

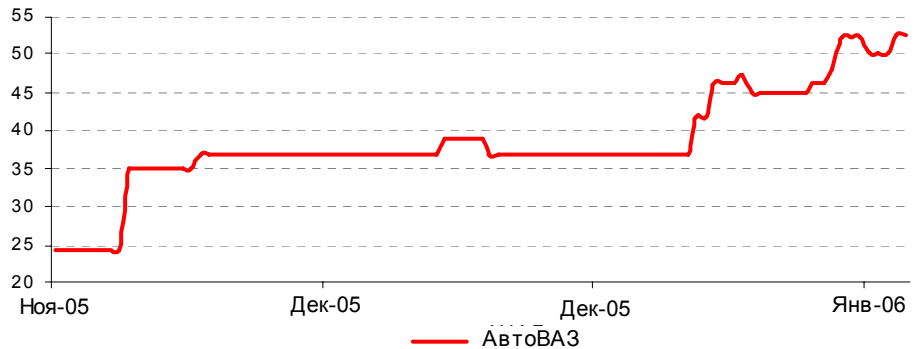
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
Celtic Resources. Урегулировала конфликт с ОАО "Полюс", получил \$90 млн.; рекомендация повышена до "Покупать"	
Долговой рынок	8
Рынок акций	10
Мировые рынки	11

### КОММЕНТАРИЙ

#### "Северсталь-Авто" vs. "АвтоВАЗ": каким акциям отдать предпочтение?

##### Акции "АвтоВАЗа" резко выросли в цене за последние три месяца

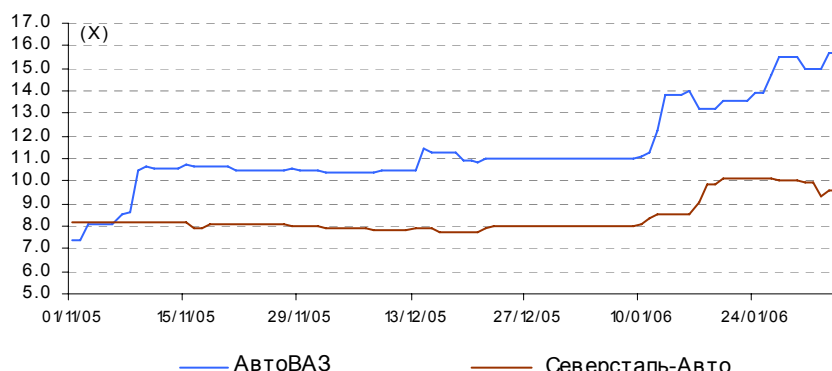


Источник: Bloomberg

После неожиданной отставки главы компании Владимира Каданникова в октябре 2005 года котировки акций "АвтоВАЗа" выросли на 117%. Акции по-прежнему выглядят привлекательными с учетом долгосрочных амбициозных планов, заявлений о мерах, направленных на резкое сокращение затрат, и возможной финансовой поддержки со стороны государства.

Тем не менее, если отложить в сторону заманчивые планы строительства нового завода, повышения объема производства до 2 млн. автомобилей в год и замены устаревших моделей новыми разработками (на все это потребуется не менее трех лет), среднесрочные перспективы "АвтоВАЗа" представляются нам, в лучшем случае, довольно скромными. Логично предположить, что изменения в руководстве компании, в конечном итоге, должны положительно сказаться на операционных и финансовых показателях, однако мы полагаем, что в текущих котировках заложен слишком оптимистический краткосрочный сценарий. На представленном ниже графике видно, что после отставки Каданникова оценка чистой прибыли "АвтоВАЗа" по итогам 2006 года выросла в два раза, хотя мы еще не видели никаких существенных мер, которые мог ли бы обеспечить рост рентабельности компании.

#### Судя по динамике коэффициента P/E 2006П, по итогам текущего года чистая прибыль "АвтоВАЗа" должна удвоиться



Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

В то же время, участники рынка придерживаются более консервативного взгляда на перспективы "Северсталь-Авто", которая уже достигла гораздо более высоких операционных показателей, чем "АвтоВАЗ", и зарекомендовала себя как самый эффективный автомобилестроитель в стране:

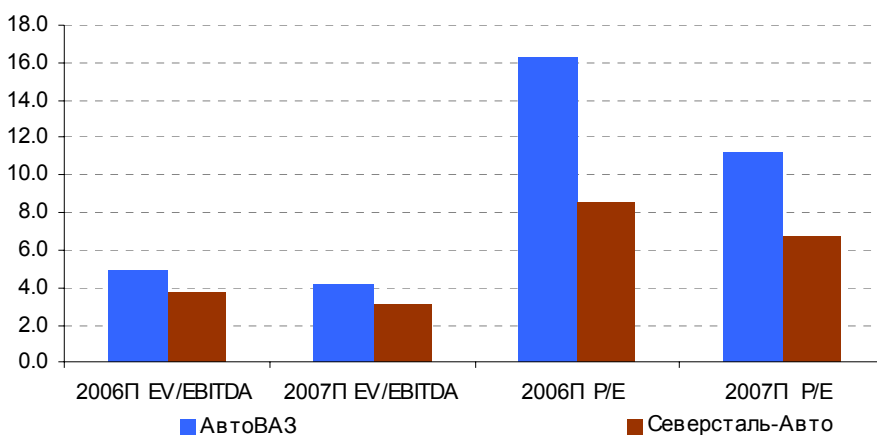
- По уровню операционной рентабельности "Северсталь-Авто" в три раза превосходит "АвтоВАЗ", а по чистой прибыли – в четыре раза.
- Объем производства "Северсталь-Авто" должен вырасти примерно на 25% уже в 2006 году.

- "Северсталь-Авто" приняла четкую стратегию на ближайшие пять лет, заключила ряд соглашений с ведущими автомобилестроителями о сборочном производстве.
- Помимо этого, "Северсталь-Авто" должна стать серьезным конкурентом для "АвтоВАЗа" в ближайшие два года в том же ценовом сегменте, на который может в будущем рассчитывать волжский производитель.

Другими словами, цели и задачи "Северсталь-Авто" вполне понятны. При этом, на наш взгляд, менеджмент компании обладает необходимыми навыками и опытом, чтобы успешно реализовать намеченные планы.

**К сожалению, в случае с "АвтоВАЗом" дело обстоит совершенно иначе: компании еще предстоит проверить обоснованность своей стратегии, и она в значительной степени надеется на помощь государства.** Кроме того, план развития известен лишь в общих чертах, не ясна величина расходов, необходимых для выпуска новых моделей и строительства нового завода, не понятно, как они будут конкурировать с наплывом иномарок на рынке сбыта. Более того, новый менеджмент "АвтоВАЗа", несмотря на большие амбиции, не имеет опыта работы в отрасли, и нам пока ничего не известно о результатах реализации программы сокращения затрат.

#### Коэффициенты "Северсталь-Авто" и "АвтоВАЗа" – чем оправдан дисконт?



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Таким образом, нам трудно понять, почему рынок оценивает акции "АвтоВАЗа" с премией к акциям "Северсталь-Авто". Похоже, инвесторы надеются на масштабную коренную модернизацию и огромный приток государственных средств, однако ни один из этих факторов сам по себе не способен гарантировать высокую прибыль; более того, в ценах на акции заложен очень благостный прогноз по "АвтоВАЗу", несмотря на то, что пока все перемены ограничены заявлениями менеджмента о намерениях.

