.5%.

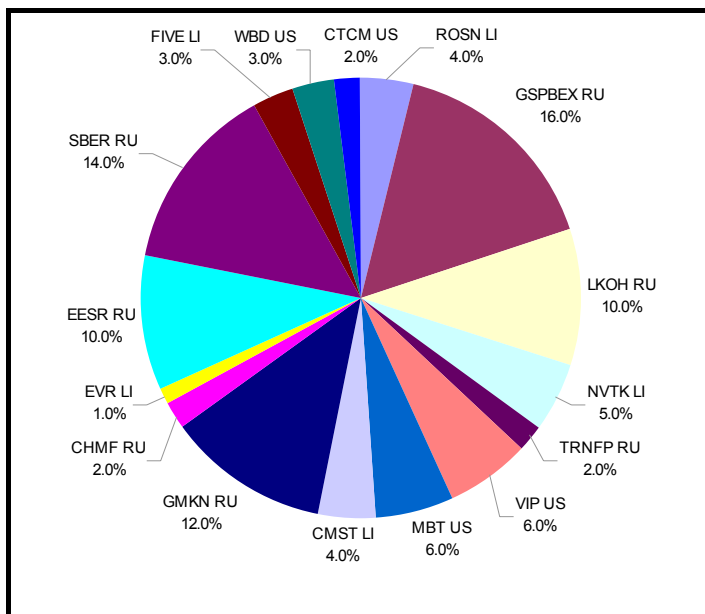
**Сохранение высоких темпов экономического роста должно обеспечить благоприятные финансовые результаты по итогам первого полугодия для компаний в секторах, ориентированных на внутренний и, особенно – на инвестиционный спрос.** Это обрабатывающая промышленность, производство товаров народного потребления, розничная торговля, финансовый и медиа-сектора. Большинство российских компаний, занятых в этих отраслях, не имеет значительного присутствия на мировых финансовых рынках и поэтому не подвергнутся сильному негативному воздействию наблюдающейся в последнее время волатильности. Мы по-прежнему уверены в устойчивости фундаментальных показателей большинства российских компаний, а коррекцию на рынке считаем хорошей возможностью для покупки недорогих привлекательных акций.

**Владимир Осаковский, PhD**  
[osakovsky@aton.ru](mailto:osakovsky@aton.ru)

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа	
30.07	СТС Media опубликует результаты за первое полугодие 2007 года по US GAAP			
	Арбитражный суд Москвы проведет предварительные слушания по искам ЮКОСа к Yukos Capital на 80 млрд. руб. и \$350 млн.			
	"Северсталь-авто" и ISUZU Motors Ltd подпишут соглашение о создании совместного предприятия "Северстальавто-ИСУДЗУ"			
31.07	Начнется IPO акций компании "Армада"	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% и 0.1% соответственно (предыдущее значение: 0.4% и 0.5%)	Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.46 пункта (предыдущее значение: 1.54 пункта)	
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "Дальсвязи" о незаконности налоговых претензий за 2003-2005 годы в размере 909.04 млн. руб.	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 58.4 пункта (предыдущее значение: 60.2 пункта)	Будут опубликованы данные об уровне безработицы в странах евро-зоны за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 7.0% (предыдущее значение: 7.0%)	
	УГМК введет в эксплуатацию Зареченскую обогатительную фабрику в Алтайском крае	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей Conference Board за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 105.0 пункта (предыдущее значение: 103.9 пункта)		
	Внеочередное собрание акционеров ОГК-1			
1.08	Арбитражный суд Москвы продолжит рассмотрение двух исков ФНС РФ к "РуссНефти" о признании незаконными сделок с акциями	Будут опубликованы данные о динамике объема продаж новых домов за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.5% (предыдущее значение: -3.5%)		
	Экспортная пошлина на нефть будет установлена в размере \$223.9/т	Будет опубликовано значение индекса деловой активности ISM в секторе промышленного производства за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 55.5 пункта (предыдущее значение: 56.0 пункта)		
		Будет опубликовано предварительное значение индекса менеджеров по закупкам в секторе промышленного производства за июль 2007 года. Прогноз по данным агентства Bloomberg: 54.8 пункта (предыдущее значение: 54.8 пункта)		
2.08	Минпромэнерго проведет конкурс по отбору лизинговых проектов в области гражданского судостроения	Будут опубликованы данные об объеме продаж автомобилей за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 16.0 млн. (предыдущее значение: 15.6 млн.)	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей стран евро-зоны за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.3%)	
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск межрегионального регистратора "Реестр-С" к "Регистратору Р.О.С.Т."	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 29 июля 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 310 тыс. (предыдущее значение: 301 тыс.)		
		Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.0% (предыдущее значение: -0.5%)		
3.08	"Сибкадеминвест" начнет размещение первого выпуска облигаций объемом 1 млрд. руб.	Будут опубликованы данные об уровне безработицы за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.5% (предыдущее значение: 4.5%)	Будут опубликованы данные о динамике объема розничных продаж стран евро-зоны за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.8% (предыдущее значение: -0.5%)	
		Будет опубликовано значение индекса деловой активности ISM в непромышленных секторах экономики за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 59.0 пункта (предыдущее значение: 60.7 пункта)		
		Будут опубликованы данные о динамике производительности (без учета сельского хозяйства) за II квартал 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.1% (предыдущее значение: 1.0%)		

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля снизилась на 5.66% на фоне коррекции рынка, в ходе которой индекс РТС упал на 4.97%.

Среди "голубых фишек", включенных в состав портфеля, противостоять рыночной коррекции сумели лишь акции ГК "Норильский никель", котировки которых продемонстрировали небольшой рост "против рынка".

### 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
	-5.66%	-4.97%	-0.69%	2.75%	3.65%	-0.91%	12.05%	2.35%	9.70%

### Рекомендуемый портфель

	Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 27/07, \$	Цена 20/07, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>								
		<b>52.41%</b>	<b>37.0%</b>	<b>37.0%</b>				
Роснефть	ROSN LI	6.87%	4.0%	4.0%	8.15	8.78	-7.2%	-13.8%
Газпром	GSPBEX RU	15.93%	16.0%	16.0%	10.47	11.42	-8.3%	-8.9%
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	15.29%	10.0%	10.0%	80.00	85.00	-5.9%	-9.0%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.19%	5.0%	5.0%	54.10	59.00	-8.3%	-14.8%
Транснефть, прив.	TRNFP RU	1.48%	2.0%	2.0%	1,820.00	1,935.00	-5.9%	-20.7%
<b>Телекоммуникации</b>								
		<b>7.44%</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>				
Вымпелком	VIP US	0.00%	6.0%	6.0%	101.29	112.43	-9.9%	28.3%
МТС	MBT US	4.77%	6.0%	6.0%	60.11	65.14	-7.7%	19.8%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	4.0%	10.90	11.10	-1.8%	29.8%
<b>Металлургия</b>								
		<b>13.70%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>				
ГМК Норильский никель	GMKN RU	7.68%	12.0%	12.0%	219.00	218.00	0.5%	39.5%
Северсталь	CHMF RU	1.35%	2.0%	2.0%	17.30	17.60	-1.7%	54.5%
Evrast Group	EVR LI	0.00%	1.0%	1.0%	47.50	48.70	-2.5%	84.9%
<b>Прочие</b>								
		<b>26.47%</b>	<b>32.0%</b>	<b>32.0%</b>				
РАО ЕЭС России	EESR RU	4.40%	10.0%	10.0%	1.36	1.39	-2.2%	25.5%
Сбербанк РФ	SBER RU	13.44%	14.0%	14.0%	4.04	4.30	-6.0%	-99.9%
X5 Retail Group	FIVE LI	0.00%	3.0%	3.0%	30.04	32.90	-8.7%	15.5%
Вимм-Билль-Данн	WBD US	0.00%	3.0%	3.0%	92.69	100.86	-8.1%	39.3%
СТС Медиа	CTCM US	0.00%	2.0%	2.0%	25.39	28.53	-11.0%	5.7%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>				<b>-5.7%</b>	<b>12.0%</b>

## Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

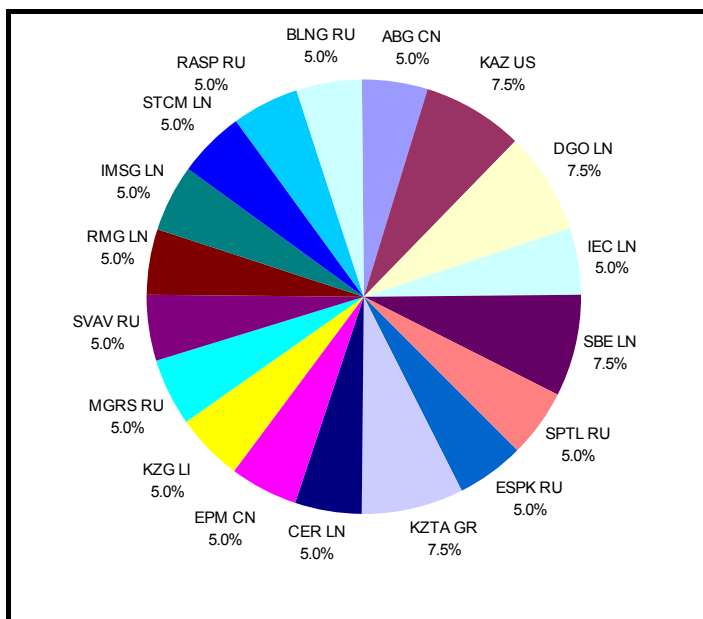
Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Нефть и газ</b>														
Роснефть	8.6	2.8	2.3	2.3	12.6	9.3	8.6	28.0	15.4	15.2	30.2	4.9	10.4	US GAAP
Газпром	12.3	3.4	3.3	3.0	7.7	7.3	6.6	11.3	10.9	9.7	12.0	8.8	7.9	МСФО
ЛУКОЙЛ	84.0	1.1	1.1	1.2	5.8	6.2	7.1	9.2	9.6	11.5	8.6	7.6	7.9	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.98	1.8	1.8	1.9	4.7	5.1	5.4	10.6	13.2	14.2	8.0	7.8	8.0	РСБУ
Газпром Нефть (Сибнефть)	3.65	1.0	1.1	1.2	3.8	4.8	5.9	5.4	6.7	8.5	5.9	5.3	6.2	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.38	1.4	1.5	1.7	4.3	4.8	5.5	6.8	7.6	8.9	3.9	5.2	5.8	US GAAP
Татнефть	4.22	0.8	0.9	1.0	5.3	5.8	5.4	9.1	10.0	9.5	8.5	6.7	6.8	US GAAP
Транснефть, прив.	2,315	2.2	1.9	1.8	4.3	3.4	3.2	7.4	5.5	5.7	3.7	2.9	3.1	МСФО
НОВАТЭК	80.9	9.1	7.2	5.4	19.5	14.6	12.8	31.7	23.0	20.1	27.0	19.5	20.7	МСФО
Agawak Energy	3.61	3.7	2.9	2.7	8.2	6.2	5.2	35.2	25.0	23.5	10.6	7.4	6.4	CA GAAP
Caspian Services	4.87	2.9	1.9	1.4	24.9	9.2	5.5	NEG.	23.9	12.3	N.M.	22.0	10.2	US GAAP
Dragon Oil	4.29	5.4	3.6	3.6	6.5	4.2	4.3	12.2	7.9	8.6	11.2	9.5	6.2	МСФО
KazMunaiGaz	15.1	2.4	2.5	2.9	4.0	4.7	6.4	9.9	14.4	20.4	9.9	11.7	14.7	МСФО
РИТЭК	7.21	1.6	1.7	1.9	5.8	6.7	7.5	10.5	12.8	15.2	7.6	8.2	8.5	US GAAP
Sibir Energy	10.3	2.6	3.7	4.0	17.8	10.0	8.1	33.3	14.2	13.2	N.A.	N.A.	N.A.	UK GAAP
Urals Energy	11.10	7.1	5.6	4.1	15.8	23.5	11.2	NEG.	NEG.	36.3	23.0	40.7	27.5	МСФО
West Siberian Resources	0.9	4.9	3.2	2.6	13.8	9.3	7.4	32.4	39.8	30.8	17.0	10.8	8.1	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	70.0	4.2	3.5	3.2	8.3	6.8	6.3	22.3	13.0	12.2	10.0	7.2	6.9	US GAAP
Система	40.0	2.7	2.2	2.0	6.6	5.3	4.8	7.3	5.7	5.0	6.3	5.0	4.6	US GAAP
Вымпелком	120	5.0	3.6	3.1	9.9	7.0	6.1	25.6	16.3	13.8	10.5	7.9	6.6	US GAAP
Комстар-ОТС	11.60	4.4	3.3	3.0	13.5	8.1	7.2	55.6	24.8	21.4	16.6	11.3	9.1	US GAAP
Ростелеком	2.40	3.2	3.2	3.0	20.2	15.7	16.3	N.M.	42.4	41.3	27.5	19.0	18.2	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.7	2.2	1.8	10.1	8.1	6.5	26.1	20.1	17.0	13.8	10.4	8.4	US GAAP
РБК	11.0	4.9	5.8	4.2	19.1	27.1	14.1	28.4	47.7	23.3	21.4	29.2	19.1	МСФО
Rambler	51.4	17.7	10.4	5.9	N.M.	28.1	15.0	NEG.	34.6	18.2	N.M.	33.0	16.9	МСФО
Центртелеком	0.75	2.5	2.1	2.0	7.4	5.9	5.3	N.M.	20.3	11.2	7.1	5.6	5.2	МСФО
Дальсвязь	5.37	2.4	1.7	1.6	9.4	5.1	4.3	51.0	8.5	6.2	7.1	4.7	3.8	МСФО
С-З. Телеком	1.81	2.8	2.1	1.9	8.6	5.4	4.9	36.9	12.2	10.6	8.7	5.8	5.1	МСФО
Сибирьтелеком	0.12	2.0	1.8	1.7	8.2	4.7	4.2	36.9	8.9	8.1	6.0	4.5	4.0	МСФО
ЮТК	0.18	2.2	1.9	1.8	6.3	5.2	4.5	50.3	30.2	10.6	3.9	4.3	3.3	МСФО
Уралсвязьинформ	0.07	2.5	2.2	2.0	9.2	5.7	5.1	N.M.	11.9	10.0	7.2	5.4	4.8	МСФО
ВолгаТелеком	6.59	2.2	1.9	1.7	6.4	4.4	4.0	19.7	8.7	7.7	6.5	4.3	3.8	МСФО
Kazakhtelecom	138	5.1	4.4	3.9	12.8	11.2	9.9	14.8	13.8	12.6	12.1	9.6	8.8	МСФО
Moscow CableCom	12.8	11.6	4.3	2.8	NEG.	27.4	10.0	NEG.	NEG.	43.0	NEG.	N.M.	15.2	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.5700	2.6	2.3	2.0	6.7	14.3	12.2	36.8	40.4	35.2	21.2	15.6	13.6	МСФО
ОГК 1	0.1065	4.7	4.3	3.4	50.9	42.0	18.9	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	24.2	РСБУ
ОГК2	0.1633	4.7	4.4	3.5	N.M.	42.6	26.8	NEG.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	39.5	РСБУ
ОГК3	0.1302	7.1	5.5	4.4	N.M.	56.2	27.5	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	55.8	РСБУ
ОГК4	0.1095	6.0	5.4	4.3	N.M.	56.6	21.4	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	27.5	РСБУ
ОГК5	0.1390	5.6	4.7	3.8	N.M.	42.1	22.2	N.M.	NEG.	N.M.	N.M.	N.M.	39.6	МСФО
ТГК 1	0.0012	5.4	4.4	3.4	29.1	22.8	12.2	N.M.	34.7	21.9	N.M.	N.M.	21.7	РСБУ
ТГК 2	0.0008	2.5	1.9	1.5	28.2	9.5	7.3	N.M.	10.9	9.6	37.5	31.8	19.2	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.2380	2.9	2.5	2.0	11.7	15.3	11.2	29.3	47.2	28.8	47.1	35.6	25.3	МСФО
ТГК 4	0.0008	2.1	1.7	1.5	22.8	9.0	7.4	42.4	10.4	9.9	N.M.	N.M.	21.3	РСБУ
ТГК5	0.0013	3.1	2.5	2.1	40.0	17.5	11.5	N.M.	40.9	37.0	N.M.	51.7	26.1	РСБУ
ТГК6	0.0009	2.6	2.1	1.8	26.4	10.7	8.4	N.M.	15.6	11.1	N.M.	N.M.	36.7	РСБУ
ТГК 8	0.0008	3.3	3.0	2.4	38.5	19.6	13.4	N.M.	29.6	27.8	NEG.	NEG.	24.2	РСБУ
ТГК 9	0.0003	1.8	1.5	1.3	20.1	8.6	7.2	49.9	10.9	10.4	39.6	38.4	26.1	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	3.6237	4.1	3.6	2.7	38.5	24.4	12.7	N.M.	32.8	29.0	N.M.	N.M.	21.0	РСБУ
ТГК 13	N.A.	4.3	3.9	3.1	26.3	28.1	11.7	37.4	42.7	17.8	26.9	29.3	11.9	РСБУ
ТГК 14	0.0005	1.9	1.6	1.5	16.8	6.8	5.7	26.2	8.0	7.5	45.3	46.4	25.7	РСБУ
Волжская ГЭС	0.7950	26.1	25.4	N.A.	N.M.	N.M.	36.3	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	49.1	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.9290	17.0	14.3	N.A.	35.3	28.1	18.8	N.M.	N.M.	35.3	35.2	34.1	23.9	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.5230	22.3	14.9	N.A.	49.8	20.7	12.5	N.M.	32.4	18.4	30.2	27.5	16.8	РСБУ
Зейская ГЭС	0.4560	10.5	9.6	N.A.	51.1	29.0	26.1	N.M.	N.M.	59.8	45.2	34.8	31.4	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.4420	22.0	21.8	N.A.	51.8	N.M.	28.5	N.M.	N.M.	46.2	N.M.	N.M.	38.8	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0370	8.1	8.2	N.A.	34.0	34.8	33.2	55.8	51.9	50.1	N.M.	45.4	43.1	РСБУ
МГЭСК	0.1072	5.2	1.3	0.5	11.4	4.0	2.4	20.4	5.9	3.6	14.1	5.3	2.4	РСБУ
МОЭСК	0.1305	2.7	1.6	1.3	9.7	3.9	3.4	18.8	6.8	6.2	10.3	4.1	3.2	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.3	2.8	2.5	31.4	7.2	6.3	NEG.	12.4	11.3	42.6	8.5	7.3	РСБУ
Кубаньэнерго	33.200	2.4	1.5	1.3	14.2	3.8	3.3	N.M.	6.8	6.2	15.0	4.7	4.0	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.4	1.0	0.8	36.3	3.3	2.9	N.M.	5.0	4.6	38.0	4.3	3.6	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	3.4	1.9	1.7	31.8	5.6	4.9	N.M.	9.1	8.4	34.1	7.1	6.0	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	1.9	1.3	1.1	33.0	3.2	2.7	N.M.	5.3	4.9	27.0	4.2	3.6	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	1.9	1.3	1.2	10.7	4.0	3.5	26.9	6.8	6.2	14.9	5.3	4.5	РСБУ
Дагестанская РГК	0.1550	13.4	12.7	N.A.	N.M.	49.7	34.1	NEG.	N.M.	56.7	N.M.	N.M.	45.8	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1570	7.9	8.2	N.A.	34.1	34.4	21.4	N.M.	59.1	33.8	49.2	45.7	29.3	РСБУ
Омская ЭГК	140.07	2.3	1.9	1.6	20.1	9.2	7.9	40.2	12.3	12.8	37.1	36.1	26.0	РСБУ

