

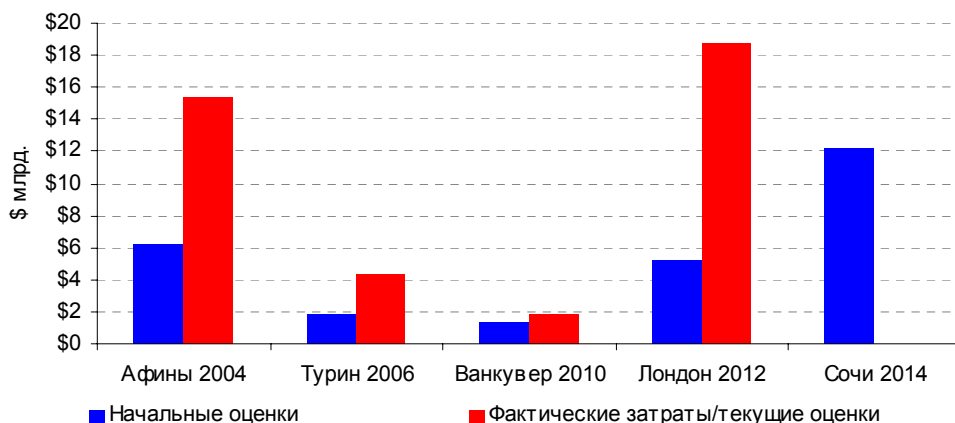
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	8
"Комстар-Объединенные Телесистемы". Изменения в связи с приходом Сергея Приданцева заслуживают повышения рекомендации до "Покупать"	
Долговой рынок	11
Рынок акций	13
Мировые рынки	14

КОММЕНТАРИЙ

Сочи-2014: кому достанутся олимпийские миллиарды?

Фактические затраты на проведение Олимпийских игр, как правило, значительно превосходят первоначальные оценки



Источник: AP; BBC; Moscow Times; "Коммерсантъ", Office of BC Auditor General

Совокупная стоимость Зимней Олимпиады 2014 года в Сочи в настоящее время оценивается более чем в \$12 млрд. Правительство России официально выделило в бюджете 185.5 млрд. руб. (\$7.2 млрд.) на строительство олимпийских объектов и модернизацию инфраструктуры Сочи. Еще 128.4 млрд. руб. (\$5 млрд.), как ожидается, поступят из частных источников. Все олимпийские объекты в Сочи будут строиться за счет частных источников, кроме того, город требует масштабного ремонта и замены инфраструктуры и коммунальных объектов.

Мы ожидаем, что фактические затраты во много раз превысят первоначальные оценки. Исторически сложилось так, что первоначальная оценка затрат оказывается намного меньше фактических расходов на проведение Олимпийских игр. Предварительный бюджет Олимпиады-2004 года в Афинах оказался втрое ниже итоговой сметы. Стоимость лондонской Олимпиады-2012 сначала оценивалась в £2.4 млрд., сейчас прогноз увеличился до £9.3 млрд. Основываясь на этих фактах, мы полагаем, что в итоге стоимость Игр в Сочи возрастет как минимум до 500 млрд. руб. (\$20 млрд.). Министр финансов России Алексей Кудрин уже заявил о том, что федеральное финансирование сочинских проектов может увеличиться.

Столь масштабные вложения должны пойти на пользу строительным фирмам и девелоперским компаниям. Мы ожидаем, что крупные девелоперы с серьезным опытом работы и хорошими связями в руководстве страны смогут получить выгодные "олимпийские" контракты. Среди таких компаний можно отметить "Систему Галс" (HALS LI), "Открытые инвестиции" (OIVS RU), "Главмосстрой" (GMST RU) и "Мостотрест" (MSTT RU).

Масштабное строительство приведет и к увеличению спроса на основной строительный материал – цемент. Мы ожидаем, что цены на цемент возрастут, поскольку Россия и так уже испытывает его дефицит из-за строительного бума. Это позитивно скажется на крупных российских производителях цемента – "Новоросцементе" (NVRC RU), "Евроцементе" (EVCG RU) и "Сибирском Цементе" (SCEM RU), а также всех других компаниях сектора.

Повышенный спрос со стороны строительных компаний также должен привести к повышению цен на стальной прокат, что сыграет на руку российским сталелитейным компаниям. В настоящее время цены на прокат в России на 20% превышают экспортные цены.

Мы считаем, что наибольшую выгоду смогут извлечь Evraz Group (EVR LI) и "Мечел" (MTL US), являющиеся крупнейшими в России производителями сортового проката. "Мечел" недавно объявил о новой программе капложений в размере \$1.5 млрд., призванной увеличить прокатные мощности. ММК (MAGN RU) планирует инвестировать \$1.1 млрд. в новый завод в Турции мощностью 2.6 млн. т полосовой стали в год, но может рассмотреть и возможность производства там сортового проката. Бли-

зость Турции к Сочи и наличие черноморских портов заметно облегчит логистическую задачу. Глава "Северстали" Алексей Мордашов заявил на прошлой неделе, что компания может увеличить мощности Череповецкого завода, если возникнет подобная необходимость.