Единственное другое объяснение опережающей динамики акций "АвтоВАЗа" заключается в том, что рынок ориентируется на резкий рост котировок акций других госкомпаний – "Газпрома" и Сбербанка. Однако мы отмечаем, что между "АвтоВАЗом" и этими компаниями существует очень большая разница: "Газпром" и Сбербанк являются эффективными монополиями в своих секторах, тогда как "АвтоВАЗ" работает в очень конкурентном сегменте рынка. Хотя пока компания занимает доминирующее положение по объему продаж, ее доля рынка уже сократилась ниже 25% и, скорее всего, снизится еще больше в ближайшие годы.

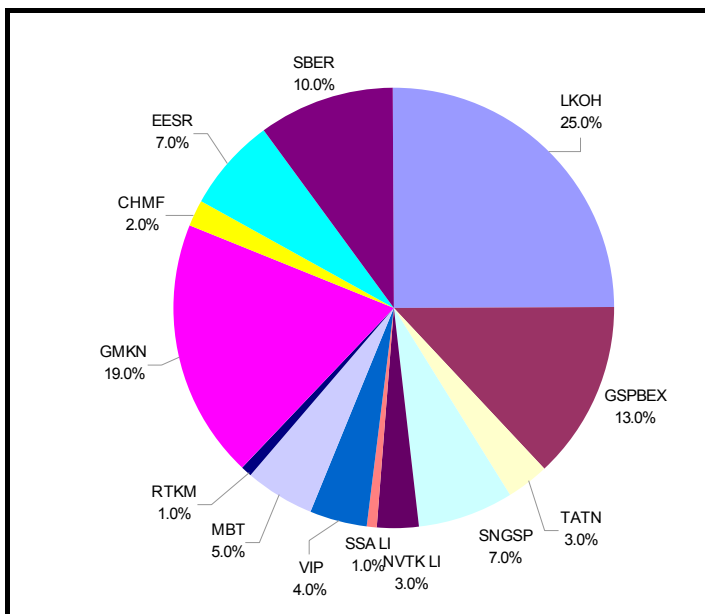
Таким образом, мы рекомендуем инвесторам фиксировать прибыль по акциям "АвтоВАЗа" и вкладывать полученные средства в "Северсталь-Авто", которая представляет собой более выгодную возможность участия в автомобильной промышленности России.

Алексей Языков  
yazikov@aton.ru

**НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ**

	<b>Россия</b>	<b>США</b>	<b>Европа</b>
6.02	Акционеры группы "Разгуляй" на внеочередном собрании изберут новый совет директоров компании	Будут опубликованы данные об объеме потребительского кредитования за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$5.0 млрд. (предыдущее значение: -\$0.6 млрд.)	
	Москве начнет работу международный форум "Энергетика и уголь России"		
	Трубная металлургическая компания опубликует предварительные результаты 2005 года и планы на 2006 год		
7.02	Состоится интернет-пресс-конференция "Корпоративное управление и капитализация российского банка посредством IPO"		
	Москве состоится заседание комиссии Совета Федерации по естественным монополиям		
	Совет директоров "Псковэнерго" выберет председателя		
	Совет директоров "Нортгаза" рассмотрит договор с "Газпромом" о поставках газа по цене 450 руб. за тыс. куб. м		
8.02	Акционеры "Восточно-Сибирской газовой компании" планируют переизбрать совет директоров		
9.02	Арбитраж Москвы возобновит рассмотрение дела по иску "Самаранефтегаза" к ФНС о взыскании более 165 млн. руб.	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 5 февраля 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 284 тыс. (предыдущее значение: 273 тыс.)	
	На ММВБ состоится размещение облигаций Банка России выпуска 03-30BR0 на сумму 30 млрд. руб.	Будут опубликованы данные о динамике объема оптовых товарно-материальных запасов за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.40% (предыдущее значение: 0.40%)	
10.02	В Москве начнется заседание министров финансов стран "Большой восьмерки"	Будет опубликовано значение торгового баланса за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$64.8 млрд. (предыдущее значение: -\$64.2 млрд.)	Будет опубликовано значение индекса опережающих индикаторов стран евро-зоны за декабрь 2005 года. Предыдущее значение: 107.2 пункта

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля снизилась на 5.24% в результате общей коррекции рынка после январского ралли.

Боле других пострадали акции ЛУКОЙЛа и РАО "ЕЭС России", котировки которых снизились за неделю на 6.8% и 7.6% соответственно.

Среди "нефтяных" бумаг удержаться от падения сумели только акции "Татнефти", котировки которых выросли на 2.8%. Среди бумаг других секторов наиболее уверенно чувствовали себя акции "Северстали", подорожавшие "против рынка" на 1.1%.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Портфель	Изменение за месяц		Портфель	Изменение с начала года	
	PTS	Δ		PTS	Δ		PTS	Δ
	-5.24%	-4.74%		20.12%	16.22%		20.12%	16.22%
		-0.50%			3.91%			3.91%

### Рекомендуемый портфель

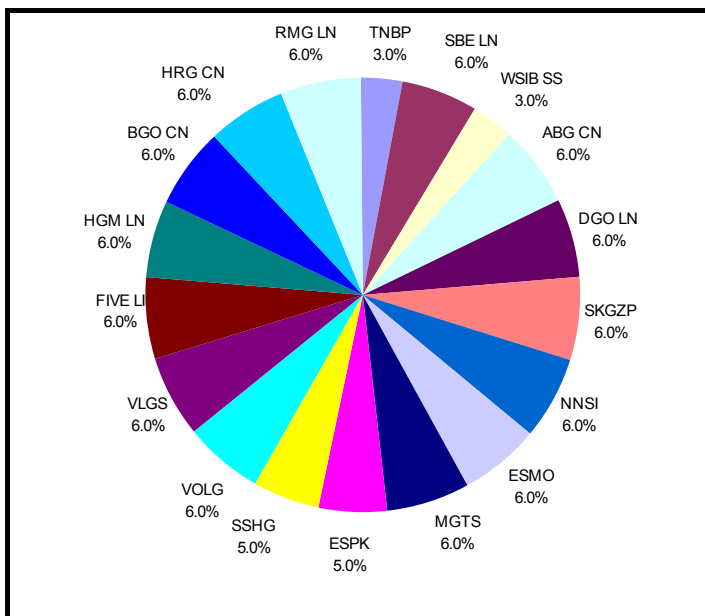
Тикер	Вес в индексе PTS	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 3/02, \$	Цена 27/01, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
<b>Нефть и газ</b>								
ЛУКОЙл	LKOH	15.69%	25.0%	25.0%	74.62	80.05	-6.8%	25.4%
Газпром	GSPBEX	0.00%	13.0%	13.0%	7.79	8.18	-4.7%	15.2%
Татнефть	TATN	4.19%	3.0%	3.0%	4.48	4.36	2.8%	37.0%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	5.01%	7.0%	7.0%	1.05	1.11	-5.5%	18.1%
НОВАТЭК	NVTCLI	0.00%	3.0%	3.0%	28.25	30.20	-6.5%	29.0%
<b>Телекоммуникации</b>								
АФК "Система"	SSALI	0.00%	1.0%	1.0%	24.50	25.70	-4.7%	1.7%
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	4.0%	46.32	46.82	-1.1%	3.2%
МТС	MBT	0.00%	5.0%	5.0%	36.34	38.14	-4.7%	3.1%
Ростелеком	RTKM	0.96%	1.0%	1.0%	2.32	2.35	-1.1%	-1.9%
<b>Металлургия</b>								
ГМК Норильский никель	GMKN	10.53%	19.0%	19.0%	85.00	90.25	-5.8%	29.6%
Северсталь	CHMF	0.98%	2.0%	2.0%	12.18	12.05	1.1%	23.0%
<b>Прочие</b>								
РАО ЕЭС России	EESR	4.35%	7.0%	7.0%	0.48	0.52	-7.6%	13.9%
Сбербанк РФ	SBER	14.02%	10.0%	10.0%	1,480	1,555	-4.8%	13.0%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>				<b>-5.2%</b>	<b>20.1%</b>

