

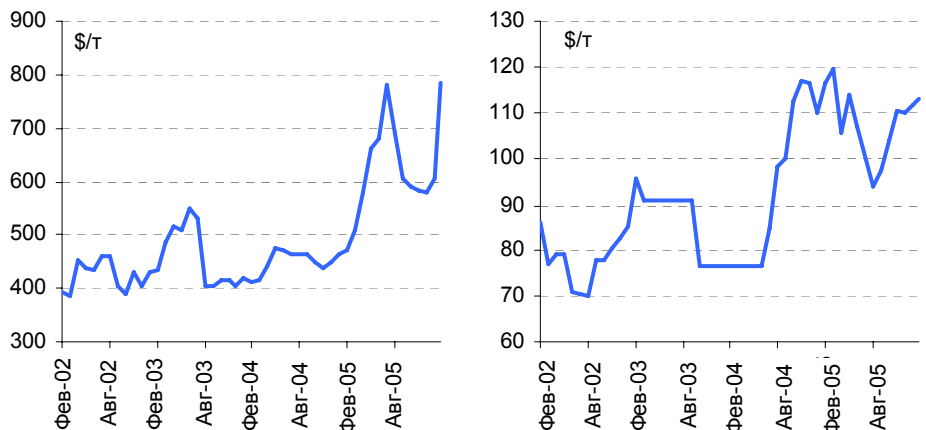
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
Steppe Cement. Новая быстрорастущая компания	
Долговой рынок	14
Рынок акций	16
Мировые рынки	17

КОММЕНТАРИЙ

"РАЗГУЛЯЙ": ИГРА НА РОСТЕ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ С НЕПОНЯТНЫМ РЕЗУЛЬТАТОМ

Цены на сахар* (слева) и зерно* (справа) находятся на максимальных уровнях за последние три года



*Индекс UkrAgroConsult на основе цен FOB

Источник: Bloomberg

Группа "Разгуляй", один из крупнейших игроков российского агросектора, начала свою карьеру на фондовом рынке с супер-удачного IPO. В минувшую пятницу компания разместила 30 млн. акций на общую сумму \$144 млн. по верхней границе установленного ценового диапазона – \$4.8 за акцию. При этом объем подписки был превышен в несколько раз, что немедленно вылилось в рост котировок, и уже в понедельник бумаги "Разгуляя" на момент закрытия торгов стоили почти на 20% дороже цены IPO – \$5.75 за акцию. Что же позволило компании добиться такого блестящего результата?

"Разгуляй" предоставляет практически уникальную возможность инвестировать в российский агросектор, ежегодный оборот которого оценивается в \$10 млрд. Единственной сельскохозяйственной компанией в России, до сих пор разместившей свои акции, был "Хлеб Алтая", который вряд ли можно считать реальным конкурентом "Разгуляя" в борьбе за внимание инвесторов из-за незначительной капитализации. При этом общеизвестно, что "пионеры" IPO в любом секторе, как правило, размещаются с премией.

Ценовая конъюнктура на рынке зерна и сахара весьма благоприятна, и инвесторы верят в сохранение этой тенденции (см. график 1). Рост цен на большинство продовольственных товаров с 2001 года, когда они опускались до самого низкого уровня, выражался двух- и трехзначными цифрами. При этом широко распространено мнение, что потепление мирового климата и нехватка пахотных земель и водных ресурсов, с одной стороны, и рост населения Земли, с другой, будут способствовать дальнейшему повышению цен на продовольственные товары в долгосрочной перспективе. Самое интересное заключается в том, что, судя по динамике цен на сахар, он приобретает некоторые черты сырьевого товара благодаря двойному применению, т.к. в настоящее время используется для производства этанола, который, как считают многие, вполне может служить альтернативой бензину. Таким образом, в условиях структурного дефицита углеводородного топлива возникает нехватка этого продовольственного продукта. Наконец, в течение последних лет все четче проявляется тенденции консолидации производителей продовольственных товаров, поэтому можно сделать вывод о том, что они получают больше рычагов влияния для проведения собственной ценовой политики на рынках своих стран.

Хотя все вышеизложенные аргументы звучат весьма убедительно, не стоит забывать о рисках. Мы хотели бы напомнить об одном существенном отличии сырьевых и продовольственных товаров: нефть и металлы конечны по своей природе, тогда как продовольственные товары возобновляемы. Последние достигают высоких отметок в условиях роста цен на рынке, но их судьба может измениться под влиянием циклических факторов. Кроме того, не стоит сбрасывать со счетов такой фактор,

влияющий на цены, как погода, предсказывать которую, как известно, занятие неблагодарное.

Даже с учетом перспектив роста цен на продукцию агросектора, бумаги "Разгуляя" сейчас выглядят полностью оцененными. Вчерашняя цена закрытия – в \$5.75 за акцию – соответствует коэффициенту EV/EBITDA 2005Г на уровне 10.8 и коэффициенту P/E 2005Г на уровне 13.7. Это означает, что коэффициент EV/EBITDA "Разгуляя" значительно превышает соответствующий показатель аналогов, а коэффициент P/E совпадает со среднеотраслевым значением, что не подразумевает потенциала роста курсовой стоимости акций с текущего ценового уровня.

Высокий долг и риски корпоративного управления должны настораживать инвесторов. По данным СМИ, на 31 января 2006 года общая сумма долга компании составляла \$194.9 млн; таким образом соотношение долга к собственному капиталу превышает 55% – высокий показатель по любым меркам. К тому же, структура долговых обязательств компании весьма запутана, а 40% ее акций заложены под займы основного владельца – Игоря Потапенко, что создает риск внезапного появления в компании нового акционера. Стоит также отметить, что размещение акций не позволит "Разгуляю" существенно улучшить структуру баланса, так как большую часть средств от IPO получит основной владелец компании.

Пример другой компании потребительского сектора – "Вимм-Билль-Данна" – наглядно показывает, к чему может привести чрезмерный оптимизм. Поначалу инвесторы с большим воодушевлением отнеслись к акциям "Вимм-Билль-Данна", который в феврале 2002 года был единственной продуктовой компанией, разместившей свои акции (см. график 2). Однако после публикации весной не слишком хорошей отчетности за предыдущий год энтузиазм рынка стал угасать, и уже меньше чем через полгода бумаги "Вимм-Билль-Данна" стоили меньше, чем во время IPO.

Первоначальный энтузиазм в отношении акций "Вимм-Билль-Данна" сменился коррекцией после публикации годовой отчетности



Источник: Bloomberg

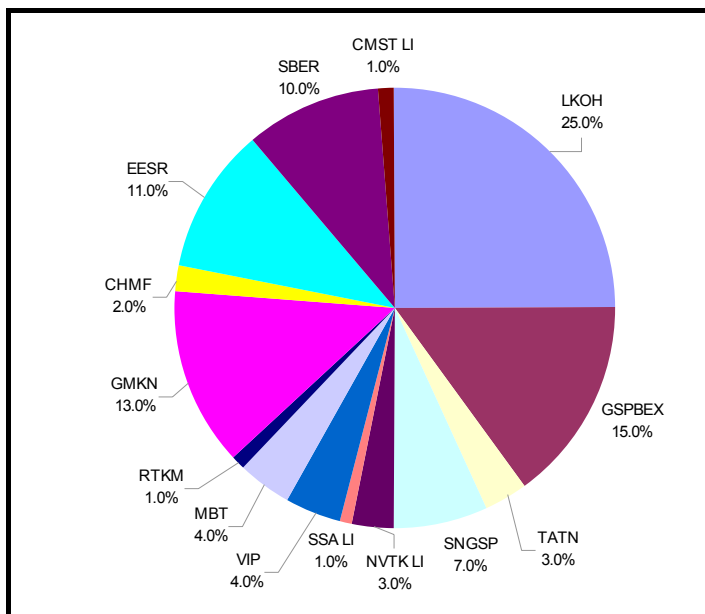
Вывод: мы советуем инвесторам осторожнее относиться к вложениям в акции "Разгуляя". Первоначальный ажиотаж вокруг компании может очень быстро смениться осознанием того факта, что бумаги "Разгуляя" довольно высоко оценены по сравнению с зарубежными аналогами, а перспективы его роста неочевидны. Мы считаем, что ключевым моментом, определяющим дальнейшее отношение рынка к акциям компании, станет публикация отчетности за 2005 год. И хотя прямое сравнение "Разгуляя" с "Вимм-Билль-Данном" невозможно, пример последнего показывает, как компания может в короткие сроки потерять доверие инвесторов, завоеванное во время IPO.

Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru
Татьяна Капустина
kapoustina@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
6.03	Центральный банк повышает ставки по краткосрочным депозитам на 0.5%	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -5.4% (предыдущее значение: 1.1%)	Будут опубликованы данные о динамике объема розничных продаж в странах евро-зоны за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.8% (предыдущее значение: 0.1%)
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск о незаконности продажи Новочеркасского завода синтетических продуктов		
	Акционеры ОАО "Приморскуголь" рассмотрят вопрос о реорганизации компании		
	Акционеры торгового дома "Копейка" на внеочередном собрании рассмотрят вопрос об увеличении уставного капитала		
7.03	Акционеры "Балтики" на внеочередном собрании одобряют консолидацию "Пикры", "Вены" и "Ярпива"	Будут опубликованы предварительные данные о динамике затрат на оплату труда за IV квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 3.1% (предыдущее значение: 3.5%)	
	Внеочередное собрание акционеров "Нортгаза"	Будут опубликованы данные об объеме потребительского кредитования за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$5.0 млрд. (предыдущее значение: \$3.3 млрд.)	
8.03			
9.03	Golden Telecom планирует опубликовать результаты IV квартала и 2005 года	Будет опубликовано значение торгового баланса за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$66.6 млрд. (предыдущее значение: -\$65.7 млрд.)	
	Закрытие реестра акционеров ОАО "Владивостокский морской торговый порт"	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 5 марта 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 290 тыс. (предыдущее значение: 294 тыс.)	
10.03		Будут опубликованы данные об уровне безработицы за февраль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.7% (предыдущее значение: 4.7%)	
		Будут опубликованы данные о динамике оптовых товарно-материальных запасов за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% (предыдущее значение: 1.0%)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

За минувшую неделю стоимость нашего инвестиционного портфеля в точности повторила динамику индекса РТС, снизившись на 1.94%.