<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	270	3.4	2.5	2.6	5.1	3.6	3.9	7.9	5.5	6.0	7.4	5.4	5.5	МСФО
Evraz Group	35.0	2.2	1.9	2.1	6.9	6.4	8.7	12.0	10.9	15.7	8.0	8.7	10.9	МСФО
Мечел	34.2	1.2	1.1	1.2	5.7	5.1	6.4	9.0	8.6	11.4	9.8	6.7	8.2	US GAAP
ММК	0.95	1.8	1.8	1.9	5.0	4.8	6.6	7.8	7.5	10.9	7.5	6.4	8.4	МСФО
НЛМК	3.08	3.3	3.5	3.8	7.6	8.0	9.1	12.6	12.9	15.4	12.7	9.0	10.7	US GAAP
Северсталь	15.5	1.4	1.5	1.5	6.1	5.3	5.8	14.8	10.9	13.1	10.1	6.2	6.8	МСФО
ВСМПО-Ависма	318	3.1	2.8	2.8	7.7	7.0	7.2	11.7	10.7	12.4	14.4	11.2	11.9	US GAAP
Kazakhmys	29.8	2.0	1.8	1.8	4.3	3.7	3.9	8.3	7.2	7.6	8.2	6.5	6.4	МСФО
Vera Gold	6.65	15.0	12.1	6.4	54.6	37.4	9.8	NEG.	N.M.	16.3	56.8	52.8	13.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	3.3	2.0	1.8	12.1	3.3	3.0	21.5	5.4	4.8	10.4	5.1	4.2	CA GAAP
European Minerals	1.24	N.A.	11.0	2.2	NEG.	19.3	3.2	NEG.	26.4	3.9	NEG.	38.6	5.2	CN GAAP
High River Gold	1.96	7.8	3.9	2.7	29.9	10.1	5.9	NEG.	14.5	7.7	N.M.	8.5	7.2	CN GAAP
KazakhGold	25.6	8.9	5.8	3.0	17.4	9.7	4.9	42.5	26.2	11.5	40.8	17.6	8.7	МСФО
Peter Hambro	19.7	10.6	11.0	4.6	27.1	23.0	7.8	51.3	39.4	10.9	42.4	34.7	17.2	UK GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	35.5	2.2	1.5	1.2	26.5	14.5	11.4	N.M.	29.7	21.5	20.5	10.9	8.8	МСФО
Седьмой континент	26.7	2.0	1.4	1.0	18.3	13.2	9.4	28.1	25.8	19.1	29.4	15.1	11.0	МСФО
Магнит	52.5	1.4	0.9	0.7	28.7	17.7	10.7	59.3	41.2	20.9	29.4	18.4	11.5	МСФО
Балтика	46.6	4.7	3.9	3.7	14.8	12.3	11.3	24.1	19.4	17.7	18.5	15.4	14.3	МСФО
Efes Breweries	32.0	1.2	1.0	0.7	7.4	5.4	3.6	28.0	14.7	7.6	6.6	4.2	3.2	МСФО
Калина	44.5	1.4	1.2	1.0	12.6	9.6	8.0	29.5	17.2	12.9	10.1	17.2	15.3	МСФО
Лебедянский	89.0	2.8	2.0	1.7	14.6	11.1	8.9	22.4	17.3	13.8	25.8	20.3	13.6	МСФО
Oriflame, €	40	2.4	2.2	2.0	15.4	13.8	12.4	21.9	19.0	16.7	16.4	17.1	14.1	МСФО
Вимм-Билль-Данн	102.0	2.5	1.9	1.6	20.4	13.1	10.1	42.0	24.4	18.0	31.6	20.8	14.2	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	44.7	1.1	0.8	0.6	8.7	6.8	5.0	17.9	13.0	9.7	7.2	6.2	4.6	МСФО
Акрон	34.5	1.4	1.3	1.2	6.2	4.9	5.2	12.6	8.6	9.6	7.6	6.0	6.0	МСФО
Дорогобуж	0.40	1.1	1.0	0.8	6.0	4.8	2.9	6.5	4.7	3.1	4.1	3.4	2.5	МСФО
Sterre Cement	5.83	14.8	9.4	4.6	32.6	16.2	7.7	56.3	27.0	11.3	50.7	22.5	10.8	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	5	8.7	6.8	5.6	13.9	11.2	9.6	28.4	21.1	17.6	8.2	3.9	3.3	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	7.2	5.0	3.9	10.5	7.3	5.8	24.3	18.0	14.6	2.7	2.3	1.9	МСФО

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

## "ВТОРОЙ

## ЭШЕЛОН"



## Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" практически в точности повторил динамику рынка, снизившись на 4.29% на фоне падения индекса РТС на 4.97%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции золотодобывающей компании Celtic Resources, котировки которых выросли за неделю на 6.4% после сообщений о получении полного контроля над рудником Жерек. Оставшиеся 25% акций были куплены компаний за \$0.7 млн., что предполагает коэффициент \$3.1/унцию ресурсов категории M&I. Это является очень низким показателем по сравнению с коэффициентом \$65/унцию, с которым торгуются акции других компаний золотодобывающего сектора стран СНГ.