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

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
<b>Нефть и газ</b>														
Газпром	8.14	4.8	3.1	3.1	11.4	7.1	6.9	16.8	9.8	9.6	14.9	8.0	8.0	МСФО
Газпром, ADS	81.37	5.1	3.4	3.3	12.2	7.6	7.5	18.3	10.6	10.5	16.2	8.7	8.7	МСФО
ЛУКОЙЛ	78.00	1.2	1.1	1.2	6.7	6.4	6.6	10.1	9.8	10.1	11.6	9.0	8.4	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	-0.4	-0.4	N.M.	-1.2	-1.3	N.M.	0.0	0.0	N.M.	0.0	0.0	N.M.	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.29	2.9	2.6	2.8	7.8	8.3	8.4	12.8	14.0	13.9	11.4	10.8	10.4	РСБУ
Сибнефть	4.20	1.9	1.9	2.1	5.9	7.0	8.1	6.7	7.8	9.4	8.6	7.1	7.7	US GAAP
Татнефть	3.08	1.0	1.0	1.1	4.1	7.0	7.9	5.9	11.6	13.9	5.3	6.4	8.2	US GAAP
Транснефть	2261.98	2.4	2.1	2.0	4.6	4.1	4.0	6.3	5.5	5.4	5.0	4.1	4.0	МСФО
ТНК-ВР	3.12	2.0	1.8	1.9	5.7	6.4	6.8	8.1	9.2	9.9	6.8	7.0	7.9	US GAAP
НОВАТЭК	26.75	1.8	1.7	1.5	3.4	3.2	3.2	6.8	5.0	5.0	7.2	4.1	4.2	РСБУ
Burren Energy	16.70	6.2	5.4	5.4	7.7	6.6	6.8	11.2	9.0	9.5	10.5	8.1	8.0	UK GAAP
Dragon Oil	4.09	7.5	5.5	4.6	9.2	6.5	5.4	14.3	10.2	8.4	11.9	8.8	6.9	UK GAAP
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	47.90	3.3	2.9	2.7	6.5	5.7	5.2	13.5	11.3	9.6	6.6	5.9	5.4	US GAAP
АФК Система	25.40	2.0	1.8	1.6	4.7	3.8	3.6	15.4	12.0	11.3	5.3	4.2	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.00	3.4	2.9	2.6	7.0	5.7	5.2	16.0	13.5	11.9	8.0	7.0	5.8	US GAAP
Ростелеком	N.A.	1.1	1.2	1.2	3.1	3.9	4.1	9.0	11.5	12.5	3.7	3.9	4.3	МСФО
МГТС	24.41	3.2	2.7	2.3	7.6	6.3	5.5	12.9	10.5	8.6	7.5	6.7	5.8	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.4	1.2	1.1	4.7	4.2	4.0	12.3	11.9	10.8	6.2	5.7	5.4	US GAAP
РБК	N.A.	7.3	4.0	3.5	23.7	11.6	9.0	45.8	20.1	15.1	31.7	16.4	12.7	МСФО
ЮТК	0.15	2.2	2.3	2.0	8.3	8.1	6.8	N.M.	54.4	13.2	4.4	3.5	3.0	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.2	2.2	2.1	7.3	6.3	5.9	11.5	9.7	8.3	5.5	4.3	4.1	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	2.0	1.9	1.7	6.2	5.0	4.5	8.7	6.6	5.4	4.6	3.6	3.2	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	2.0	1.9	1.7	6.7	5.1	4.3	9.1	6.3	4.7	4.9	3.5	3.0	МСФО
С-З. Телеком	1.36	2.0	2.0	1.9	6.5	5.4	5.1	10.4	7.7	6.8	5.6	4.2	4.1	МСФО
Центртелеком	0.60	2.1	2.2	2.0	8.1	7.4	6.8	N.M.	N.M.	42.7	6.5	5.5	5.0	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.5	1.5	1.3	7.0	5.0	4.2	14.9	7.5	5.3	7.4	4.3	3.3	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.8	2.5	2.4	8.0	7.2	6.7	14.2	13.6	12.4	9.0	8.0	7.3	РСБУ
<b>Электрэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.1	1.0	N.M.	5.2	4.8	N.M.	16.2	14.3	N.M.	4.7	4.3	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	1.5	1.4	N.M.	11.3	10.3	N.M.	50.8	40.6	N.M.	10.2	10.5	N.M.	МСФО
Костромская ГРЭС	0.29	3.2	2.8	2.5	12.2	11.5	10.3	22.2	19.9	16.9	14.1	13.4	12.3	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	2.7	2.4	N.M.	29.3	28.8	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	30.4	30.4	N.M.	РСБУ
<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	102.39	2.2	2.3	2.3	4.7	4.9	5.7	8.2	8.3	9.7	6.6	5.2	7.6	МСФО
Северсталь	11.93	1.0	1.1	1.0	3.4	4.9	4.1	5.4	8.6	7.0	4.1	5.2	5.5	МСФО
НЛМК	1.57	2.0	2.4	2.5	4.3	6.2	6.9	8.0	11.7	12.9	8.5	7.9	9.1	US GAAP
ММК	N.A.	1.1	1.3	N.M.	2.7	5.4	N.M.	4.7	9.9	N.M.	3.3	6.3	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	0.9	1.1	N.M.	2.2	3.8	N.M.	3.7	6.8	N.M.	2.7	4.4	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.5	0.5	N.M.	1.4	2.3	N.M.	2.9	4.8	N.M.	1.9	3.7	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.0	2.4	2.1	9.0	5.8	4.8	13.0	8.0	6.5	21.1	9.1	7.2	US GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
Сбербанк РФ	1044.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	37.7	21.6	16.8	4.4	3.7	3.1	МСФО
Пятерочка	20.51	1.6	1.1	0.8	14.0	9.7	7.4	21.1	15.2	12.0	16.0	11.5	8.6	МСФО
Седьмой континент	N.A.	2.1	1.3	1.0	20.4	13.5	11.6	35.5	24.6	21.4	18.6	13.9	12.8	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.2	1.8	1.6	11.3	9.0	7.9	32.0	22.4	18.3	16.2	12.9	10.7	МСФО
Балтика	29.99	4.8	4.2	3.6	17.4	15.6	13.7	27.9	26.4	22.9	17.9	19.2	17.0	US GAAP
Лебедянский	75.20	3.0	2.4	2.1	10.5	9.2	8.6	19.7	15.4	13.4	20.8	15.7	13.0	МСФО
Вимм-Билль-Данн	19.51	0.9	0.8	0.7	12.3	9.8	8.5	50.2	27.1	20.1	13.0	9.8	8.5	US GAAP
Северсталь-Авто	21.61	0.7	0.6	0.5	4.7	3.8	3.6	11.3	8.5	7.8	4.7	4.2	3.4	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.4	0.4	0.4	5.0	5.0	4.2	16.1	14.4	9.8	4.5	4.1	3.6	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.1	2.0	1.8	13.3	12.1	11.2	18.6	16.9	15.3	15.3	14.0	12.8	US GAAP
Калина	38.53	1.5	1.2	1.6	8.6	7.4	9.3	15.2	13.0	14.7	50.6	15.7	15.2	МСФО
НПК Иркутт	N.A.	1.4	1.0	N.A.	6.0	4.5	N.A.	9.0	5.6	N.M.	7.9	16.0	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.8	0.8	N.A.	25.0	26.0	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	27.8	16.7	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	21.28	1.3	1.0	0.8	19.3	15.3	14.1	N.M.	56.0	46.7	93.3	40.0	31.1	МСФО

**РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ**

**"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"**



**Обзор портфеля**

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" продемонстрировал неплохие результаты, повысившись на 2.52% на фоне снижения индекса РТС на 4.74%.

В роли абсолютных лидеров повышения выступили акции West Siberian Resources, котировки которых выросли за неделю на 23.6% в ожидании объявления о сделке со стратегическим инвестором.

Кроме того, положительную динамику продемонстрировали акции золотодобывающих компаний Highland Gold и Bema Gold, котировки акций которых повысились на 6.3% и 8.3% соответственно, а также бумаги "ЦентрТелекома" и Dragon Oil, подорожавшие на 5.2% и 6.1%.

**Изменения в портфеле**

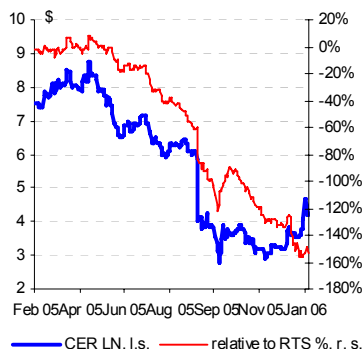
На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

**Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"**

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 3/02, \$	Цена 27/01, \$	Изм. за период	Изм. с начала года	
ТНК-BP	TNBP	3.0%	3.0%	3.24	3.29	-1.4%	13.7%
Sibir Energy	SBE LN	6.0%	6.0%	7.51	7.52	-0.1%	19.3%
West Siberian	WSIB SS	3.0%	3.0%	0.97	0.79	23.6%	59.7%
Aravak Energy	ABG CN	6.0%	6.0%	2.40	2.39	0.4%	73.6%
Dragon Oil	DGO LN	6.0%	6.0%	4.06	3.83	6.1%	18.8%
Сахалинморнефтегаз, прив.	SKGZP	6.0%	6.0%	10.40	10.00	4.0%	4.0%
ВолгаТелеком	NNSI	6.0%	6.0%	3.98	4.00	-0.5%	1.8%
Центртелеком	ESMO	6.0%	6.0%	0.65	0.62	5.2%	30.0%
МГТС	MGTS	6.0%	6.0%	20.49	20.49	0.0%	13.8%
Дальсвязь	ESPK	5.0%	5.0%	2.87	2.94	-2.4%	14.8%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG	5.0%	5.0%	0.74	0.72	2.1%	13.8%
Волжская ГЭС	VOLG	6.0%	6.0%	0.27	0.27	0.4%	14.5%
Жигулевская ГЭС	VLGS	6.0%	6.0%	0.17	0.17	0.0%	9.0%
Пятерочка	FIVE LI	6.0%	6.0%	16.25	16.03	1.4%	12.8%
Highland Gold	HGM LN	6.0%	6.0%	5.34	5.03	6.3%	26.4%
Bema Gold	BGO CN	6.0%	6.0%	4.17	3.85	8.3%	63.4%
High River Gold	HRG CN	6.0%	6.0%	1.70	1.69	0.9%	32.2%
Rambler	RMG LN	6.0%	6.0%	21.00	21.25	-1.2%	5.0%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>2.5%</b>	<b>18.9%</b>	

**CELTIC RESOURCES**
**УРЕГУЛИРОВАЛА КОНФЛИКТ С ОАО "ПОЛЮС", ПОЛУЧИВ \$90 МЛН.; РЕКОМЕНДАЦИЯ ПОВЫШЕНА ДО "ПОКУПАТЬ"**

<b>Тикер</b>	<b>CER LN</b>
<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>
Цена, \$	4.00
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	4.65
Потенциал роста/снижения	16%

**Динамика котировок акций**

**Капитализация и данные об акциях**

Рын. кап., \$ млн.	182
Чистый долг, \$ млн.	13
EV, \$ млн.	196
Кол-во акций, млн.	45.5
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	81%
Кол-во акций на ADR	0.00
Дивиденды 2005П, \$	0.000
Дивидендная доходность	0.00%

UK GAAP, \$ млн.	2005П	2006П	2007П
Выручка	18	27	49
EBITDA	-2	4	16
Чистая прибыль (скорректированная)*	-5	0	9
Операционный денежный поток	4	-5	17
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/EBITDA	-91.6	45.8	12.5
P/E	-	-	20.1
P/CF	49.1	-38.8	10.6

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

Компания Celtic Resources в пятницу заявила об урегулировании конфликта с ОАО "Полюс" в связи с правами собственности на Южно-Верхоянскую горнодобывающую компанию (ЮВГК), которой принадлежит гигантское Нежданинское месторождение золота. Сумма, вырученная Celtic Resources по условиям соглашения, составила \$90 млн. Данное заявление завершило судебное разбирательство вокруг этого российского месторождения, начавшееся после того, как ООО "Полюс" приобрело 50% месторождения в сентябре 2005 года. Кроме того, компания Celtic Resources заявила, что объем производства золота в 2005 году составил 37 тыс. тройских унций, то есть даже ниже сокращенного плана на прошлый год в 40 тыс. унций.

Новость о том, что компания Celtic Resources урегулировала конфликт с ОАО "Полюс" означает, что она сможет сосредоточить внимание на развитии профильного бизнеса. Несмотря на комментарии руководства компании о том, что заключенная сделка в целом разочаровала менеджмент, мы считаем, что при сложившихся обстоятельствах ее заключение было значительным успехом для Celtic. С самого начала было ясно, что "Полюс" имеет более сильные позиции на переговорах, и единственной картой, которую могла разыграть Celtic Resources, была возможность насторожить инвесторов перед ожидаемым листингом акций ОАО "Полюс" во II квартале 2006 года.