Более других от коррекции пострадали акции ПАО "ЕЭС России" и Сбербанка, котировки которых снизились на 6.6% и 7.0% соответственно, а также бумаги "Норильского никеля", подешевевшие на 5.1%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции "Татнефти" и НОВАТЭКа, котировки которых выросли за неделю на 13.2% и 12.2% соответственно.

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	
	РТС	Δ		РТС	Δ		РТС	Δ
	-1.94%	-0.01%		12.58%	-1.10%		32.12%	3.12%
	-1.94%	-0.01%		13.68%	-1.10%		35.23%	3.12%

Рекомендуемый портфель

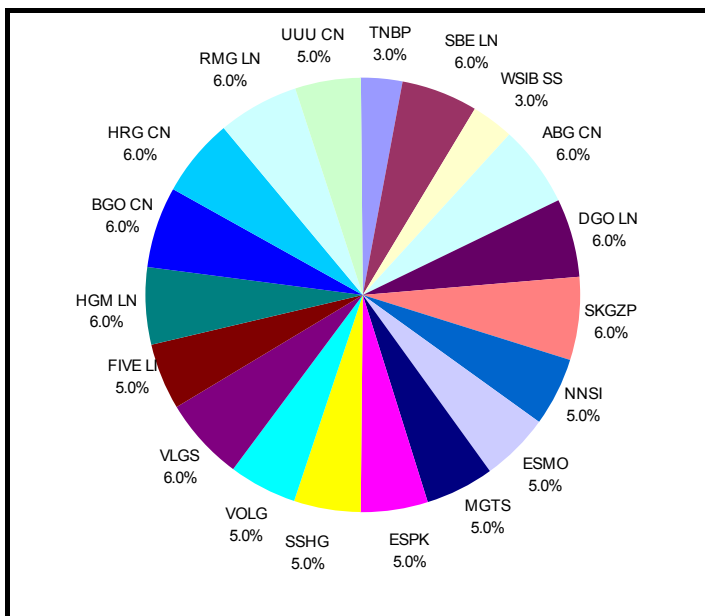
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 3/03, \$	Цена 26/02, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
ЛУКОЙЛ	15.27%	25.0%	25.0%	83.00	86.45	-4.0%	39.5%
Газпром	0.00%	15.0%	15.0%	8.18	8.08	1.3%	21.1%
Татнефть	5.01%	3.0%	3.0%	6.00	5.30	13.2%	83.5%
Сургутнефтегаз, прив.	5.23%	7.0%	7.0%	1.24	1.25	-0.8%	39.5%
НОВАТЭК	0.00%	3.0%	3.0%	35.90	32.00	12.2%	63.9%
Телекоммуникации							
АФК "Система"	0.00%	1.0%	1.0%	26.95	26.35	2.3%	11.8%
Вымпелком	0.00%	4.0%	4.0%	44.28	45.17	-2.0%	-1.3%
МТС	0.00%	4.0%	4.0%	38.71	37.38	3.6%	9.8%
Ростелеком	1.22%	1.0%	1.0%	3.28	3.31	-0.9%	38.7%
Комстар-ОТС	0.00%	1.0%	1.0%	7.25	7.05	2.8%	0.8%
Металлургия							
ГМК Норильский никель	9.86%	13.0%	13.0%	90.20	95.00	-5.1%	37.5%
Северсталь	0.95%	2.0%	2.0%	13.50	12.72	6.1%	36.4%
Прочие							
ПАО ЕЭС России	5.45%	11.0%	11.0%	0.69	0.74	-6.6%	63.2%
Сбербанк РФ	13.05%	10.0%	10.0%	1,526	1,640	-7.0%	16.5%
Всего		100%				-1.9%	35.2%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	8.14	5.0	3.3	3.3	12.0	7.5	7.3	17.9	10.4	10.2	15.9	8.6	8.5	МСФО
Газпром, ADS	81.37	5.5	3.6	3.6	13.1	8.2	8.0	19.7	11.5	11.3	17.5	9.4	9.3	МСФО
ЛУКОЙЛ	78.00	1.3	1.2	1.3	7.3	7.0	7.2	11.0	10.7	11.0	12.7	9.8	9.2	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	3.5	3.1	3.3	9.3	9.9	10.0	14.8	16.2	16.1	13.1	12.5	12.0	РСБУ
Сибнефть	4.20	1.9	1.9	2.0	5.8	6.9	7.9	6.5	7.6	9.1	8.4	6.9	7.6	US GAAP
Татнефть	3.08	1.3	1.4	1.5	5.4	9.2	10.4	7.9	15.6	18.7	7.2	8.6	11.1	US GAAP
Транснефть	2261.98	2.4	2.2	2.0	4.7	4.2	4.0	6.4	5.6	5.5	5.1	4.2	4.0	МСФО
ТНК-ВР	3.12	2.1	2.0	2.0	6.1	6.8	7.2	8.6	9.8	10.6	7.2	7.5	8.4	US GAAP
НОВАТЭК	26.75	2.4	2.2	2.0	4.4	4.2	4.2	8.9	6.6	6.6	9.5	5.4	5.5	РСБУ
Burren Energy	16.70	6.3	5.4	5.5	7.7	6.7	6.9	11.4	9.1	9.6	10.6	8.2	8.1	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
Телекоммуникации														
МТС	47.90	3.5	3.1	2.9	6.8	5.9	5.5	13.6	11.9	9.9	7.0	6.3	5.8	US GAAP
АФК Система	25.40	2.2	1.9	1.7	5.0	4.1	3.8	16.8	13.1	12.3	5.7	4.6	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.00	3.5	3.0	2.7	7.3	5.9	5.4	15.3	12.1	10.7	7.7	6.5	5.4	US GAAP
Ростелеком	N.A.	1.6	1.8	1.8	4.6	5.8	6.1	12.8	16.3	17.8	5.3	5.6	6.1	МСФО
МГТС	24.41	3.2	2.7	2.3	7.5	6.3	5.4	12.6	10.2	8.4	7.3	6.5	5.6	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.5	1.3	1.2	4.9	4.4	4.1	12.8	12.3	11.2	6.4	5.9	5.6	US GAAP
РБК	N.A.	9.0	5.0	4.3	29.5	14.4	11.1	56.8	25.0	18.8	39.4	20.4	15.8	МСФО
ЮТК	0.15	2.3	2.3	2.1	8.6	8.4	7.1	N.M.	58.7	14.2	4.8	3.8	3.2	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.4	2.4	2.3	8.0	6.9	6.4	13.5	11.4	9.7	6.4	5.0	4.8	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	2.1	2.0	1.8	6.5	5.2	4.7	9.3	7.1	5.8	4.9	3.8	3.4	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	2.1	2.0	1.7	7.0	5.3	4.5	9.7	6.7	5.0	5.3	3.8	3.2	МСФО
С-З. Телеком	1.36	2.2	2.3	2.1	7.3	6.2	5.8	12.1	9.0	8.0	6.6	5.0	4.8	МСФО
Центртелеком	0.60	2.2	2.3	2.1	8.5	7.7	7.0	N.M.	N.M.	45.4	6.9	5.9	5.3	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.7	1.7	1.5	8.0	5.8	4.8	18.2	9.2	6.4	9.0	5.2	4.1	МСФО
Башинформсвязь	0.21	3.4	3.1	3.0	10.0	9.0	8.3	17.7	17.0	15.5	11.3	10.0	9.1	РСБУ
Электрэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.4	1.3	N.M.	6.8	6.3	N.M.	23.3	20.7	N.M.	6.7	6.3	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	1.9	1.7	N.M.	13.9	12.6	N.M.	63.1	50.6	N.M.	12.7	13.1	N.M.	МСФО
Костромская ГРЭС	0.29	4.3	3.8	3.3	16.4	15.5	13.9	30.1	27.0	22.9	19.1	18.2	16.7	РСБУ
Конаковская ГРЭС	1.00	2.4	2.0	N.M.	17.4	15.3	N.M.	26.6	21.9	N.M.	21.9	18.6	N.M.	РСБУ
ОГК-5	0.05	3.1	2.7	N.M.	33.1	32.5	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	34.5	34.5	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	102.39	2.4	2.4	2.5	5.0	5.3	6.1	8.7	8.9	10.3	7.0	5.6	8.1	МСФО
Северсталь	11.93	1.1	1.2	1.2	3.9	5.5	4.7	6.1	9.7	7.9	4.7	5.9	6.2	МСФО
НЛМК	1.57	2.5	3.0	3.2	5.5	7.8	8.7	9.7	14.2	15.6	10.2	9.5	10.9	US GAAP
ММК	N.A.	1.5	1.8	N.M.	3.7	7.3	N.M.	6.0	12.7	N.M.	4.2	8.1	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	1.1	1.3	N.M.	2.7	4.5	N.M.	4.4	8.0	N.M.	3.2	5.3	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.6	0.7	N.M.	1.7	2.8	N.M.	3.3	5.5	N.M.	2.2	4.2	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.3	2.7	2.3	10.0	6.4	5.3	14.5	8.9	7.2	23.4	10.1	8.0	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	1044.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	38.9	22.2	17.3	4.5	3.8	3.2	МСФО
Пятерочка	20.51	1.8	1.3	0.9	15.5	10.7	8.1	23.4	16.9	13.3	17.8	12.7	9.5	МСФО
Седьмой континент	N.A.	2.1	1.3	1.0	20.5	13.6	11.7	35.8	24.7	21.5	18.7	14.0	12.8	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.2	1.8	1.6	11.2	8.9	7.9	31.7	22.2	18.2	16.1	12.8	10.6	МСФО
Балтика	29.99	5.4	4.8	4.1	19.6	17.6	15.4	31.3	29.6	25.7	20.1	21.6	19.1	US GAAP
Лебедянский	75.20	3.1	2.5	2.2	10.9	9.5	8.9	20.5	15.9	13.9	21.6	16.3	13.5	МСФО
Вимм-Билль-Данн	19.51	1.0	0.9	0.9	14.3	11.4	9.9	60.4	32.6	24.2	15.7	11.8	10.2	US GAAP
Северсталь-Авто	21.61	0.8	0.7	0.6	5.8	4.7	4.3	13.6	10.3	9.4	5.7	5.1	4.1	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.5	0.4	0.4	5.8	5.8	4.9	19.9	17.8	12.2	5.6	5.1	4.4	МСФО
Oriflame, €	24.73	2.3	2.1	2.0	14.6	13.2	12.0	19.8	18.5	17.0	27.0	16.1	14.8	US GAAP
Калина	38.53	1.6	1.4	1.8	9.7	8.4	10.5	17.0	14.5	16.4	56.6	17.6	17.0	МСФО
НПК Иркутт	N.A.	1.5	1.1	N.A.	6.4	4.8	N.A.	10.0	6.2	N.M.	8.7	17.6	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.8	0.8	N.A.	25.0	26.1	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	27.9	16.8	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	21.28	1.3	0.9	0.7	18.9	15.0	13.8	N.M.	54.4	45.3	90.7	38.9	30.2	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