Банковский сектор также может извлечь значительную выгоду из сочинских Игр. Мы ожидаем, что развитие региона, в том числе строительство объектов недвижимости, дорог, модернизация сетей беспроводной связи и т.д., будут частично финансироваться правительством, в том числе за счет заемных средств. Мы считаем, что такие крупные банки, как Сбербанк (SBER RU) или ВТБ (VTBR LI) имеют отличную возможность стать основными кредиторами компаний, участвующих в подготовке Олимпийских игр. Мы также ожидаем, что правительственные средства будут распределяться между компаниями через уполномоченные банки, которые имеют возможность повысить остаток средств на счетах корпоративных клиентов и объемы транзакций – а вместе с ними и объем комиссионных. Помимо этого, качество и количество предлагаемых в Сочи банковских услуг (т.е. количество банкоматов и отделений) должно быть доведено до уровня развитых стран. Мы считаем, что ВТБ и Сбербанк с их развитыми сетями в Сочи, связями в госорганах и легким доступом к рынкам капитала, по всей вероятности, станут этими уполномоченными банками, что позволит им извлечь самую большую прибыль.

Большие усилия по модернизации существующей инфраструктуры и системы энергосбыта должны пойти на руку местным производителям электроэнергии и распределительным сетевым компаниям. Среди местных компаний электроэнергетического сектора можно выделить "Кубаньэнергосбыт" (KBSB RU), "Кубаньэнерго" (KUBE RU), Кубанскую генерирующую компанию (KBGR RU) и ТГК-8 (TGKH RU).

Среди других возможных бенефициаров сочинской Олимпиады можно назвать местных операторов связи и транспортных услуг. Мы считаем, что среди телекоммуникационных компаний наибольшие шансы стать крупными подрядчиками в ходе Игр имеют Golden Telecom (GLDN US), "Комстар-ОТС" (CMST LI) и ЮТК (KUBN RU). У Golden Telecom и "Комстара" есть инфраструктура последней мили в Сочи, кроме того, "Комстар" недавно расширил свою сеть за счет местного аэропорта и Красной Поляны. Мы ожидаем, что крупнейшие операторы альтернативной связи в России снимут все сливки с основных B2B- и B2C-проектов в Сочи, а местный оператор фиксированной связи ЮТК сосредоточится на развитии собственной инфраструктуры. Мы также считаем, что потенциальную выгоду из Олимпиады сможет извлечь "Ситроникс" как производитель охранных систем и RFID-чипов. Другие операторы сотовой связи, такие, как МТС (MBT US) и "Вымпелком" (VIP US), также должны извлечь выгоду из увеличения объемов пользования их услугами в ходе Игр. Среди региональных транспортных компаний можно выделить Новороссийское морское пароходство (NOMP RU) и Новороссийский морской торговый порт (NMTP RU).

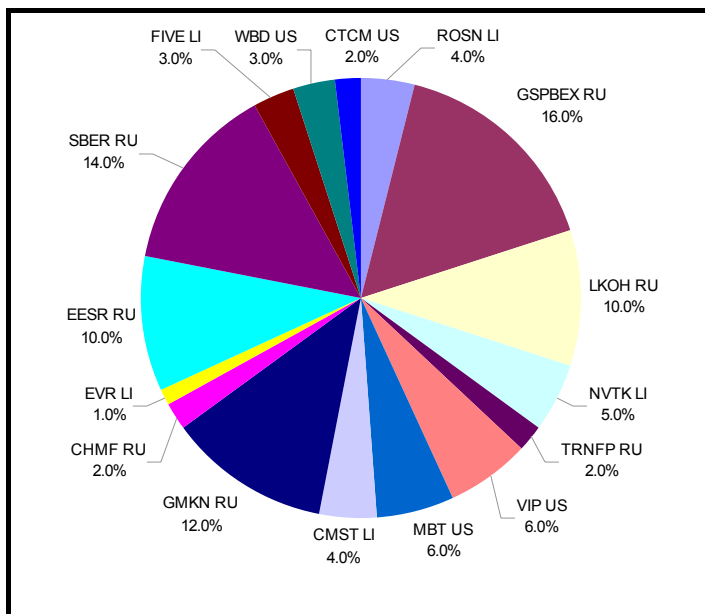
Мы также ожидаем специальных выпусков облигаций, нацеленных на финансирование подготовки к Играм, в частности – размещений Краснодарского края и Сочи. Мы думаем, что такие размещения будут иметь успех за счет сильной поддержки со стороны федерального центра.