Celtic Resources согласилась принять \$80 млн. за бесспорно принадлежащие ей 20% акций ЮВГК и отказалась от всех юридических прав собственности на Нежданинское месторождение. Что же касается оспаривавшейся 30%-ной доли в капитале компании, вокруг которой возникла такая напряженность, в заявлении нет никакого прямого упоминания о ее оплате, хотя из заявления очевидно, что Celtic Resources отказалась от всех прав на этот пакет. Кроме \$80 млн. Celtic также получит \$10 млн. за кредиты, предоставленные ЮВГК в прошлом.

Таким образом, получив денежные средства в размере \$90 млн., Celtic сможет сосредоточиться на своей профильной деятельности, а именно – на приобретении привлекательных лицензий на разработку полезных ископаемых и развитие своих основных месторождений золота – Суздаль и Жерек – в Казахстане. Действительно, Celtic Resources превратилась в золотодобывающую компанию, ведущую деятельность исключительно в Казахстане. Компания занимает третье место среди казахстанских производителей золота после Kazakh Gold и "Чаралтын".

На наш взгляд, компании следует сосредоточить внимание на операционной деятельности, так как в заявлении о сделке с "Полюсом" также упоминался объем добычи золота в 2005 году, составивший 37 тыс. тройских унций, оказавшийся ниже плана компании в 40 тыс. унций. Судя по всему, компания до сих пор испытывает трудности с начальным этапом разработки рудника Суздаль, на котором используется передовая технология биологического выщелачивания.

После появления данной новости мы обновили нашу модель оценки компании. Судя по всему, после устранения проблем с Нежданинским месторождением Celtic Resources должна пережить второе рождение. Мы повышаем прогнозируемую цену на акции компании на конец 2006 года на 32% до \$4.65 и повышаем нашу рекомендацию до "Покупать".

Тимоти МакКачен  
mccutcheon@aton.ru

Владимир Катунин  
katunin@aton.ru

**ДОЛГОВОЙ РЫНОК**
**Рынок внешнего долга**

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашени я	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Алроса 08	\$500	B/Ba3	6/5/2008	8.125	105.25	105.25	5.61	7.72	118	42	1.99	2.10
Алроса 14	\$300	B/Ba3	17/11/2014	8.875	113.88	114.63	6.70	7.77	230	122	6.07	6.94
Альфа Банк 06	\$190	BB-/Ba2	13/4/2006	8.00	100.25	100.75	5.32	7.96	76	6	0.19	0.19
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	101.25	101.50	6.33	7.64	185	120	0.92	0.93
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	101.25	101.25	7.17	7.65	282	205	2.13	2.16
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	101.00	101.50	8.30	8.52	419	309	3.81	3.86
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1/BBB-	28/9/2009	8.000	106.25	106.25	6.06	7.53	171	80	3.04	3.23
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	26/11/2010	7.375	105.37	105.37	6.07	7.00	182	74	3.93	4.14
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	102.12	102.50	6.92	7.33	275	164	3.89	3.98
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	102.50	102.50	7.29	8.29	294	218	2.01	2.06
Внешторгбанк 08	\$550	BBB-/A2	11/12/2008	8.875	103.50	103.50	5.53	6.64	111	30	2.52	2.60
Внешторгбанк 11	\$450	BBB-/A2	12/10/2011	7.500	108.00	108.50	5.78	6.93	151	39	4.49	4.86
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB+/A3	4/2/2010	6.315	102.75	102.75	5.54	6.15	124	23	3.36	3.45
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB-/A2	2/7/1935	6.250	102.50	103.00	5.86	6.08	143	30	6.95	7.14
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	109.00	109.00	6.95	9.17	261	176	2.79	3.04
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	102.87	102.87	7.17	7.78	290	194	3.24	3.33
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	104.37	104.75	7.38	8.01	319	208	4.36	4.56
Газпром 07	\$500	BB/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	104.38	104.63	5.27	8.73	82	11	1.12	1.17
Газпром 09	\$700	BB/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	115.25	115.87	5.78	9.09	142	51	3.01	3.48
Газпром 13	\$1750	BB/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	119.75	119.75	6.14	8.04	176	72	5.06	6.06
Газпром 13а	\$646	BB/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	99.50	99.50	4.76	5.65	-16	-58	2.96	2.94
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	107.12	107.12	5.71	6.72	130	22	4.58	4.91
Газпром 34	\$1200	BB/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	125.75	125.75	6.60	6.86	211	47	11.78	14.82
Газпромбанк 08	\$1050	BB-/Baa1	30/10/2008	7.250	103.50	103.50	5.84	7.00	144	63	2.39	2.48
Газпромбанк 15	\$1000	BB-/Baa1	23/9/2015	6.500	97.50	98.00	6.82	6.65	242	130	6.78	6.63
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	101.50	101.88	6.08	8.73	145	90	0.58	0.59
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	111.62	111.62	7.07	9.74	275	187	2.89	3.23
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	101.38	101.63	8.02	8.13	369	257	6.44	6.54
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	100.75	101.25	6.34	9.16	176	115	0.34	0.35
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	101.63	101.63	7.76	8.49	343	268	1.79	1.82
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/9/2006	9.375	101.87	102.03	6.19	9.20	157	101	0.59	0.60
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	102.25	102.87	7.22	7.80	294	201	3.20	3.28
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/2008	8.000	102.62	102.62	6.92	7.80	256	176	2.33	2.39
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	97.00	97.38	5.64	4.50	121	44	2.21	2.15
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	105.87	105.87	6.56	9.21	217	143	1.78	1.88
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	105.37	105.37	7.01	7.95	279	174	3.73	3.93
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	103.00	103.31	7.34	7.76	312	202	4.65	4.80
Никойл 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	102.07	102.23	6.97	8.99	255	187	1.02	1.04
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3	13/2/2007	9.125	101.75	102.75	6.82	8.92	236	171	0.92	0.94
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/9/2009	7.125	102.25	102.25	6.42	6.97	208	118	3.07	3.14
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	101.68	101.92	7.13	8.84	269	204	0.91	0.92
Промсвязь 10	\$200	B/B1	4/10/2010	8.500	99.90	100.15	8.49	8.50	435	330	3.64	3.64
ПСБ 08	\$300	n.r./Ba1/B+	29/7/2008	6.875	101.75	101.75	5.91	6.76	150	72	2.24	2.28
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Ba2/B+	29/9/2010	6.200	99.50	100.00	6.26	6.22	205	95	3.85	3.84
РБР 08	\$170	BB+/Baa2	11/8/2008	6.500	101.33	101.58	5.87	6.41	146	67	2.20	2.23
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	104.50	104.50	7.27	9.33	299	220	1.72	1.80
Роснефть 06	\$150	B-/Baa2	20/11/2006	12.75	105.42	105.54	5.60	12.09	101	41	0.74	0.78
РСХБ 10	\$250	n.r./Baa1/BBB-	27/11/2010	6.875	101.61	101.86	6.45	6.76	222	114	3.96	4.03
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	102.00	102.38	6.80	8.66	240	170	1.08	1.11
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	102.00	102.00	6.50	7.65	211	138	1.48	1.50
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	101.25	102.00	7.31	8.00	296	220	1.93	1.96
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	99.02	99.27	7.72	7.56	354	248	3.74	3.70
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	101.00	101.50	5.88	6.15	159	58	3.37	3.41
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	104.12	104.12	7.10	8.28	275	193	2.54	2.64
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	109.25	109.25	7.71	8.47	335	231	5.60	6.12
Сибнефть 07	\$400	BB-/Ba3	13/2/2007	11.50	106.13	106.13	5.29	10.84	76	11	0.91	0.97
Сибнефть 09	\$500	BB-/Ba3	15/1/2009	10.75	113.00	113.00	5.88	9.51	148	66	2.51	2.83
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	101.13	101.38	7.51	7.60	316	204	6.58	6.67
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	106.75	106.75	6.88	9.60	251	175	1.88	2.01
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	105.88	106.50	7.37	8.36	319	210	3.96	4.20
ТНК 07	\$700	BB/Ba2	6/11/2007	11.00	108.93	108.93	5.59	10.10	116	43	1.55	1.69
Уралсиб 06	\$140	B/n.r.	6/7/2006	8.875	101.12	101.12	6.14	8.78	151	95	0.41	0.41
Финанс 08	\$250	n.r./Ba2	12/12/2008	7.900	101.79	102.04	7.14	7.75	280	198	2.47	2.51
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	4/2/2008	9.125	101.50	102.00	8.16	8.97	386	311	1.70	1.73
ХКФ 08II	\$275	B-/Ba3	30/6/2008	8.625	100.75	101.12	8.18	8.55	389	311	2.10	2.11
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	104.75	105.38	-8.93	10.42	-1,161		0.26	0.27
Газпром 10	€1000	BB/Baa1/BB+	27/9/2010	7.80	113.96	114.31	4.37	6.83	119		3.89	4.44
Москва 11	€374	BBB-/Baa3	12/10/2011	6.45	111.20	111.80	4.14	5.78	89		4.74	5.29