Наш портфель акций "второго эшелона" продемонстрировал удачные результаты, повысившись на 2.13% на фоне падения индекса РТС на 1.94%. В роли лидеров повышения выступили акции уранодобывающей компании UrasiaEnergy, котировки которых выросли на 14.2%, подтверждая наше мнение о привлекательности этой молодой компании.

Кроме того, впечатляющие результаты продемонстрировали акции золотодобывающих компаний Bema Gold и High River Gold, подорожавшие за неделю на 10.6% и 11.9% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 3/03, \$	Цена 26/02, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
ТНК-BP	TNBP 3.0%	3.0%	3.45	3.42	0.9%	21.1%
Sibir Energy	SBE LN 6.0%	6.0%	9.16	9.07	1.0%	45.4%
West Siberian	WSIB SS 3.0%	3.0%	0.98	1.00	-2.5%	60.7%
Aravak Energy	ABG CN 6.0%	6.0%	2.98	3.08	-3.4%	114.9%
Dragon Oil	DGO LN 6.0%	6.0%	4.01	3.75	6.9%	17.3%
Сахалинморнефтегаз, прив.	SKGZP 6.0%	6.0%	13.55	13.37	1.3%	35.5%
ВолгаТелеком	NNSI 5.0%	5.0%	4.25	4.54	-6.4%	8.7%
Центртелеком	ESMO 5.0%	5.0%	0.69	0.71	-2.5%	38.0%
МГТС	MGTS 5.0%	5.0%	20.00	20.25	-1.2%	11.1%
Дальсвязь	ESPK 5.0%	5.0%	3.50	3.60	-2.8%	40.0%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG 5.0%	5.0%	0.89	0.87	1.7%	37.0%
Волжская ГЭС	VOLG 5.0%	5.0%	0.31	0.29	4.1%	29.8%
Жигулевская ГЭС	VLGS 6.0%	6.0%	0.20	0.19	2.8%	28.2%
Пятерочка	FIVE LI 5.0%	5.0%	18.35	16.33	12.4%	27.4%
Highland Gold	HGM LN 6.0%	6.0%	4.68	5.33	-12.2%	10.6%
Bema Gold	BGO CN 6.0%	6.0%	4.63	4.19	10.6%	81.5%
High River Gold	HRG CN 6.0%	6.0%	2.19	1.96	11.9%	70.0%
Rambler	RMG LN 6.0%	6.0%	23.25	23.00	1.1%	16.3%
UrasiaEnergy	UUU CN 5.0%	5.0%	2.77	2.43	14.2%	48.5%
Всего	100%				2.1%	34.5%

СТЕРРЕ СЕМЕНТ

НОВАЯ БЫСТРОРАСТУЩАЯ КОМПАНИЯ

Капитализация и данные об акциях

Тикер	STCM LN
Цена, \$	2.46
Рын. кап., \$ млн.	280
Чистый долг 2005Г, \$ млн.	7
EV, \$ млн.	287
Кол-во акций, млн.	114
В свободном обращении (оценка)	23%
Кол-во акций на ADR	1.0

МСФО, \$ млн.

	2005Г	2006Г	2007Г
Выручка	45	52	98
EBITDA	20	28	56
Чистая прибыль	13	16	34
Операционный денежный поток	11	19	38

Оценка стоимости

	2005Г	2006Г	2007Г
EV/EBITDA	14.0	10.4	5.1
P/E	22.2	17.7	8.3
P/CF	23.0	15.0	7.2

Компания Steppe Cement, акции которой торгуются в секции AIM LSE, имеет все шансы стать крупнейшим производителем цемента в Казахстане. Недавно обнародованный план развития предприятия предусматривает повышение мощностей и объемов выпуска к 2008 году в три раза, а рыночной доли на внутреннем рынке примерно до 32%.

Из-за недостаточного объема производства цемента в Казахстане цены на него за последние пять лет уже выросли почти в четыре раза. Компания рассчитывает получить выгоды, как за счет роста спроса, так и за счет повышения цен. В соответствии с планом развития компания продолжит эксплуатировать четыре печи "мокрого" обжига и осуществит инвестиции для возобновления производства на двух более мощных печах "сухого" обжига. По нашим расчетам, в результате повышения производства выручка Steppe Cement в период 2004-2008 годов вырастет более чем в четыре раза до \$143 млн., а чистая прибыль – в шесть раз до \$50 млн.

Steppe Cement отличается низкой себестоимостью производства по сравнению с конкурентами и удобным географическим положением, позволяющим осуществлять поставки на рынки Астаны и Караганды, а также на большие нефтегазовые месторождения в быстроразвивающейся западной части Казахстана. Близость к основным рынкам сбыта обеспечивает компании огромное преимущество перед конкурентами из-за скорости реагирования на изменение спроса и меньшей стоимости транспортировки. Более того, компания обладает собственной ресурсной базой, а основные месторождения сырья расположены поблизости от цементного производства. В связи с этим себестоимость сырья у Steppe Cement самая низкая в Казахстане.

Среди рисков, угрожающих программе расширения производства, - возможная задержка модернизации и перерасход капвложений. Однако, учитывая тщательную проработку ТЭО и технический анализ, осуществленный Steppe Cement в сотрудничестве с известной швейцарской инжиниринговой и консалтинговой компанией PEG Engineering SA, мы полагаем, что эти риски относительно невелики. Еще одну опасность может представлять строительство новых цементных заводов, в результате чего объемы местного производства цемента вырастут, а цены снизятся. Однако мы считаем, что компания Steppe Cement достаточно хорошо защищена от этого риска, поскольку уже обладает сильными рыночными позициями. Кроме того, для запуска в эксплуатацию новых заводов понадобится длительное время, а их себестоимость на тонну мощности, скорее всего, будет значительно выше по сравнению со стоимостью модернизации мощностей Steppe.

Учитывая хорошие фундаментальные показатели как самого предприятия и казахстанской экономики, а также благоприятные перспективы цементного рынка, мы считаем, что цена акций Steppe Cement на данный момент является довольно скромной по сравнению с международными аналогами, и они заслуживают большего внимания со стороны инвесторов. Согласно нашей модели DCF, прогнозируемая цена акций компании на конец 2006 года составляет \$3.2 (£1.82). Это на 29% выше текущих котировок, и мы считаем, что на текущих уровнях эти бумаги являются привлекательными.