## 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 27/07, \$	Цена 20/07, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Arawak Energy	ABG CN	5.0%	2.54	2.72	-6.7%	9.0%
BMB Munai	KAZ US	7.5%	6.36	6.72	-5.4%	28.5%
Dragon Oil	DGO LN	7.5%	4.28	4.60	-7.1%	26.3%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	19.25	21.47	-10.3%	54.4%
Sibir Energy	SBE LN	7.5%	9.72	10.58	-8.2%	15.5%
С-3. Телеком	SPTL RU	5.0%	1.64	1.70	-3.6%	3.5%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	4.90	4.95	-1.0%	17.8%
Kazakh Telecom	KZTA GR	7.5%	125.46	128.47	-2.3%	22.0%
Celtic Resources	CER LN	5.0%	3.89	3.66	6.4%	17.3%
European Minerals	EPM CN	0.0%	1.25	1.43	-12.3%	64.2%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	20.00	20.90	-4.3%	-2.4%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.07	0.07	0.7%	-5.2%
Северсталь-Авто	SVAV RU	5.0%	35.00	35.60	-1.7%	15.7%
Rambler	RMG LN	5.0%	46.25	49.00	-5.6%	37.0%
International Marketing & Sales Group	MSG LN	5.0%	3.63	3.67	-1.1%	74.9%
Steppe Cement	STCM LN	5.0%	7.12	7.70	-7.6%	58.2%
Распадская	RASP RU	5.0%	3.00	3.09	-2.9%	62.6%
Белон	BLNG RU	5.0%	40.25	40.75	-1.2%	3.9%
Kazkommertsbank	KKB LI	5.0%	18.30	20.90	-12.4%	-20.8%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>-4.3%</b>	<b>33.1%</b>

## Рост продолжается, но входит в более умеренную фазу

Недавно мы провели встречи с представителями 10 крупнейших банков Казахстана. Страна переживает очевидный потребительский и строительный бум – цены на недвижимость, товары и услуги в Алма-Ате приближаются к московским. Хотя уровень распространения банковских услуг в Казахстане превышает средний показатель по странам Восточной Европы, соотношение выданных кредитов к ВВП (без учета кредитов, выданных за пределами Казахстана) на конец 2006 года составляло менее 60%. Регулирующие органы Казахстана ужесточают требования к банкам, чтобы оградить отрасль от перегрева. Мы также подтвердили наше предположение, что темпы роста банковского сектора страны в этом году замедлятся, источники финансирования ограничены и стоят все дороже. Замедление развития при этом выразится в снижении темпов роста кредитования корпоративных клиентов, в то время как кредитование частных лиц будет расти по-прежнему быстро. В итоге в структуре кредитных портфелей казахстанских банков произойдут позитивные изменения в сторону увеличения удельного веса более рентабельных продуктов. Мы также ожидаем, что менее крупные банки либо закроются, либо будут куплены.

### Факты говорят о том, что бум продолжается...

**Казахстан переживает потребительский бум.** Когда мы прошлый раз приезжали в Алма-Ату год назад, мы заметили, что большая часть машин в городе была с правым рулем и старше десяти лет. Не удивительно, что банки считали автокредитование рискованным – большинство ссуд выдавалось на покупку поддержанных машин. Сейчас в городе большая часть машин – это самые различные новые иномарки. Увеличение располагаемых доходов сделало автокредиты более доступными для населения, и этот сегмент банковского бизнеса пережил колоссальный рост.

**Рекламные плакаты также говорят о продолжении бума.** В отличие от прошлого года, когда в Алма-Ате мы видели одну только рекламу банков, сейчас на улицах города рекламируется и бытовая техника, и автомобили и самые различные услуги. Рестораны всех ценовых категорий забиты до отказа. Чтобы получить столик в дорогом ресторане (\$20 за чайник чая) в пятницу вечером, заказывать его надо за два дня.

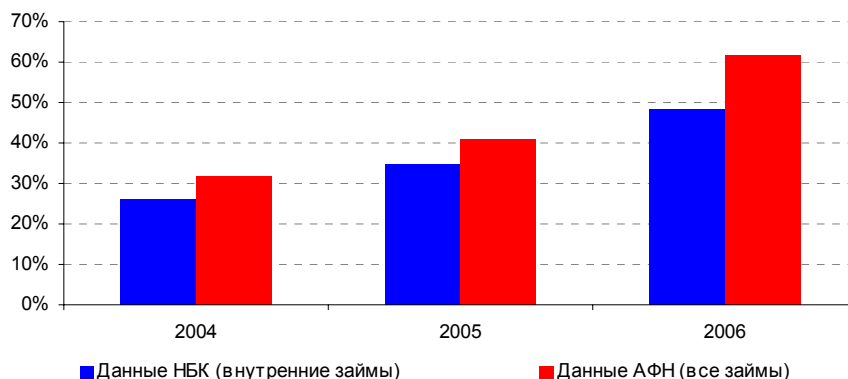
**Цены на недвижимость в Алма-Ате заоблачные – почти московские, а новое строительство все продолжается.** По данным местного агентства недвижимости Absolute, средняя цена квадратного метра жилой площади в Алма-Ате составляла на начало июля \$3 720. Это всего на 14% ниже, чем в Москве. В стране ежегодно строится примерно 5 млн. кв. м. нового жилья – некоторые районы Алма-Аты похожи на огромные стройплощадки. С учетом того, что ставки по ипотечным кредитам составляют сейчас 11-14%, квартиры в городе недоступны для большинства желающих. Тем не менее, ипотечное кредитование увеличивается примерно на 100% в год – основной спрос исходит со стороны владельцев квартир, которые хотят улучшить свои жилищные условия.

**Спрос на коммерческую недвижимость в Алма-Ате тоже очень велик.** Арендные ставки на офисы класса А превышают \$1 000/кв. м. в год, что соответствует московскому уровню. С другой стороны, ставки могут несколько снизиться, когда на рынок будут выведены площади новых современных бизнес-центров, которые в настоящее время строятся в городе. Большинство банков уверены в секторе и наращивают объемы кредитования строительной отрасли. Из банков первой шестерки у Kazkommertsbank наиболее крупные риски на сектор недвижимости – 29% его кредитного портфеля представляют собой ссуды строительным компаниям, еще 8% – в других проектах сектора недвижимости, 9% – ипотека.

### ...но темпы роста снижаются

**Несмотря на то, что в результате беспрецедентного роста кредитования привел уровень распространения банковских услуг в Казахстане теперь выше, чем в странах Восточной Европы, мы считаем, что пространство для роста еще остается.** Во-первых, ссуды частным лицам по-прежнему составляют небольшую долю в совокупном кредитном портфеле. На ссуды физлицам приходится меньше трети от общего объема выданных в Казахстане кредитов. По отношению к ВВП они достигли на конец 2006 года 16%, что меньше уровня Венгрии (25%) и почти соответствует уровню Болгарии, Польши и Чехии. Помимо этого, официальные данные о соотношении кредитов к ВВП на уровне 62% основаны на консолидированных кредитных портфелях банков, а поскольку у большинства из них есть дочерние банки за рубежом, мы считаем, что эти цифры несколько завышены. Например, у ККВ примерно 30% активов расположены за пределами Казахстана. Если учитывать кредиты исключительно казахстанским компаниям, то, по данным Национального банка Казахстана, уровень распространения банковских услуг на конец 2006 года составил менее 50%, что ниже уровня Венгрии и сопоставимо с Болгарией и Украиной.