**Рынок внутреннего долга**

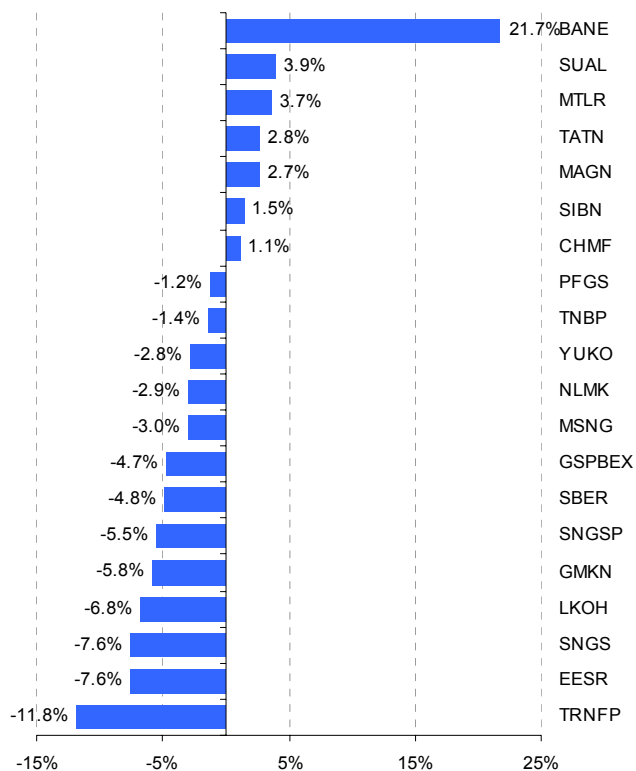
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	100.67	100.88	106.63	95,967.00	-6.43	(1,423)	-1045	0.41	0.44
ВТБ-3	2,000	26/2/2006		15.50	-	-	100.43	47,193.06	5.34	406	475	0.05	0.05
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	99.95	-	99.99	9,999.00	5.58	(69)	418	0.13	0.13
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	99.70	99.85	99.85	1,076,234.26	6.48	9	78	1.15	1.15
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	101.17	101.95	102.00	88,017.30	6.01	(99)	27	0.91	0.93
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	105.00	105.25	105.25	168,361.30	6.82	(2)	44	3.29	3.46
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.09	103.02	102.19	102.19	6.28	(12)	45	1.53	1.56
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	-	-	101.10	-	6.70	(0)	45	2.97	3.01
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	100.71	100.90	101.05	10,105.00	8.64	0	234	3.63	3.67
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.16	101.95	101.95	91,594.94	6.17	(3)	29	1.64	1.68
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	100.95	100.25	-	7.90	(0)	237	0.76	0.76
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	102.10	102.68	102.60	41,032.50	8.12	(6)	220	2.06	2.12
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	100.97	102.20	102.00	1,020.00	6.68	6	77	1.67	1.71
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	105.28	105.55	105.40	3,057.60	6.82	(0)	49	3.22	3.40
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.00	100.50	100.20	80,140.00	6.53	0	85	1.27	1.27
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	-	-	100.00	-	6.78	(0)	68	2.65	2.65
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.40	101.55	101.50	1,320,067.27	7.09	4	62	3.91	3.97
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.40	102.85	102.60	672,921.07	7.18	5	77	5.17	5.31
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.90	101.24	100.90	57.51	7.37	21	169	1.19	1.20
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	99.80	99.99	99.90	129,831.00	7.37	0	144	2.30	2.30
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.41	100.45	100.45	128,293.23	9.26	(2)	321	2.43	2.45
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	103.20	-	6.84	9	179	0.48	0.50
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.80	105.95	105.87	5,293.50	8.32	2	202	3.06	3.24
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	-	-	101.00	-	7.46	(0)	176	1.29	1.30
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	106.25	106.55	106.60	-	7.63	(1)	205	1.28	1.37
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.00	102.75	102.50	5,125.00	8.10	6	205	1.94	1.99
Пятерочф 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.55	103.70	103.50	43,201.46	8.58	3	213	3.83	3.97
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	101.35	101.69	101.60	8,271.81	7.29	(32)	360	0.35	0.36
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	-	109.00	-	3.72	(4)	-199	0.77	0.84
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	103.20	103.29	103.20	21,331.43	7.04	18	247	0.44	0.45
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	103.90	108.70	103.90	913.66	7.69	(7)	184	1.55	1.61
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	101.35	103.45	103.45	6,605.13	7.59	(31)	152	1.93	1.99
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	103.51	110.65	106.98	52,717.59	4.91	(186)	-101	1.71	1.83
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	104.20	104.45	104.30	779,513.40	7.22	1	76	3.62	3.78
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	-	-	100.50	-	7.02	(0)	96	2.53	2.54
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	102.56	102.65	102.69	236.19	7.89	(0)	306	0.56	0.58
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	116.65	116.79	116.70	7,711.59	8.44	4	221	2.71	3.16
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.20	102.55	102.80	-	8.34	(88)	230	2.07	2.13
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	102.11	102.15	102.37	20,458.34	10.35	(32)	509	0.55	0.56
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	-	-	99.98	-	10.82	(0)	579	0.88	0.88
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	100.26	100.35	100.30	9,358.08	10.79	25	882	0.18	0.18
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	101.47	101.72	101.47	109.59	5.19	23	211	0.29	0.30
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	101.65	101.85	101.65	10.17	5.56	50	184	0.36	0.36
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	103.00	103.80	103.15	-	5.02	(2)	-31	0.61	0.63
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	108.10	108.50	108.60	-	5.00	(3)	-71	0.82	0.89
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	105.00	105.60	105.65	-	5.55	(1)	-13	1.19	1.26
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	105.80	-	105.90	-	5.98	(1)	22	1.35	1.43
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	105.80	107.40	105.80	-	6.58	(1)	73	1.58	1.67
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	108.55	108.69	108.69	4,429.80	6.04	0	-1	2.06	2.24
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	110.35	110.90	110.40	11,032.50	6.08	3	3	2.48	2.73
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	110.90	111.93	111.60	-	6.27	(0)	-20	3.67	4.09
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	114.40	115.10	115.00	173,257.66	6.48	(16)	3	3.90	4.48
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	112.05	112.15	112.05	601,582.36	6.74	5	22	5.98	6.70
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	106.00	108.00	107.00	-	6.26	(1)	49	1.35	1.45
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	112.41	112.89	112.60	41,837.48	6.78	10	63	2.73	3.07