Steppe Cement: новая быстрорастущая компания

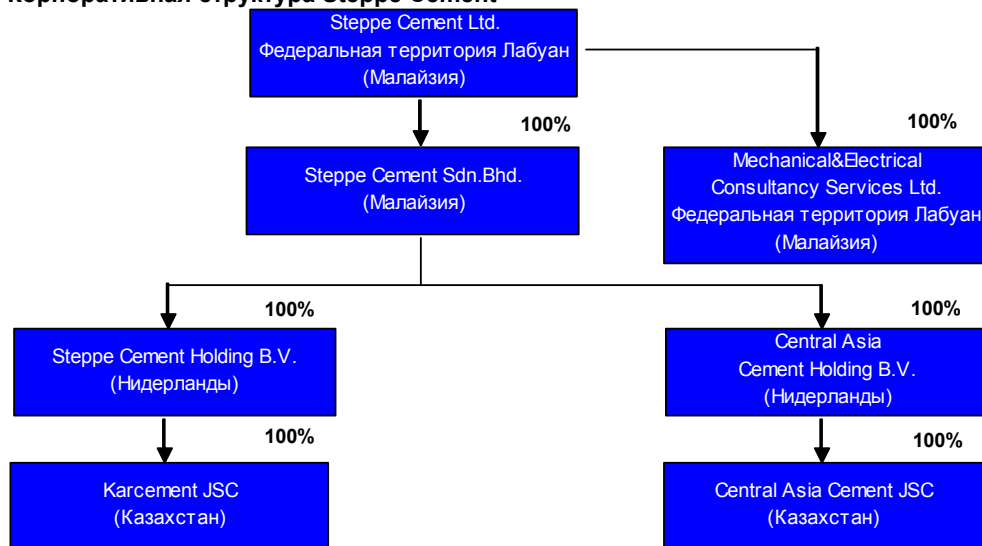
Быстрый рост экономики Казахстана вызвал строительный бум и повышение спроса на строительные материалы, в частности – на цемент. В связи с нехваткой собственных производственных мощностей рынок цемента в Казахстане отличается низким уровнем предложения и исключительно высокими ценами. Steppe Cement намерена получить выгоды от роста спроса и хороших фундаментальных характеристик строительного рынка, осуществив программу повышения производства, в результате которой объем выпуска к 2008 году должен вырасти почти в три раза, а выручка в следующие три года повысится более чем в четыре раза.

Обзор компании

Steppe Cement Ltd зарегистрирована в малазийской федеральной территории Лабуан и владеет 100% акций Central Asia Cement, казахстанского производственного предприятия, которое производит цемент на заводе в поселке Актау примерно в 180 км. южнее столицы Казахстана Астаны.

Завод был построен в начале пятидесятых годов и вначале работал под названием Производственное объединение "Карагандацемент". Завод функционировал вплоть до развала СССР в 1991 году. Затем производство практически остановилось до тех пор, пока завод не был куплен компанией Central Asia Cement, которая позднее стала стопроцентным дочерним предприятием Steppe Cement. В сентябре 2005 года Steppe Cement получила листинг акций в секции Alternative Investment Market (AIM) на London Stock Exchange.

Корпоративная структура Steppe Cement



Источник: данные компании

Основные акционеры – это группа частных лиц с опытом работы в финансовой сфере и инженерии.

Структура акционеров

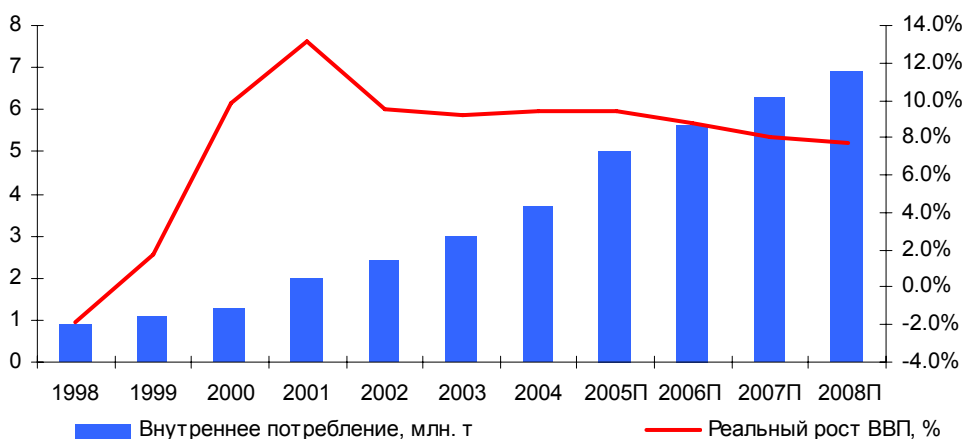


Источник: данные компании

Обзор цементного рынка в Казахстане

Благодаря строительному буму спрос на цемент в Казахстане за последние пять лет вырос более чем в три раза и в 2004 году составил 3.9 млн. Однако совокупный объем потребления цемента в стране все еще ниже уровня 1990 года (8.25 млн. т) перед началом экономического спада вслед за развалом Советского Союза. Это свидетельствует о том, что рынок Казахстана обладает большим потенциалом роста.

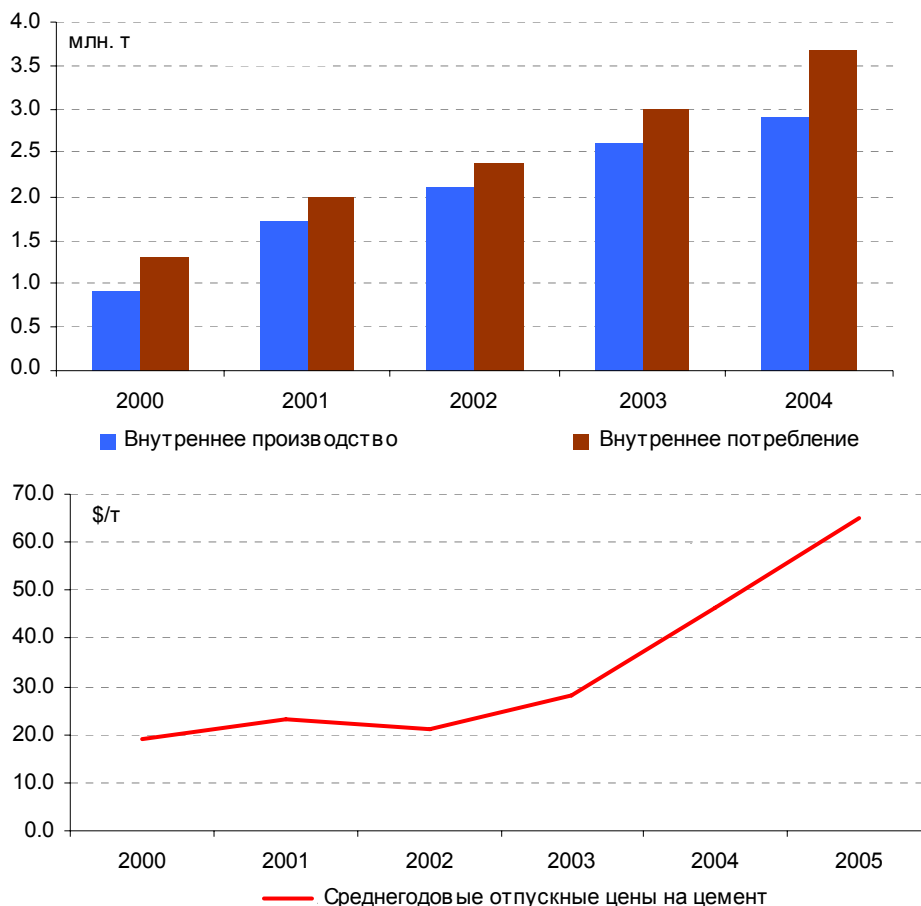
Динамика ВВП (в реальном выражении) и совокупного объема внутреннего потребления цемента



Источник: Global Cement Report; МВФ; данные компании; оценки "Атона"

В связи с низким предложением цемента на местном рынке основные производители в Казахстане приступили к расширению своих мощностей. Однако они не могут угнаться за ростом спроса, в результате чего цены на цемент постоянно растут, а разрыв между спросом и предложением увеличивается. В 2004 году объем импорта цемента из России достиг 1 млн. т. Однако, учитывая повышение спроса на цемент в самой России и нехватку производственных мощностей, нельзя исключать, что объем импорта цемента в Казахстан из России снизится. По данным отраслевых источников, цены на цемент в Казахстане в июле 2005 года достигли \$73 за т, и в ближайшие три-пять лет будут оставаться высокими.

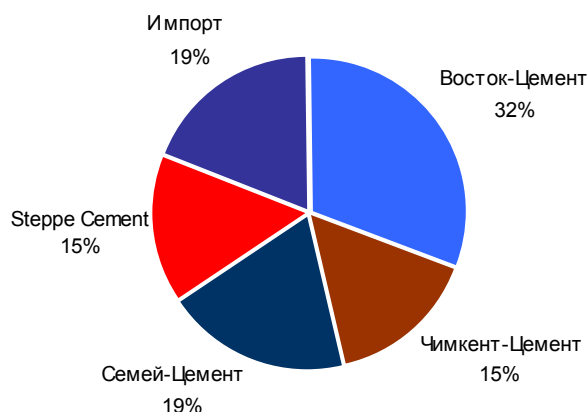
Разрыв между внутренним спросом и предложением привел к резкому росту цен на цемент



Источник: данные компании; Global Cement Report; оценки "Атона"

Помимо Steppe Cement в Казахстане существует три крупных производителя цемента – "Восток-Цемент", "Семей-Цемент" и "Чимкент-Цемент". Их совокупная установленная мощность составляет около 5.2 млн. т в год, но реальный объем выпуска в 2005 году, по нашим оценкам, составил 3.1 млн. т. Это обусловлено тем, что в данное время они работают лишь на 50-60% своей мощности. Для выведения предприятий на полную мощность требуются большие инвестиции.