## Зарубежное кредитование искажает картину распространения банковских услуг в Казахстане

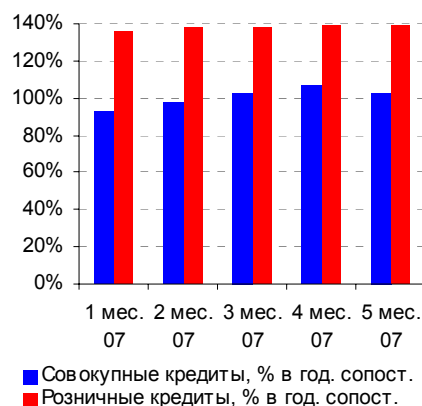


Источник: АФН, НБК

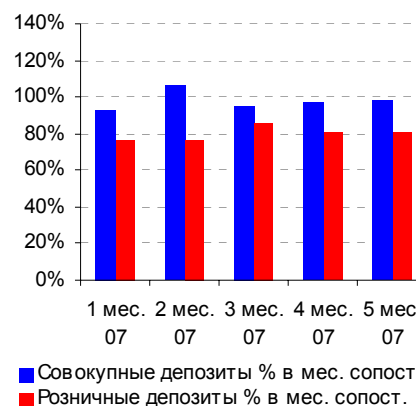
Несмотря на то, что по итогам 5 месяцев 2007 рост суммарной ссудной задолженности составил более 100%, местные игроки ожидают в этом году снижения темпов роста. Суммарный прирост ссудной задолженности в первые месяцы года почти постоянно был вдвое выше, чем за аналогичный период 2006 года. Основным катализатором роста являются кредиты частным лицам, которые в годовом сопоставлении увеличились примерно на 140%. Депозиты также продемонстрировали существенный рост на 93-106%. Тем не менее, большинство местных банкиров прогнозируют замедление роста осенью, в результате чего итоговые темпы роста по итогам года должны составить 60-70%, что соответствует нашему прогнозу.

## Рост кредитов и депозитов по итогам 5 месяцев 2007 года близок к 100%

### Рост кредитов



### Рост депозитов



Источник: АФН, НБК

Регулирующие органы Казахстана – Национальный банк и Агентство по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций (АФН) продолжают предпринимать меры по защите банковского сектора от перегрева. С 29 августа 2007 года Нацбанк повысил требования по резервированию при заимствованиях на международном рынке с 8% до 10%, одновременно снизив требования по резервированию при заимствованиях на внутреннем рынке с 6% до 5%. Банк планирует переложить возросшие расходы на корпоративных клиентов, повысив процентные ставки по ссудам. Фактически, большинство крупных банков уже повысили ставки для корпоративных клиентов, что может привести к снижению объема заимствований.

Насколько мы понимаем, банки не планируют повышать ставки по потребительским кредитам и ожидают, что темпы роста в данном секторе сохранятся на уровне, близком к прошлогоднему (свыше 100%). Другими словами, общее снижение темпов кредитования будет вызвано, в первую очередь, замедлением корпоративного сегмента. Это должно привести к улучшению структуры кредитного портфеля – повысится удельный вес более прибыльных кредитов частным лицам. Общее влияние на рентабельность будет нейтральным, поскольку позитивный эффект от улучшения структуры кредитного портфеля будет нивелирован повышением стоимости заимствований.

**Тем временем АФН повысило взвешенность рисков по некоторым типам ссуд.** Начиная с 1 июня при расчете активов, взвешенных с учетом рисков, казахстанские банки должны использовать весовой коэффициент 150% по всем потребительским кредитам и ипотечным кредитам, выданным более чем на 85% стоимости залога. Это должно привести к снижению уровня достаточности капитала казахстанских банков, что заставит их либо снизить объемы рискованного кредитования, либо привлечь новый капитал. Среди 10 казахстанских банков, на наш взгляд, наиболее сильное влияние эти изменения окажут на Alliance Bank. Стоит также отметить, что эти изменения не повлияют на достаточность капитала банков по МСФО.

**Другой причиной ужесточения требований к капиталу стало ограничение спекуляций с недвижимостью.** При более высоком весе рискованных активов банкам придется избегать масштабного кредитования на большой процент от залога или повышать процентные ставки по таким кредитам, делая спекуляции менее выгодными.

**Ужесточение надзора и конкуренции должно привести к консолидации отрасли.** С учетом того, что у малых банков позиции более слабые, чем у лидеров рынка, мы считаем, что они либо закроются, либо будут проданы. Местные эксперты считают, что Eurasian Bank может быть продан ВТБ, Caspian или Tsesna – австрийскому Raiffeisen, и даже приобретенный ранее ВТА банк Temirbank может быть продан, если ВТА понадобятся средства для расширения бизнеса за пределами страны.

## Корпоративные новости

**Kazkommertsbank (ККВ) в своей розничной стратегии по-прежнему ориентируется на людей с достатком и верхушку среднего класса, одновременно сохраняя тесные отношения с корпоративными клиентами.** Для диверсификации базы фондирования и повышения качества обслуживания корпоративных клиентов ККВ расширяет филиальную сеть. Банк планирует открыть до конца года примерно 40 отделений (менее 15 сотрудников) и один полноценный филиал (примерно 50 сотрудников). Общее число точек продаж должно достичь 240 к 2010 году.

**Мы ранее уже писали о впечатляющей IT-интеграции ККВ, которая позволяет эффективно управлять деятельностью банка.** Его интегрированная IT-платформа позволяет автоматизировать обработку данных, проводить операции в масштабах всей страны, отслеживать финансовые результаты в реальном времени, повышает способность руководства ККВ принимать своевременные решения и сокращает расходы на бэк-офис.

**Bank TuranAlem (ВТА) планирует стать одним из крупнейших банков в СНГ.** Он присутствует уже на рынках Турции, России, Армении, Грузии и Белоруссии и намерен консолидировать все операции в СНГ в ближайшем будущем. Позднее в этом году ВТА намерен увеличить свою долю в российском Славинвестбанке до 51%. ВТА также находится в процессе увеличения капитала первого уровня на \$1.5 млрд., и ему необходимо еще примерно \$500 на консолидацию. У банка нет планов по выпуску еврооблигаций в этом году, хотя его дочерние банки могут делать это на независимой основе.

**ВТА планирует развивать Temir Bank как независимое учреждение.** В то же время, ВТА может продать некоторые его активы, например, страховую компанию, или весь банк целиком, если ему понадобятся средства для развития группы. TuranAlem планирует провести IPO после консолидации, что, на наш взгляд, произойдет не ранее осени 2008 года.

**Haluk Bank по-прежнему придерживается консервативной стратегии в кредитовании, несмотря на то, что теряет долю рынка.** Поскольку требования к государственному Haluk жестче, а процентные ставки у него близки к среднему по рынку уровню, не удивительно, что он продолжает терять клиентов, которых переманивают более агрессивные конкуренты. Руководство банка заявляет, что это осознанное решение. Представители Haluk выражают уверенность в том, что смогут вернуть долю рынка, если только захотят. Руководители кредитной организации также говорят, что более важными для них сейчас являются рентабельность бизнеса и риски.

**Тем не менее, Haluk продолжает пожинать плоды с самой крупной сети продаж в стране.** Например, у банка примерно 1.5 млн. "зарплатных" счетов, и 30% их владельцев привлекли у Haluk специальные кредиты. Банк предлагает подобным клиентам возможность взять кредит на сумму до 70% от его оклада сроком на один месяц, используя банкомат. Выплаты автоматически вычитаются из следующего оклада клиента. Эффективная процентная ставка по такому продукту составляет 88%: 5% комиссия плюс 28% в год.

**ATF Bank в настоящее время приобретает итальянская группа Unicredit, хотя официальное одобрение сделки со стороны Банка Италии вряд ли будет получено до осени.** Пока не ясно, какова будет сумма оферты Unicredit миноритарным акционерам ATF по обыкновенным и привилегированным акциям, но мы считаем, что она будет близка к рыночной. По словам представителей руководства ATF, основные

акционеры банка уже выкупили большую часть привилегированных акций, поэтому их количество в свободном обращении незначительно. В результате мы полагаем, что Unicredit не столкнется с большими расходами при выкупе акций на открытом рынке.

**Банк CenterCredit, наверное, последний из первой десятки казахстанских банков, кто еще не решил – проводить IPO, либо привлечь стратегического инвестора.** Хотя банк планирует объявить о своих планах в ближайшее время, мы думаем, что он будет делать и то, и другое – как ранее поступили ATF и Alliance. Они готовились к проведению IPO, одновременно ведя переговоры со стратегическими инвесторами.