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

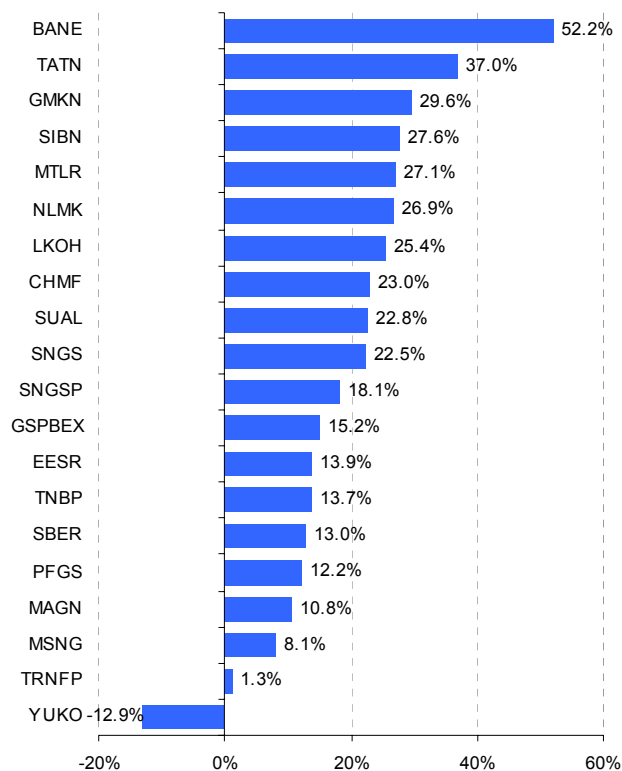
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

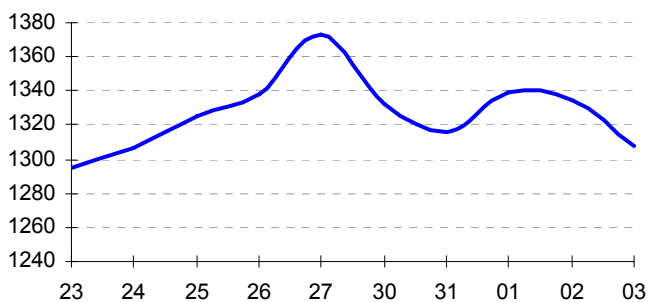
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



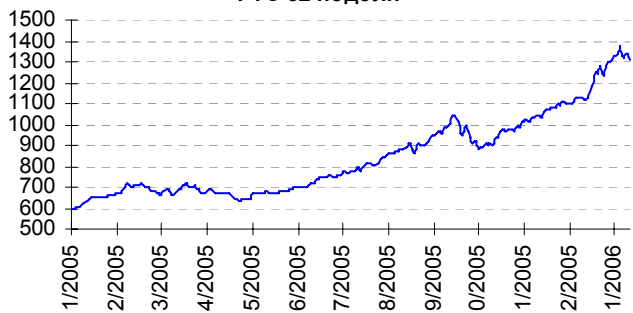
### 20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



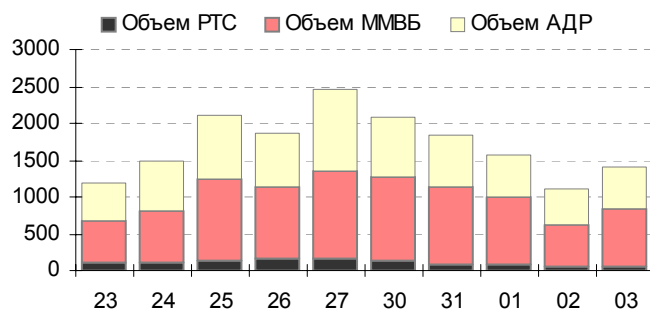
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

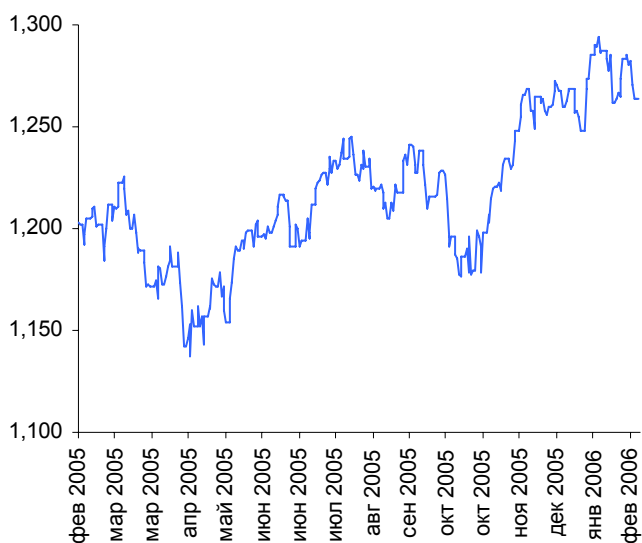


10 наиболее ликвидных акций РТС

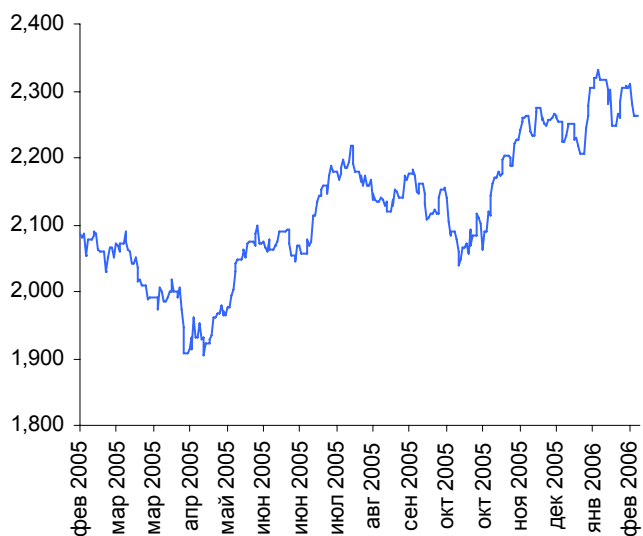
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-4.7	770.2
ЛУКОЙЛ	-6.8	141.8
РАО ЕЭС России	-7.6	58.5
Транснефть, прив.	-11.8	39.2
Сургутнефтегаз	-7.6	28.6
ГМК Норильский никель	-5.8	25.2
Сбербанк РФ	-4.8	23.2
Сургутнефтегаз, прив.	-5.5	14.4
Северсталь	1.1	6.9
Сибнефть	1.5	4.9