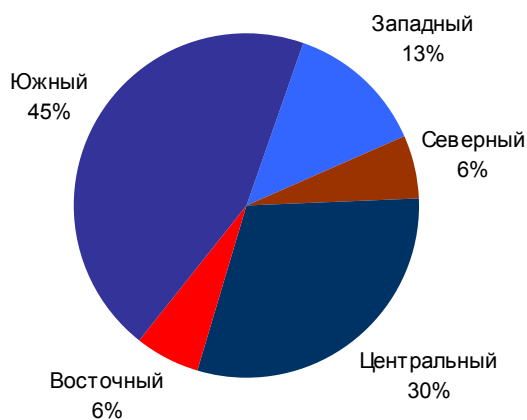
Основные производители цемента в Казахстане: объем мощностей, 2004 год



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Строительство в Казахстане в основном ведется вокруг главных деловых центров – Алматы (юг Казахстана), Астаны (новая столица) и Караганды (Центральный Казахстан) – а также вблизи нефтяных месторождений каспийского бассейна в Западном районе Казахстана.

Спрос на цемент присутствует в Южном, Западном и Центральном районах Казахстана



Источник: данные компании; Ассоциация производителей цемента Казахстана

Финансовый обзор

За последние три года объем производства Steppe Cement вырос примерно на 15%. Прирост был обеспечен в основном благодаря резкому улучшению эффективности производства и повышению коэффициента загрузки мощностей. Рост выручки от повышения объема производства оказался особенно значительным из-за одновременного роста цен реализации, которые за этот период выросли в среднем в 2.3 раза. В результате выручка за 2002-2005 годы, по нашим оценкам, повысилась почти в три раза. Совокупные затраты за этот период увеличились лишь на 13%, в результате чего операционная рентабельность подскочила до 45.8% (для сравнения, 2002 год компания закончила с операционным убытком). В 2002-2004 годах компании удалось сократить коммерческие и административные затраты на 19% (в 2005 году сокращение должно составить еще 17%).

Компания поддерживает хорошие балансовые показатели и не испытывает проблем с рабочим капиталом. Коэффициент покрытия процентных платежей составляет почти 13, поэтому компания имеет возможность привлечь дополнительную задолженность для финансирования капвложений. Судя по прошлым финансовым и производственным показателям Steppe Cement, мы уверены, что компания сумеет выполнить свои амбициозные планы.

Мы использовали консервативный подход в оценке перспектив роста выручки и прибыли Steppe Cement, но, несмотря на это, наш прогноз все равно оказался очень удачным. Амбициозные планы Steppe Cement по наращиванию производства, устойчивые конкурентные позиции на рынке Казахстана и благоприятные перспективы развития местной экономики указывают на то, что финансовые результаты компании в ближайшие три-пять лет будут очень сильными. В нашей модели мы исходили из следующих предположений:

- В случае успешного увеличения производственных мощностей (пока ничто не указывает на вероятность неудачи) к 2008 году Steppe Cement будет выпускать около 2.2 млн. т цемента, а к 2010 году доведет выпуск до 2.6 млн. т. Это более осторожная оценка по сравнению с прогнозом самой компании, которая планирует реализовать около 2.5 млн. в 2008 году. Мы предпочитаем использовать более консервативный подход в связи с возможной задержкой выполнения работ по модернизации.
- В результате повышения мощностей выручка Steppe Cement в 2004-2008 годах вырастет почти в четыре раза и составит \$143 млн., а чистая прибыль повысится более чем в пять раз до \$50 млн. Повышению выручки будет также способствовать рост цен на цемент, поскольку внутреннее предложение цемента, скорее всего, будет оставаться недостаточным. Хотя цены на цемент в Казахстане уже преодолели отметку \$70 за т, в нашей модели мы используем среднюю цену в \$65 за т, которая примерно соответствует средней цене реализации Steppe Cement в минувшем году.
- Мы исходим из того, что производственные затраты будут расти такими же темпами, как выручка, поскольку полагаем, что повышение эффективности производства от увеличения коэффициента загрузки мощностей будет

ограниченным, а себестоимость в период с 2005 по 2008 годы снизится лишь на 2.4%. Компания доказала, что может успешно сдерживать рост коммерческих и административных затрат. Поэтому мы исходим из того, что заметно повысятся только затраты на дистрибуцию в связи с увеличением объемов производства.

Благоприятным фактором для роста чистой прибыли будут налоговые льготы, предоставленные Министерством промышленности и торговли Казахстана для проектов модернизации печей №5 и №6. Согласно заключенному ранее в этом году соглашению, Министерство предоставило компании пятилетнюю льготу по налогу на прибыль и налогу на имущество, которая вступает в силу со дня ввода в эксплуатацию "Карцементом" (новое дочернее предприятие Steppe Cement, созданное для эксплуатации печей "сухого" обжига) модернизированных печей и действует до 31 декабря 2012 года. В настоящее время компания дополнительно ведет переговоры о льготах по импортным пошлинам и НДС на импортное оборудование, закупаемое для реализации проекта.

Исходя из этих допущений, выручка компании должна повыситься на 16% в этом году, на 88% в 2007 году и на 47% в 2008 году (после введения в эксплуатацию модернизированных печей). Благодаря высоким ценам цемента на внутреннем рынке, повышению эффективности и экономии на масштабе операционная рентабельность предприятия через два года должна повыситься до 47%, а чистая прибыль в период с 2005 по 2008 годы благодаря налоговым льготам должна вырасти в четыре раза до \$50 млн.

Потенциал роста прибыли делает акции компании весьма привлекательными, поскольку доходность (earnings yield) должна повыситься с 4.5% в 2005 году до 18% в 2008 году.

Среди рисков, угрожающих программе расширения производства, – возможная задержка модернизации и перерасход капложений. Однако, учитывая тщательную проработку ТЭО и технический анализ, осуществленный Steppe Cement в сотрудничестве с известной швейцарской инженеринговой и консалтинговой компанией PEG Engineering SA, мы полагаем, что эти риски относительно невелики. Еще одну опасность может представлять строительство новых цементных заводов, в результате чего объемы местного производства цемента вырастут, а цены снизятся. Однако мы считаем, что компания Steppe Cement достаточно хорошо защищена от этого риска, поскольку уже обладает сильными рыночными позициями. Кроме того, для запуска в эксплуатацию новых заводов понадобится длительное время, а их себестоимость на тонну мощности, скорее всего, будет значительно выше по сравнению со стоимостью модернизации мощностей Steppe.

Консолидированный отчет о прибылях и убытках Steppe Cement

\$ млн., МСФО	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П
Мощность, млн. т	0.78	0.78	0.78	0.78	1.0	1.9	2.8
Реализация цемента, млн. т	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	1.5	2.2
Цена цемента, \$/т	26.8	33.7	48.1	63.0	65.0	65.0	65.0
Производственные затраты, \$/т	31.2	23.5	31.7	35.4	35.0	34.8	34.5
Совокупная выручка	16.5	22.0	32.4	44.7	52.0	97.5	143.0
Себестоимость реализации	9	10	13	18	20	38	55
Валовая прибыль	8	12	19	26	32	59	88
Валовая рентабельность, %	45.4	55.2	59.5	59.1	60.7	61.0	61.3
Коммерческие и административные затраты	10	5	8	7	8	14	21
ЕБИТДА	-3	7	11	20	28	56	82
Рентабельность ЕБИТДА, %	Neg	31	35	46	53	57	57
Амортизация	0	0	0	-1	-4	-11	-15
Операционная прибыль	-3	7	11	20	24	45	67
Операционная рентабельность, %	-16	30	34	44	46	47	47
Финансовые статьи, нетто	0	0	-1	-2	-2	-4	-4
Прочая прибыль/убыток, нетто	-1	1	2	0	0	0	0
ЕВТ	-4	8	12	18	22	42	63
Налоги	-1	-2	-4	-6	-6	-8	-13
Чистая прибыль	-5	6	8	13	16	34	50
Чистая рентабельность, %	-31.3	25.9	24.5	28.2	30.5	34.6	35.2

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Консолидированный баланс Steppe Cement

\$ млн., МСФО	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П
Денежные средства	1	2	3	2	23	23	49
Товарно-материальные активы	2	3	6	6	6	11	16
Дебиторская задолженность	1	2	1	2	3	5	7
Прочие текущие активы	1	0	0	2	2	2	2
Основные средства	2	2	3	7	49	83	79
Всего активы	8	9	13	18	82	124	154
Кредиторская задолженность	8	5	2	2	2	3	4
Краткосрочный долг	0	13	5	7	11	12	11
Долгосрочный долг	14	0	7	2	24	30	22
Акционерный капитал	-15	-9	-1	8	45	79	117
Всего обязательства и акционерный капитал	8	9	13	18	82	124	154

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Консолидированный отчет о движении денежных потоков Steppe Cement

\$ млн., МСФО	2002	2003	2004	2005П	2006П	2007П	2008П
Операционная деятельность							
Чистая прибыль	-5	6	8	13	16	34	50
Амортизация	0	0	0	1	3.6	11	15
Прочие неденежные статьи	0	-3	-3				
Изменение рабочего капитала	7	-2	-2	-2.1	-0.9	-6.1	-6.0
Чистые денежные средства от операционной деятельности	2	0	2	11	19	38	59
Инвестиционная деятельность							
Капвложения	-1	1	-2	-4	-45	-45	-11
Дивиденды	0	0	0	-3			-13
Чистый приток (отток) денежных средств	1	1	1	4	-26	-7	36
Финансовая деятельность							
Поступления от инвестиций в акции					21		
Поступления по кредитам					26	7	-9
Изменение денежных средств	1	1	1	-1	21	0	27
Денежные средства на начало года		1.0	2.1	3.1	1.7	22.7	22.7
Денежные средства на конец года	1.0	2.1	3.1	1.7	22.7	22.7	49.4
Денежные средства	1.0	2.1	3.1	1.7	22.7	22.7	49.4
Валовой долг	14.2	13.2	11.8	8.5	35.0	41.8	32.9
Чистый долг	13.2	11.1	8.7	6.9	12.3	19.1	-16.5

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Оценка стоимости

Учитывая очень хорошие фундаментальные показатели экономики Казахстана и прекрасные перспективы компании, мы полагаем, что цена акций Steppe Cement пока является достаточно скромной по сравнению с международными аналогами, и они заслуживают большего внимания со стороны инвесторов.