### **Заключение: наши ожидания замедления темпов роста нашли подтверждение**

Казахстан переживает период беспрецедентного экономического роста и бума в сфере потребления и недвижимости, цены на которую приближаются к московским. Уровень распространения банковских услуг в Казахстане превышает средний показатель по странам Восточной Европы, однако мы по-прежнему видим пространство для роста, поскольку соотношение выданных кредитов к ВВП остается довольно низким. Регулирующие органы Казахстана принимают меру по защите отрасли от перегрева, и вследствие уменьшения и удорожания источников финансирования темпы роста банковского сектора в этом году снизятся. Мы ожидаем, что прирост совокупного кредитного портфеля банков составит примерно 60-70%. Поскольку банки переключаются на возросшие расходы на корпоративных клиентов, замедление развития будет заметно, в первую очередь, в данном сегменте. С другой стороны, темпы роста розничного кредитования, вероятно, останутся высокими еще не менее полтора лет.

Рустам Боташев, CFA  
botashev@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
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Gallery 13	\$175	B-/Caa1	15/5/2013	10.125	99.86	100.11	10.12	10.13	67.28	-98	2.25	2.25
TNK-BP 12	\$500	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2012	6.125	95.50	97.00	7.09	6.36	285.54	83	3.77	3.63
TNK-BP 17	\$800	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2017	6.625	94.00	95.50	7.40	6.99	269.29	130	6.62	6.27
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	101.75	102.50	7.38	8.57	293.80	180	1.47	1.50
Абсолют Банк 10	\$175	n.r./Ba3/B	30/3/2010	9.125	103.50	104.25	7.49	8.78	310.24	123	2.22	2.30
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	100.58	101.58	6.65	8.04	196.39	170	0.71	0.72
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	109.25	110.75	7.09	8.07	248.90	92	5.22	5.74
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	99.96	100.61	7.42	7.73	277.92	237	0.85	0.86
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	98.00	99.50	9.06	8.73	482.70	286	2.73	2.70
АльфаБанк 09	\$400	n.r./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	99.00	100.00	8.12	7.91	373.24	219	1.88	1.87
АльфаБанк 12	\$500	n.r.	25/6/2012	8.2	96	97.5	9.04	8.48	484.47	288	3.79	3.67
АльфаБанк 17/12	\$300	B+(P)/Baa3/B+	22/2/2017	8.635	97.00	98.50	9.25	8.83	508.71	308	3.44	3.36
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	102.75	103.50	6.43	7.76	198.43	47	1.88	1.94
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	101.50	102.50	6.69	7.23	236.79	39	2.81	2.87
Банк Москвы 17/12	\$400	n.r./Baa1/BBB-	10/5/2017	6.807	97.00	98.00	7.16	6.98	307.05	121	6.76	3.96
БанкМосквы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	103.00	103.00	6.70	7.12	277.71	47	4.50	4.64
БанкМосквы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	100.75	101.75	7.26	7.41	303.88	100	2.79	2.82
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	96.94	97.17	11.33	9.79	708.80	585	1.51	1.47
ВБД 08	\$150	B-/B2	21/5/2008	8.5	101.04	101.54	6.83	8.39	215.01	186	0.75	0.76
Внешторгбанк 07	\$300	BBB+/A2/BBB+	30/7/2007	2.9	99.95	100.20	-0.48	2.90	-503.70	-504	0.01	0.01
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.04	101.44	5.91	6.79	133.58	50	1.26	1.27
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	105.23	105.63	6.02	7.11	175.47	-28	3.44	3.63
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	100.00	101.00	2.16	6.28	164.65	-14	6.28	2.18
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	95.74	96.24	4.77	4.43	46.67	0	6.89	6.62
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	97.25	98.75	6.58	6.38	143.78	-11	5.99	5.87
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	105.25	106.25	6.70	9.46	225.37	96	1.65	1.74
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	101.50	102.50	7.12	7.84	269.92	91	2.13	2.17
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	103.25	104.25	7.32	8.07	310.22	108	3.37	3.49
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	102.50	103.50	7.77	8.01	312.29	166	6.00	6.18
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	108.65	109.40	6.11	9.63	165.46	11	1.90	2.07
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	106.50	106.87	5.36	7.31	109.63	0	2.64	2.82
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	93.75	93.75	5.86	4.86	160.34	0	4.49	4.21
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	113.60	114.60	6.57	8.44	210.64	34	4.14	4.73
Газпром 13a	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	97.00	98.00	6.80	5.77	239.81	78	2.08	1.61
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	94.25	95.25	7.37	6.86	271.57	122	5.89	5.58
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	98.50	99.50	6.04	5.93	177.16	0	6.01	5.95
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	95.50	96.50	6.80	6.47	207.61	67	6.70	6.43
Газпром 17€	500.00	BBB-/P(A3)/BBB-	2/11/2017	5.44	94.50	95.50	6.02	5.73	122.47	-11	7.50	7.13
Газпром 20	\$1250	BBB+/nr/BBB	1/2/2020	7.201	100.75	101.75	6.86	7.11	232.36	71	3.45	3.33
Газпром 22	\$1300	BBB-/P(A3)/BBB-	7/3/2022	6.51	96.00	97.00	6.89	6.75	198.08	73	8.83	8.52
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	121.50	122.50	6.82	7.07	188.59	37	11.41	13.92
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	101.33	101.83	5.92	7.14	132.05	60	1.14	1.16
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	106.50	107.50	7.09	10.16	265.40	126	1.67	1.79
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	100.25	101.75	8.08	8.17	346.29	197	5.69	5.74
Еврохим 12	\$300	BB-/n.a./BB-	20/3/2012	7.875	97.00	98.50	8.47	8.06	428.74	228	3.59	3.51
Зенит 09	\$200	n.r./nr/B	27/10/2009	8.75	99.75	100.25	8.61	8.75	424.76	268	1.89	1.89
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	100.75	101.75	8.88	9.14	471.88	270	3.28	3.32
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1e/B	12/5/2009	9	98.75	100.25	9.29	9.05	494.90	372	1.53	1.52
КузбассРазрезУголь 10	\$200	Be/B1e	12/7/2010	9	98.00	99.00	9.51	9.14	523.30	334	2.46	2.42
КузбассРазрезУголь 10	\$200	Be/B1e	12/7/2010	9	98.00	99.00	9.51	9.14	523.30	334	2.46	2.42
Лукойл 17	\$500	BBB-	7/6/2017	6.356	93.15	93.81	7.30	6.80	257.55	120	6.89	6.45
Лукойл 22	\$500	e/(P)Baa2/BBB- BBB-	7/6/2022	6.656	92.557	93.404	7.45	7.16	255.48	130	8.85	8.23
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.13	100.88	7.72	8.58	311.27	293	0.54	0.54
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	99.83	100.13	7.52	7.50	293.13	287	0.34	0.34
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	102.00	103.50	8.91	9.49	475.64	273	3.14	3.23
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	101.85	102.60	6.96	7.83	253.78	88	2.05	2.10
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	101.05	102.05	6.66	7.88	207.19	137	1.11	1.13
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	103.48	103.94	5.36	6.22	109.03	0	3.48	3.61
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.18	100.38	4.89	1.79	31.92	28	0.18	0.18
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	98.48	98.69	5.96	4.44	128.49	88	0.87	0.85
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	101.28	101.78	6.64	9.60	200.12	187	0.46	0.47
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	101.50	102.50	7.65	8.21	334.18	139	2.64	2.69
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	100.50	101.50	7.73	7.92	351.92	150	3.48	3.52
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	99.00	101.00	8.50	8.50	405.48	235	4.50	4.50
Новороссийский Порт 12	\$300	BB+e/Ba2e/	17/5/2012	7	96.00	98.00	7.76	7.22	354.73	154	3.82	3.71
Номос 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	99.00	100.50	8.39	8.27	401.09	278	1.55	1.55
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	99.00	100.50	9.81	9.77	569.04	368	3.20	3.19
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	102.25	102.25	6.00	6.97	154.29	2	1.91	1.95