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

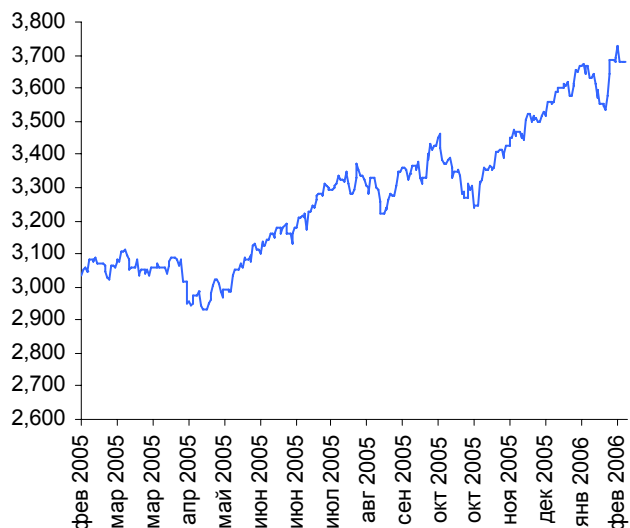
S&P 500



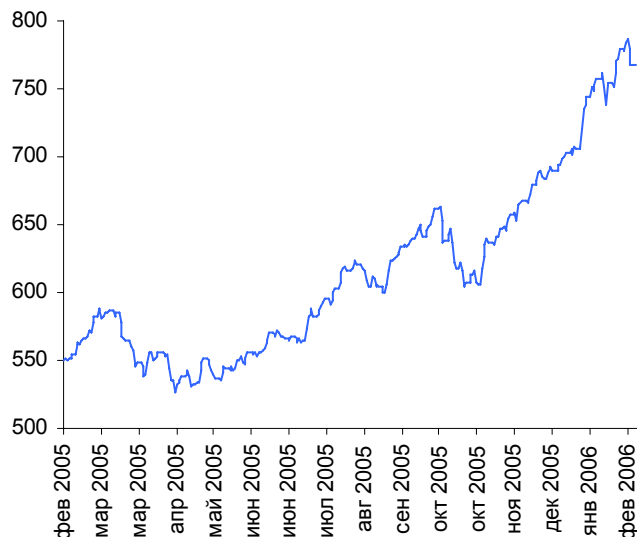
Nasdaq



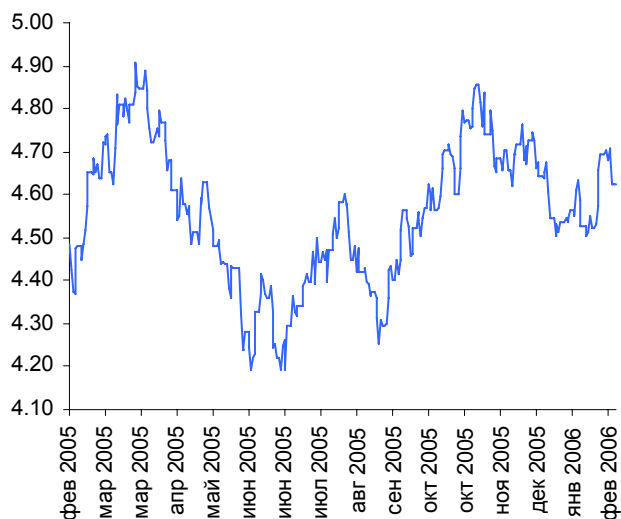
DJ Euro STOXX 50



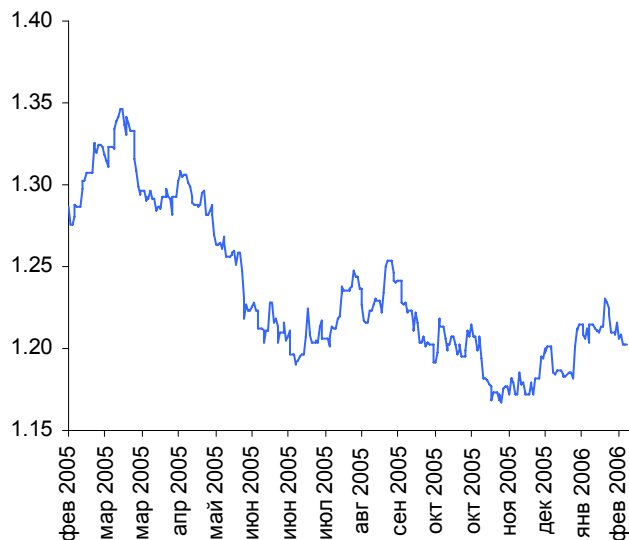
MSCI Emerging markets



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:**  
Раян Додд  
dodd@aton.ru  
Алексей Примак  
primak@aton.ru

**Долговые обязательства**  
**Контакты:**  
Сергей Сидоров  
sidorov@aton.ru

## Заявление аналитика

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

### Методология вынесения рекомендации по акциям

#### Определения рекомендаций, выставяемых компанией Aton LLC по акциям

Рекомендация	Критерий
"Покупать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать"	Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связаться 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 (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton LLC и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton LLC.

**Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.**

## Aton International Ltd.

**Офис в Никосии**  
Office 201, Egli Building, 2nd Floor,  
2 Vasileos Pavlou Street,  
CY-1096 Nicosia, Cyprus  
357 (22) 661 114  
357 (22) 661 138, факс  
atonint@atonint.com  
www.atonint.com  
LSE/FSE member

**Офис в Лондоне**  
60 Lombard Street, London,  
EC3V 9EA, UK  
44 (20) 7464 8891  
44 (20) 7464 8899, факс

**Офис во Франкфурте**  
An der Welle 4  
60322 Frankfurt am Main  
49 (0) 69 7593-8622  
49 (0) 69 7593-8384, факс

**Контакты:**  
Мария Петридис  
petridis@aton.ru

**Контакты:**  
Мэтью Арнольд  
arnold@atonint.com

**Контакты:**  
Саша Штоер  
stoehr@atonint.com

## Aton Securities, Inc.

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

**Контакты:**  
Майкл Йордан  
michael\_jordan@atonscurities.com  
Кортни Феллоуз  
courtney\_fellowes@atonscurities.com

### Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (495) 777-8832

### Стратегия

Алекс Кантарович, CFA  
kantarovich@aton.ru  
7 (495) 777-8835

### Нефть/газ

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

### Русскоязычная аналитика

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

### Политика

Майкл Хит  
heath@aton.ru  
7 (495) 777-8877, x3112

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

### Потребительский сектор/Промышленность

Алексей Языков  
yazikov@aton.ru  
7 (495) 777-8877, x 3123

### Долговой рынок

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

Артем Кончин  
konchin@aton.ru  
7 (495) 7778838

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

### Алексей Ю

yu@aton.ru  
7 (495) 777-8877, x 3114

### Телекомы

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

### Металлургия

Тимоти МакКачен  
mccutcheon@aton.ru  
7 (495) 777-8877, x 3120

### Мировые рынки

Валентин Журба  
zhurba@aton.ru  
7 (495) 777-8877, x4127

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

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

### Энергетика

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