Цены являются достаточно скромными, учитывая прекрасные перспективы роста компании

На 21 февраля 2006

	Цена (обыкн.) \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/CF		
				2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П	2005П	2006П	2007П
Steppe Cement	2.46	280	287	14.0	10.4	5.1	22.2	17.7	8.3	24.6	15.1	7.3
Международные компании по производству строительных материалов												
Hanson	60.7	21,362	27,606	7.7	6.7	6.2	10.1	10.1	9.6	5.9	5.5	6.3
Holcim	74.4	17,113	27,504	7.9	7.1	6.7	14.9	12.9	11.6	7.1	6.4	6.0
Cemex	99.6	11,520	13,163	7.7	7.1	6.6	19.3	16.8	15.0	9.4	8.8	8.3
Heidelbergcement	12.1	8,700	8,727	7.5	7.1	6.8	15.8	14.7	13.6	9.3	8.7	8.1
Gujarat Ambuja Cements	1.92	2,601	1,999	9.6	8.4	7.6	21.4	18.0	17.6	17.3	14.4	15.6
Средневзвешенное				7.8	7.0	6.6	14.5	13.1	12.1	7.9	7.2	7.2

Источник: данные компании; Bloomberg; оценки "Атона"

Наша оценка на основе DCF тоже дала хорошие результаты. При норме прибыли на уровне 14%, прогнозируемая цена акций на конец 2006 года на основе DCF составляет \$3.2 (£1.82). Это на 29% выше текущих рыночных котировок.

Расчет PV будущих свободных денежных потоков

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	52	98	143	163	169
Операционные затраты	-21	-31	-46	-54	-55
ЕВITDA	28	56	82	93	98
Минус: Амортизация	-3.6	-10.5	-15.0	-15.5	-15.9
Операционная прибыль (ЕВIT)	24	45	67	78	82
Минус: Налог на прибыль	-6	-11	-16	-19	-20
Минус: Капвложения	-45	-45	-11	-18	-18
Минус: Изменение рабочего капитала	-1	-6	-6	-2	-1
Плюс: Амортизация	4	11	15	16	16
Свободный денежный поток	-24.1	-6.1	48.8	54.2	59.2
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.00	1.14	1.30	1.48	1.69
PV будущих свободных денежных потоков	-24.1	-5.4	37.6	36.6	35.1

Совокупная PV будущих свободных денежных потоков 79.8

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	59
Остаточные темпы роста	3%
Остаточная ставка дисконтирования	14.0%
Остаточная стоимость, \$ млн.	555
PV остаточной стоимости, \$ млн.	288

Расчет прогнозируемой цены

PV остаточной стоимости + будущие FCF, \$ млн.	368
Минус: чистый долг (конец 05П), \$ млн.	7
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	0
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	361
Кол-во обыкновенных акций, млн.	114
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	\$3.2

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.5%
Премия за риск инвестиций в Казахстан	1.0%
Безрисковая ставка в Казахстане	6.5%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности	1.25
Премия за риск инвестиций в казахстанские акции	5.0%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.50
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.530
Стоимость акционерного капитала	14.2%

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	3.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	8.8%
Акционерный капитал, % от капитализации	97.0%
Стоимость акционерного капитала	14.1%
WACC	14.0%

Структура капитала, \$ млн.

Совокупный долг (04П)	9
Рын. стоимость обыкн. акций	280
Рын. стоимость прив. Акций	0
Совокупная рыночная стоимость акционерного капитала	280
Совокупная капитализация	289

Источник: данные компании; оценки «Атона»

Алексей Языков
yazikov@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
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Алроса 08	\$500	B/Va3	6/5/2008	8.125	105.25	105.25	5.51	7.72	94	24	1.91	2.01
Алроса 14	\$300	B/Va3	17/11/2014	8.875	115.25	116.25	6.48	7.67	187	99	6.01	6.95
Альфа Банк 06	\$190	BB-/Ba2	13/4/2006	8.00	100.00	100.00	7.88	8.00	329	257	0.10	0.10
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	101.25	101.25	6.33	7.65	170	104	0.87	0.88
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	101.38	101.38	7.09	7.64	258	188	2.04	2.07
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Va3/B-	9/12/2010	8.625	102.25	103.25	7.91	8.39	363	272	3.74	3.84
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1/BBB-	28/9/2009	8.000	105.12	105.50	6.31	7.60	176	107	2.94	3.10
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	26/11/2010	7.375	104.62	104.62	6.23	7.05	180	95	3.84	4.02
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	102.00	102.75	6.90	7.33	257	165	3.80	3.90
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	103.00	103.00	7.00	8.25	250	179	1.92	1.98
Внешторгбанк 08	\$550	BBB-/A2	11/12/2008	8.875	102.50	103.00	5.78	6.69	120	51	2.42	2.49
Внешторгбанк 11	\$450	BBB-/A2	12/10/2011	7.500	107.00	107.88	5.92	6.98	149	57	4.39	4.72
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB+/A3	4/2/2010	6.315	102.00	102.13	5.72	6.19	123	45	3.37	3.44
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB-/A2	2/7/1935	6.250	102.25	103.00	5.88	6.09	124	31	6.86	7.04
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	107.87	108.44	7.16	9.25	263	196	2.70	2.92
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	102.00	102.50	7.33	7.82	286	214	3.27	3.34
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	104.50	105.25	7.30	7.99	294	202	4.28	4.49
Газпром 07	\$500	BB/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	103.62	104.50	5.38	8.77	80	7	1.03	1.07
Газпром 09	\$700	BB/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	114.75	115.69	5.78	9.11	122	52	2.92	3.36
Газпром 13	\$1750	BB/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	119.38	119.75	6.14	8.05	156	73	5.17	6.18
Газпром 13а	\$646	BB/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	99.50	99.50	5.80	5.65	74	49	2.83	2.81
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	105.75	105.75	5.95	6.81	139	49	4.47	4.72
Газпром 34	\$1200	BB/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	126.50	127.50	6.52	6.79	188	46	11.77	14.94
Газпромбанк 08	\$1050	BB-/Baa1	30/10/2008	7.250	103.50	103.50	5.80	7.00	122	54	2.31	2.39
Газпромбанк 15	\$1000	BB-/Baa1	23/9/2015	6.500	97.55	98.55	6.78	6.63	218	125	6.70	6.57
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	101.25	101.62	6.12	8.75	131	77	0.50	0.50
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	111.00	111.00	7.17	9.80	266	198	2.80	3.11
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	102.10	102.35	7.91	8.07	338	245	6.37	6.51
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	100.62	100.62	6.79	9.19	213	145	0.25	0.26
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	101.63	101.63	7.73	8.49	326	255	1.78	1.81
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/9/2006	9.375	101.25	101.25	6.99	9.26	224	169	0.50	0.51
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	102.13	103.00	7.20	7.80	272	201	3.11	3.19
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/2008	8.000	102.62	102.62	6.89	7.80	236	167	2.25	2.30
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.75	97.25	5.77	4.51	121	51	2.12	2.05
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	105.75	105.75	6.48	9.22	195	124	1.69	1.79
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.87	104.87	7.24	8.02	285	202	3.63	3.79
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	102.75	103.50	7.33	7.76	294	204	4.56	4.70
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	101.88	102.03	7.00	8.99	245	176	0.93	0.95
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3	13/2/2007	9.125	101.75	101.75	7.15	8.97	257	190	0.87	0.89
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/9/2009	7.125	101.87	102.87	6.37	6.96	183	113	2.99	3.06
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	101.33	101.55	7.35	8.87	278	212	0.86	0.87
Промсвязь 10	\$200	B/B1	4/10/2010	8.500	101.88	102.13	7.97	8.33	361	278	3.57	3.64
ПСБ 08	\$300	n.r./Ba1/B+	29/7/2008	6.875	101.87	101.87	5.83	6.75	126	56	2.15	2.19
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Ba2/B+	29/9/2010	6.200	99.50	100.25	6.23	6.21	186	96	3.77	3.76
РБР 08	\$170	BB+/Baa2	11/8/2008	6.500	100.65	100.90	6.15	6.45	159	90	2.18	2.20
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	104.88	105.75	6.71	9.26	222	154	1.64	1.73
Роснефть 06	\$150	B-/Baa2	20/11/2006	12.75	104.75	104.86	5.68	12.17	93	33	0.65	0.68
РСХБ 10	\$250	n.r./Baa1/BBB-	27/11/2010	6.875	102.00	102.00	6.38	6.74	196	110	3.87	3.95
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	101.62	101.62	7.19	8.66	268	196	0.99	1.01
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.75	100.75	7.28	7.74	280	208	1.38	1.39
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	101.37	101.37	7.41	8.02	293	222	1.84	1.87
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	98.76	99.01	7.79	7.58	343	260	3.65	3.61
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	102.78	103.03	8.12	8.62	385	294	3.73	3.84
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	100.80	100.80	6.00	6.18	152	75	3.38	3.41
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	104.00	104.00	7.10	8.29	258	190	2.55	2.65
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	108.62	109.62	7.71	8.48	317	232	5.51	6.02
Сибнефть 07	\$400	BB-/Ba3	13/2/2007	11.50	105.13	105.38	5.65	10.93	99	33	0.87	0.92
Сибнефть 09	\$500	BB-/Ba3	15/1/2009	10.75	112.63	113.25	5.77	9.52	118	50	2.42	2.73
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	101.94	102.19	7.39	7.54	283	190	6.51	6.65
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	106.50	107.00	6.75	9.60	223	153	1.80	1.92
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	105.00	105.75	7.54	8.42	320	231	3.86	4.07
ТНК 07	\$700	BB/Ba2	6/11/2007	11.00	108.30	108.30	5.70	10.16	114	42	1.46	1.58
Уралсиб 06	\$140	B/n.r.	6/7/2006	8.875	100.67	100.75	6.63	8.81	193	129	0.32	0.32
Финанс 08	\$250	n.r./Ba2	12/12/2008	7.900	102.20	102.45	6.96	7.72	243	175	2.38	2.44
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	4/2/2008	9.125	102.00	102.50	7.83	8.92	337	266	1.69	1.73
ХКФ 08II	\$275	B-/Ba3	30/6/2008	8.625	101.37	101.37	7.96	8.51	350	280	2.01	2.04
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	101.10	101.10	3.06	10.83	42	0	0.14	0.14
Газпром 10	€1000	BB/Baa1/BB+	27/9/2010	7.80	114.06	114.46	4.28	6.83	95	0	3.80	4.34