## Рынок внутреннего долга

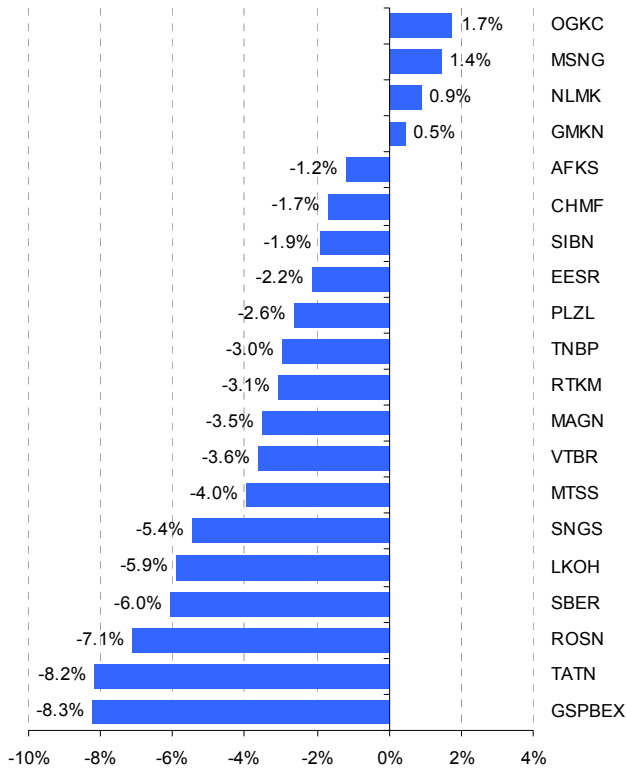
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, % Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>												
ВТБ - 4 об*	5,000	19/3/2009	20/3/2008	6.3	0.00	0.00	100.35	-	5.81	19	84	0.60
ВТБ - 5 об*	15,000	17/10/2013	24/4/2008	5.9	0.00	0.00	100.30	10,030,000	5.60	2	66	0.70
ГАЗПРОМ А4	5,000	10/2/2010		8.22	104.85	105.01	104.85	14,457,399	6.23	(0)	35	2.14
ГАЗПРОМ А5	5,000	9/10/2007		7.58	100.33	100.49	100.33	2,345,915	5.94	(0)	100	0.19
ГАЗПРОМ А6	5,000	6/8/2009		6.95	100.51	101.53	101.70	-	6.14	(0)	47	1.76
ИРКУТ-03об	3,250	16/9/2010		8.74	104.30	105.55	104.29	-	7.31	(0)	140	2.56
Лукойл2обл	6,000	17/11/2009		7.25	101.70	102.10	101.95	-	6.42	(1)	-385	0.31
НКНХ-03 об*	2,000	1/9/2007	1/9/2005	8	0.00	0.00	100.00	-	8.18	1	324	0.02
РЖД-02обл	4,000	5/12/2007		7.75	0.00	0.00	100.84	-	5.40	29	46	0.34
РЖД-05обл	10,000	21/1/2009		6.67	100.05	101.05	100.50	61,575,000	6.41	(5)	106	1.36
РЖД-06обл	10,000	10/11/2010		7.35	102.25	102.50	102.25	420,760,212	6.68	(0)	74	2.76
РЖД-07обл	5,000	7/11/2012		7.55	104.00	104.45	104.45	228,793,103	6.65	(31)	48	4.14
РусАлФ-3в	6,000	21/9/2008		7.2	100.28	100.50	100.40	120,378,000	6.94	(26)	196	1.03
РусНефть1	7,000	10/12/2010		9.25	93.50	93.90	93.50	13,111,760	6.27	(0)	990	2.85
САНОС-02об	3,000	10/11/2009		10	105.35	105.60	105.50	32,705,000	7.47	0	170	1.93
СибТлк-5об	3,000	25/4/2008		9.2	101.50	0.00	101.80	5,090,000	6.78	(0)	184	0.68
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.3	103.70	0.00	104.30	-	7.98	(0)	202	2.75
Мечел 2об	5,000	12/6/2013	16/6/2010	8.4	103.50	103.90	103.50	36,426,800	7.16	(0)	128	2.44
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	100.78	101.02	100.80	10,684,800	6.94	(1)	200	0.25
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.25	102.35	101.70	-	6.84	(0)	190	0.66
ФСК ЕЭС-01	5,000	18/12/2007		8.8	101.10	101.32	101.30	21,273,000	5.47	10	54	0.37
ФСК ЕЭС-02	7,000	22/6/2010		8.25	103.90	104.30	104.30	213,408,128	6.71	(0)	82	2.47
ФСК ЕЭС-03	7,000	12/12/2008		7.1	100.95	101.15	101.10	991,791	6.35	38	112	1.25
ЦентрТел-4	5,600	21/8/2009		13.8	112.70	112.85	112.70	16,899,730	7.22	(0)	155	1.67
ЦентрТел-5	3,000	30/8/2011	2/9/2008	8.09	0.00	101.30	100.30	-	7.94	(191)	300	0.97
ЧТПЗ 01об	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	-	8.36	(1)	218	1.64
ЮТК-3	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.9	100.60	101.22	101.22	13,957,446	4.76	12	-18	0.19
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10	104.00	104.49	104.10	2,342,250	7.49	(0)	190	1.40
<b>Субфедеральные облигации</b>												
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	103.65	104.50	105.12	-	3.92	(7)	-102	0.81
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	105.20	107.00	105.50	-	5.90	6	67	1.25
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	112.00	112.70	112.00	-	6.15	1	19	2.81
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	110.30	110.47	110.47	17,675	6.32	(1)	8	5.14
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	101.15	101.55	101.42	-	4.31	(0)	-62	0.24
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	0.00	0.00	107.70	-	5.97	(1)	8	2.45
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	100.25	0.00	100.85	-	-7.54	(0)	-1248	0.05
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	103.20	0.00	105.50	21,900	3.12	(0)	-182	0.75
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11	100.35	100.55	100.35	-	5.30	7	37	0.06
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11	107.73	108.10	108.00	70,878,000	6.25	1	73	1.51
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10	106.10	106.20	106.20	9,222,353	6.40	3	56	1.57
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9	107.60	108.00	107.55	217,694,861	6.79	(0)	80	3.00
Мос.обл.7в	16,000	16/4/2014		8	105.80	105.95	105.95	1,011,988,933	7.00	12	77	4.93

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

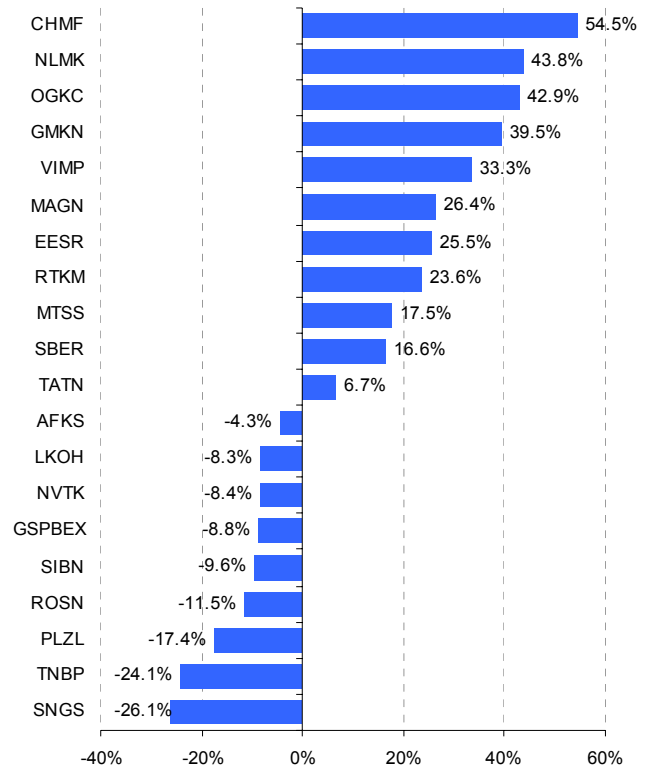
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

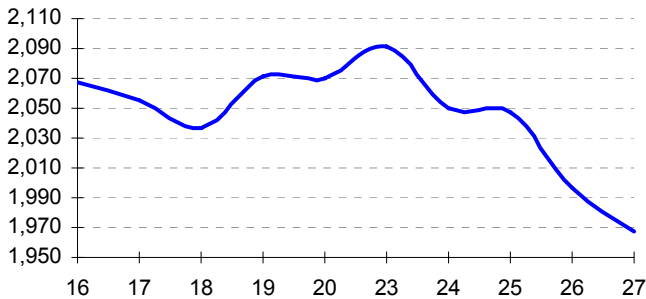
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