Рынок внутреннего долга

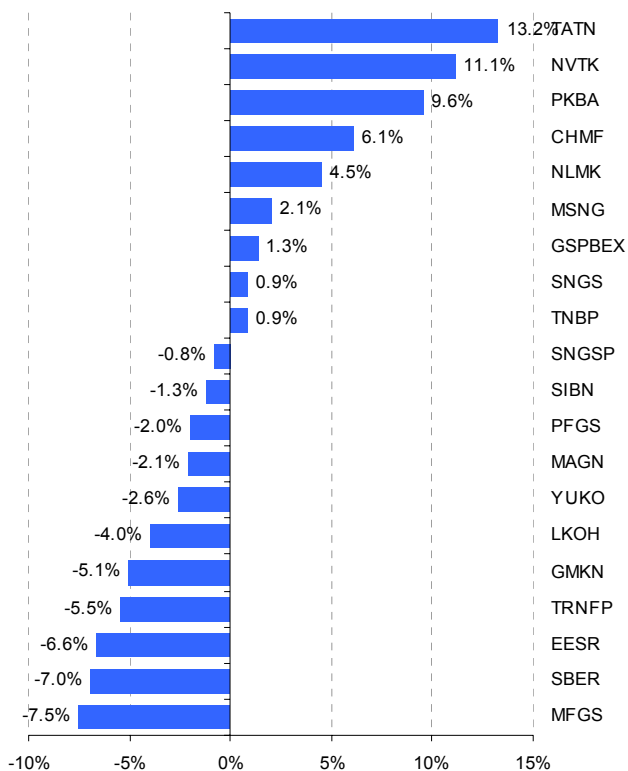
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	100.48	100.55	100.50	30,150.00	8.05	(11)	446	0.30	0.30
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	99.98	-	99.99	4,999.50	5.50	(2)	451	0.05	0.05
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	99.70	99.95	99.70	398.80	6.63	29	111	1.07	1.06
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	100.50	101.80	101.70	63,044.00	6.16	(1)	96	0.83	0.84
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.15	104.60	104.37	15,656.00	7.05	7	66	3.32	3.47
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	100.20	102.15	102.05	-	6.30	(1)	44	1.44	1.47
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	99.93	100.25	100.00	149,952.00	7.07	8	76	2.98	2.98
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.05	101.15	101.10	24,794.60	8.62	4	229	3.55	3.59
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	100.81	101.69	101.30	71,422.92	6.53	19	60	1.56	1.58
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.25	-	-19.48	(18)	-2497	1.11	1.12
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.45	102.70	102.55	-	8.10	(1)	189	1.98	2.03
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	-	102.00	101.50	19,335.02	6.93	28	98	1.59	1.61
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.50	104.80	104.65	10,465.00	7.01	7	66	3.14	3.28
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	99.10	100.20	100.05	-	6.65	0	97	1.19	1.19
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	-	-	100.00	-	6.78	(0)	53	2.56	2.56
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	100.25	100.35	100.35	110,639.53	7.39	8	95	3.82	3.84
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	101.20	101.40	101.40	29,855.28	7.41	6	86	5.07	5.14
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.86	101.04	100.86	78,421.01	7.36	12	177	1.11	1.12
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	99.55	99.77	99.90	-	7.37	0	24	2.22	2.21
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.85	100.89	100.86	18,091.79	9.08	6	257	2.36	2.38
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	103.00	102.55	15.39	7.16	35	257	0.43	0.44
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.65	105.70	105.65	204,366.24	8.35	1	202	2.98	3.15
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	100.70	101.00	101.00	-	7.41	(1)	171	1.21	1.22
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	105.02	106.00	106.20	106,205.00	7.64	(39)	208	1.20	1.28
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.90	102.00	101.93	14,274.00	8.36	22	222	1.86	1.89
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	102.51	103.00	103.00	21,949.61	8.70	6	228	3.75	3.86
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	101.00	101.25	101.20	1,012.00	7.37	16	411	0.27	0.27
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	-	113.85	-	-3.47	(18)	-847	0.71	0.81
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	102.26	102.62	102.20	262.59	8.13	102	401	0.35	0.36
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	103.30	103.60	103.30	648.53	7.97	16	209	1.46	1.51
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	101.90	103.00	102.35	-	8.11	(0)	196	1.84	1.88
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.31	103.30	103.10	56,240.57	7.03	11	107	1.61	1.66
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	103.15	103.40	103.28	44,593.69	7.48	14	101	3.53	3.65
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	99.36	99.40	99.40	308,425.92	7.47	8	94	2.44	2.42
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	102.15	102.46	102.15	2,565.22	8.27	88	390	0.48	0.49
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	115.95	116.41	116.05	15,114.10	8.54	7	224	2.78	3.23
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.03	102.50	102.00	24,461.60	8.69	17	215	1.99	2.03
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	101.80	102.00	102.00	2,958.70	10.48	35	577	0.47	0.48
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	100.10	100.30	100.38	-	10.29	(1)	567	0.86	0.86
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	100.11	100.25	100.11	1,961.69	11.35	122	980	0.10	0.10
Субфедеральные облигации													
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	100.78	101.00	101.16	-	4.73	(20)	206	0.22	0.22
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	100.90	101.55	101.66	-	4.17	(17)	86	0.28	0.28
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	-	-	102.82	-	4.86	(8)	13	0.53	0.54
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	107.50	-	107.01	-	6.00	(9)	92	0.73	0.78
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	104.96	105.14	105.15	15.77	5.67	(3)	8	1.13	1.19
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	106.00	105.70	-	5.89	(2)	12	1.33	1.41
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	106.05	106.20	106.10	54,113.06	6.20	11	33	1.50	1.59
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	106.28	108.40	108.10	6,486.00	6.18	3	-26	1.97	2.13
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	-	110.00	110.50	-	5.94	(1)	-55	2.40	2.65
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	107.10	111.70	111.15	-	6.32	(1)	-15	3.58	3.98
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	112.40	114.70	114.40	-	6.57	(0)	15	3.81	4.36
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	111.20	111.44	111.45	881,326.93	6.79	1	13	5.89	6.56
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	105.15	106.25	105.97	318,618.17	6.73	43	96	1.34	1.42
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	111.40	111.65	111.40	46,506.27	7.10	6	90	2.64	2.94
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	108.51	108.60	108.51	108,936.66	7.10	9	78	2.64	2.87

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

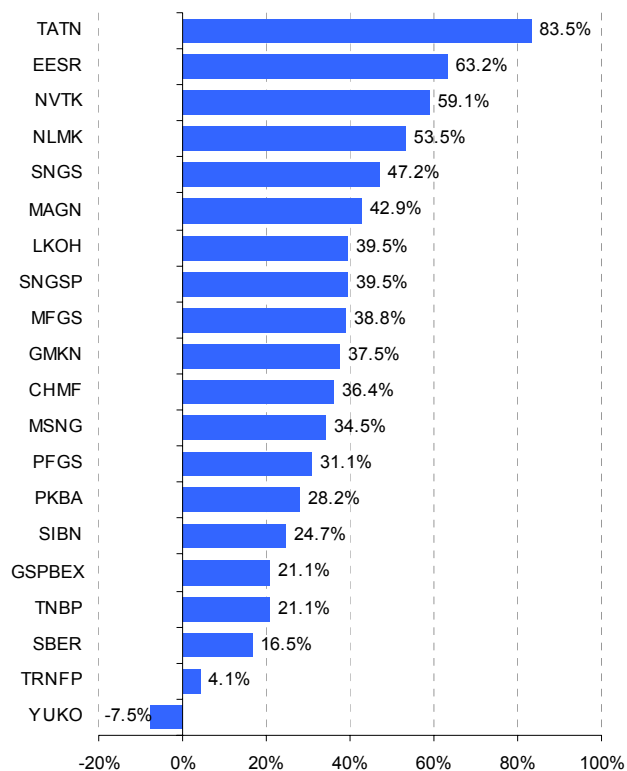
Источник: ММББ

РЫНОК АКЦИЙ

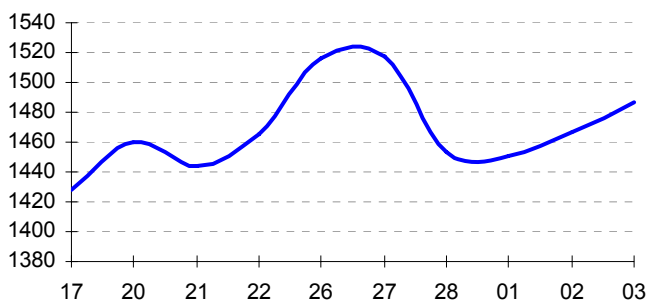
20 лидеров рынка – динамика за неделю



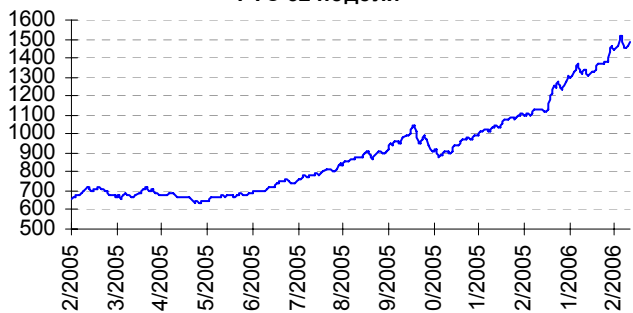
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



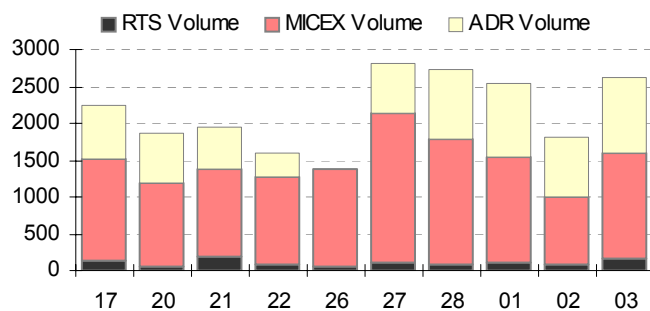
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

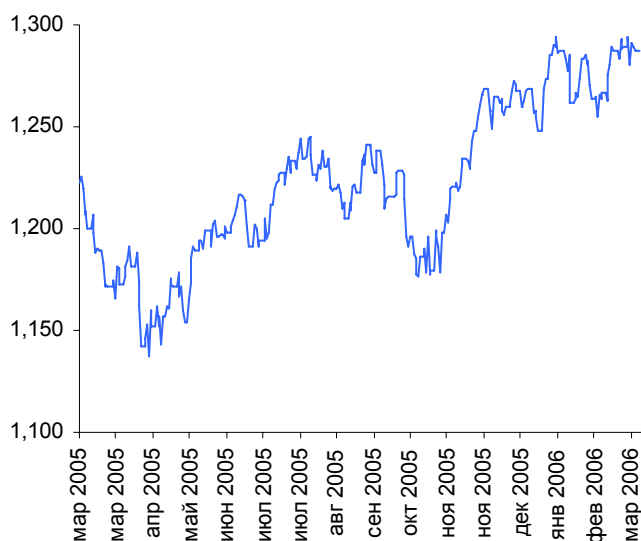


10 наиболее ликвидных акций РТС

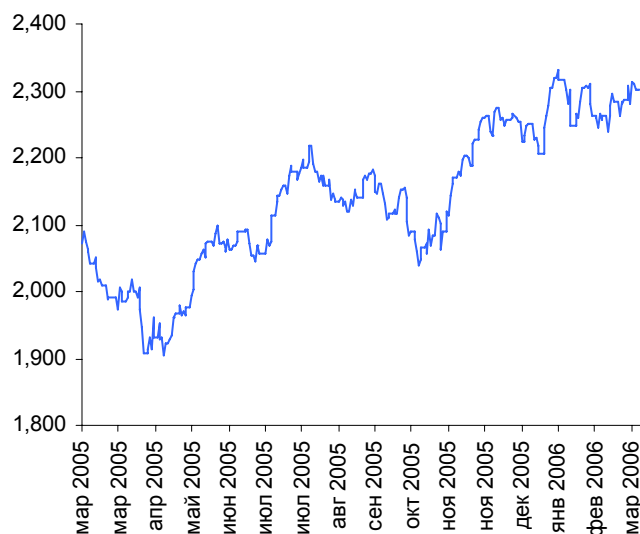
Компания	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	1.3	700.8
ЛУКОЙЛ	-4.0	165.8
РАО ЕЭС России	-6.6	106.5
Сбербанк РФ	-7.0	85.1
ГМК Норильский никель	-5.1	35.9
Ростелеком	-0.9	23.5
Транснефть, прив.	-5.5	16.1
Сургутнефтегаз	0.9	12.6
Сургутнефтегаз, прив.	-0.8	10.5
Уралсвязьинформ	1.4	8.9

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

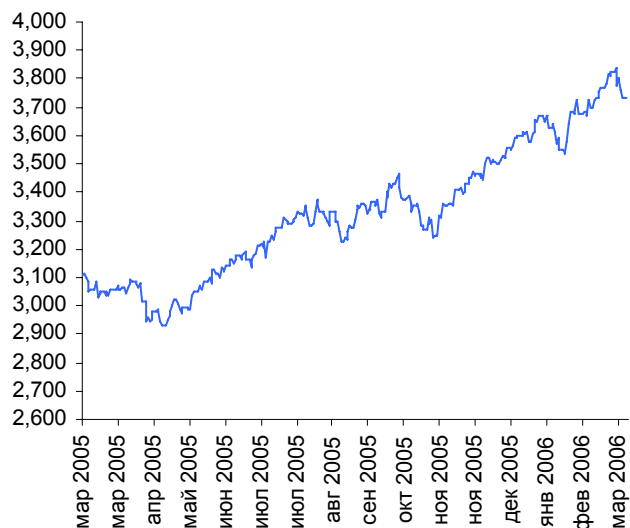
S&P 500



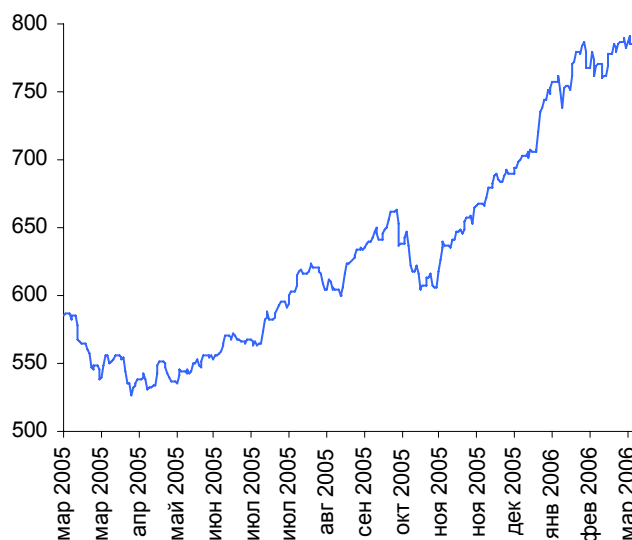
Nasdaq



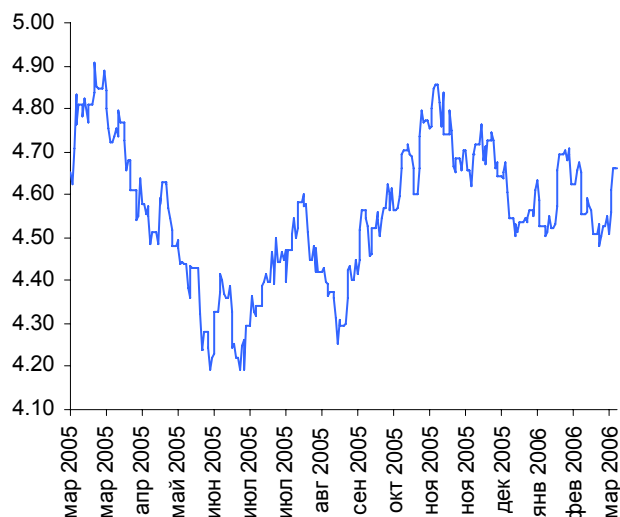
DJ Euro STOXX 50



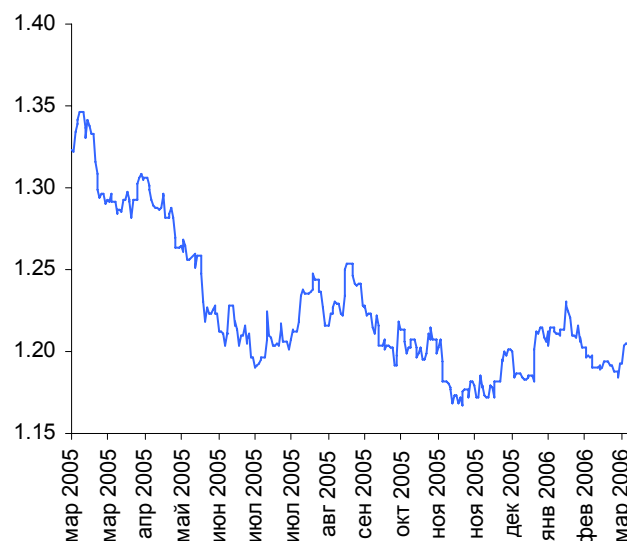
MSCI Emerging markets



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