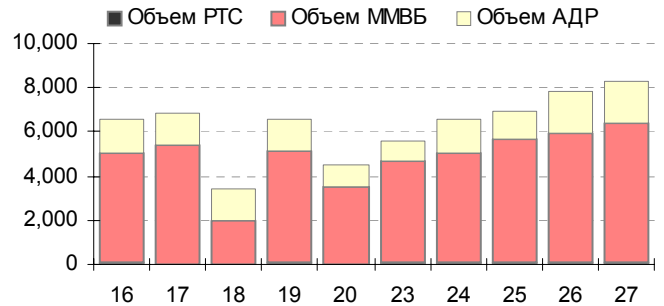
### 20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



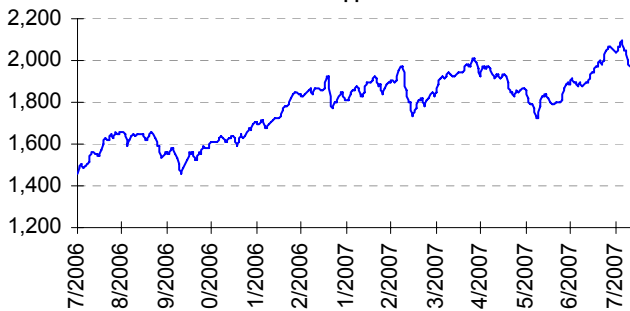
РТС за две недели



Объем торгов (\$ млн)



РТС 52 недели

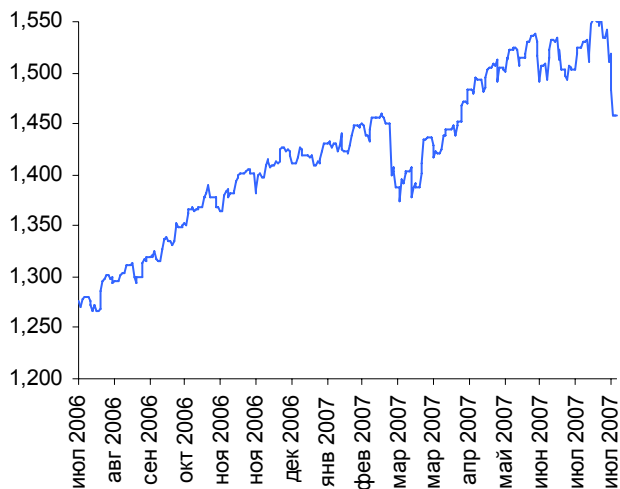


10 наиболее ликвидных акций РТС

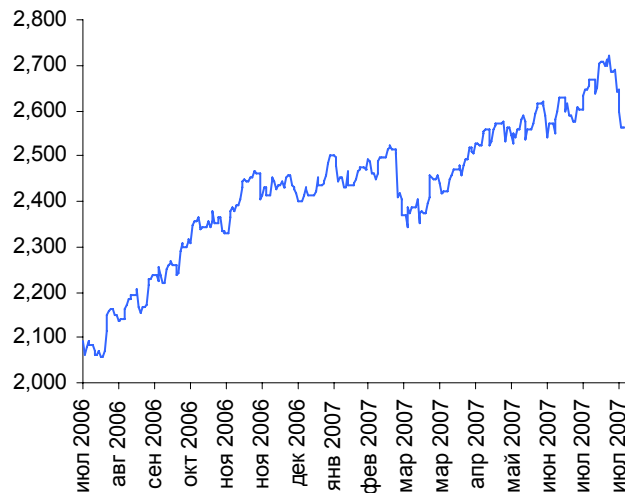
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
РАО ЕЭС России	-2.2	102
ГМК Норильский никель	0.5	62
Сбербанк РФ	-6.0	41
Газпром	-8.3	33
ЛУКОЙЛ	-5.9	28
Роснефть	-7.1	7
Татнефть	-8.2	6
Сургутнефтегаз	-5.4	5
РАО ЕЭС России, прив.	-1.3	5
Северсталь	-1.7	3

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

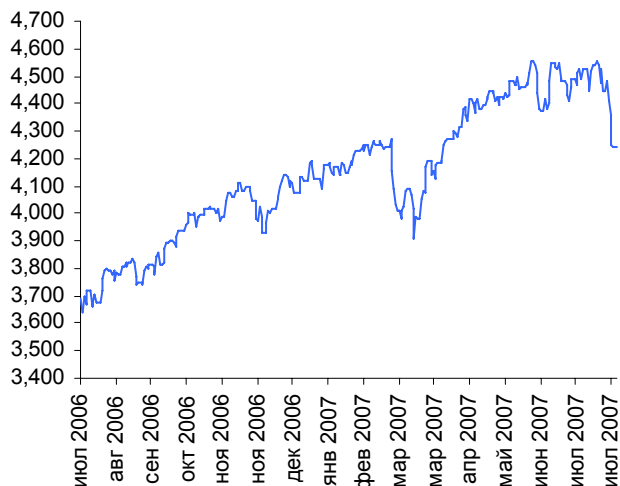
S&P 500



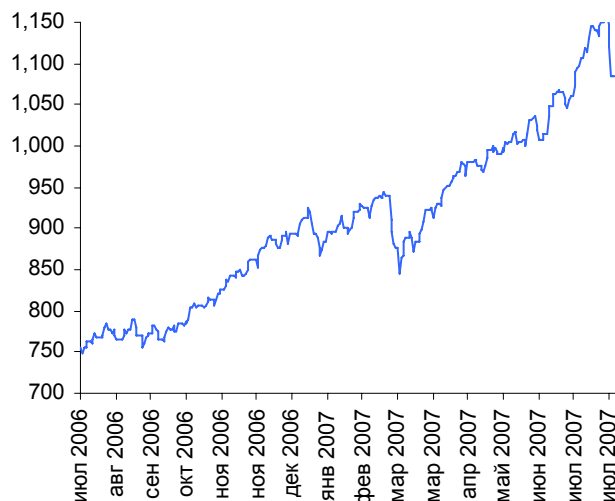
Nasdaq



DJ Euro STOXX 50



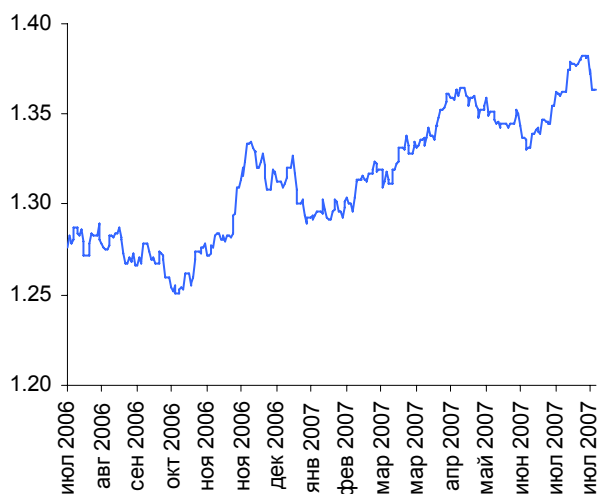
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## ЗАО "АТОН Брокер"

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

### Трейдинг

Контакты:  
Стивен Дашевский  
dashevsky@aton.ru

Мария Родионова  
rodionova@aton.ru

### Долговые обязательства

Контакты:  
Сергей Сидоров  
ssidorov@aton.ru

## Заявление аналитика

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

### Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых ЗАО "АТОН Брокер" 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 ЗАО "АТОН Брокер" 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. ЗАО "АТОН Брокер" 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 ЗАО "АТОН Брокер", 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 ЗАО "АТОН Брокер" (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. ЗАО "АТОН Брокер" 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.

ЗАО "АТОН Брокер" и его 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).

ЗАО "АТОН Брокер" и (или) его 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 Capital Group 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 ЗАО "АТОН Брокер".

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

### Контакты:

Мария Петридис  
petridis@aton.ru

## Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Бен Кэри, директор  
Юлия Бушуева, директор

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

### Стратегия

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

### Нефть / газ

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

### Энергетика

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

### Экономика

Владимир Осаковский, PhD  
osakovsky@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3139

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

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

### Долговой рынок

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

### Телекоммуникации

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

### Металлургия/Угледобыча

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

### Леонид Игнатьев

ignatiev@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3141

### Анна Курбатова

kurbatova@aton.ru  
+7 (495) 777-8829

### Владимир Катунин

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

### Финансы / Недвижимость

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

### Потребительский сектор / Медиа

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

Марат Габитов  
gabitov@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3138

### Инфраструктура/Машиностроение

Елена Мязина  
myazina@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3136

Анна Кочкина  
kochkina@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3122

### Промышленность

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