Владимир Осаковский, PhD
osakovsky@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
9.07	Арбитражный суд Москвы рассмотрит заявление банка "Траст" по вопросу об установлении законности долга ЮКОСа	Будут опубликованы данные об объеме потребительского кредитования за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$7.0 млрд. (предыдущее значение: \$2.6 млрд.)	
10.07	АФК "Система" опубликует результаты за I квартал 2007 года по US GAAP		
	Годовое собрание акционеров "Связьинвеста"		
	Суд рассмотрит иск о взыскании с Газпромбанка 178.4 млн. руб. из-за утраты акций "Газпрома"		
	X5 Retail Group начнет размещение дебютного выпуска облигаций объемом 9 млрд. руб.		
11.07	ОГК-4 опубликует финансовые результаты за 2006 год по МСФО	Будут опубликованы данные о динамике объема оптовых товарно-материальных запасов за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.4% (предыдущее значение: 0.3%)	
12.07	Состоится аукцион по продаже активов ЮКОСа, включенных в лот №17	Будет опубликовано значение торгового баланса за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$60.0 млрд. (предыдущее значение: -\$58.8 млрд.)	Будут опубликованы данные о динамике ВВП стран евро-зоны за I квартал 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.6%)
		Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 8 июля 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 318 тыс.)	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства стран евро-зоны за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.0% (предыдущее значение: -0.8%)
13.07		Будут опубликованы данные о динамике индекса импортных цен за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.9%)	
		Будут опубликованы данные о динамике объема розничных продаж за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.0% (предыдущее значение: 1.4%)	
		Будет опубликовано предварительно значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за июль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 86.0 пункта (предыдущее значение: 85.3 пункта)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель несколько опередил рынок, повысившись на 4.19% на фоне роста индекса РТС на 4.06%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции сталелитейных компаний – Evraz Group и "Северстали", котировки которых выросли за неделю на 13.9% и 14.8% соответственно. Кроме того, впечатляющий рост на 9.2% продемонстрировали акции X5 Retail Group.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы включаем в состав портфеля акции "Комстар-Объединенные Телесистемы", рекомендация по которым повышена с "Держать" до "Покупать". Новая прогнозируемая цена на конец 2007 года составляет \$11.6 за GDR, что подразумевает потенциал роста на 20% по сравнению с текущими котировками.

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	4.19%	4.06%	0.14%	12.63%	10.31%	2.32%	13.63%	2.74%	10.88%

Рекомендуемый портфель

	Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 6/07, \$	Цена 29/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ		52.47%	37.0%	37.0%				
Роснефть	ROSN LI	6.90%	4.0%	4.0%	8.40	7.96	5.5%	-11.1%
Газпром	GSPBEX RU	16.04%	16.0%	16.0%	10.63	10.40	2.2%	-7.5%
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	15.33%	10.0%	10.0%	80.30	76.70	4.7%	-8.7%
НОВАТЭК	NVT LI	2.09%	5.0%	5.0%	53.50	52.00	2.9%	-15.7%
Транснефть, прив.	TRNFP RU	1.34%	2.0%	2.0%	1,660.00	1,670.00	-0.6%	-27.7%
Телекоммуникации		7.59%	16.0%	12.0%				
Вымпелком	VIP US	0.00%	6.0%	6.0%	111.55	105.36	5.9%	41.3%
МТС	MBT US	4.84%	6.0%	6.0%	65.10	60.57	7.5%	29.7%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	0.0%	9.64	9.25	4.2%	14.8%
Металлургия		13.65%	15.0%	15.0%				
ГМК Норильский никель	GMKN RU	7.68%	12.0%	12.0%	220.50	209.00	5.5%	40.4%
Северсталь	CHMF RU	1.26%	2.0%	2.0%	15.90	13.85	14.8%	42.0%
Evraz Group	EVG LI	0.00%	1.0%	1.0%	46.80	41.10	13.9%	82.2%
Прочие		26.29%	32.0%	36.0%				
РАО ЕЭС России	EESR RU	4.52%	10.0%	10.0%	1.41	1.36	3.8%	30.3%
Сбербанк РФ	SBER RU	13.18%	14.0%	18.0%	3,940.00	3,890.00	1.3%	14.2%
X5 Retail Group	FIVE LI	0.00%	3.0%	3.0%	32.00	29.30	9.2%	23.1%
Вимм-Билль-Данн	WBD US	0.00%	3.0%	3.0%	109.57	104.01	5.3%	64.6%
СТС Медиа	CTCM US	0.00%	2.0%	2.0%	28.13	27.14	3.6%	17.2%
Всего			100%				4.2%	13.6%

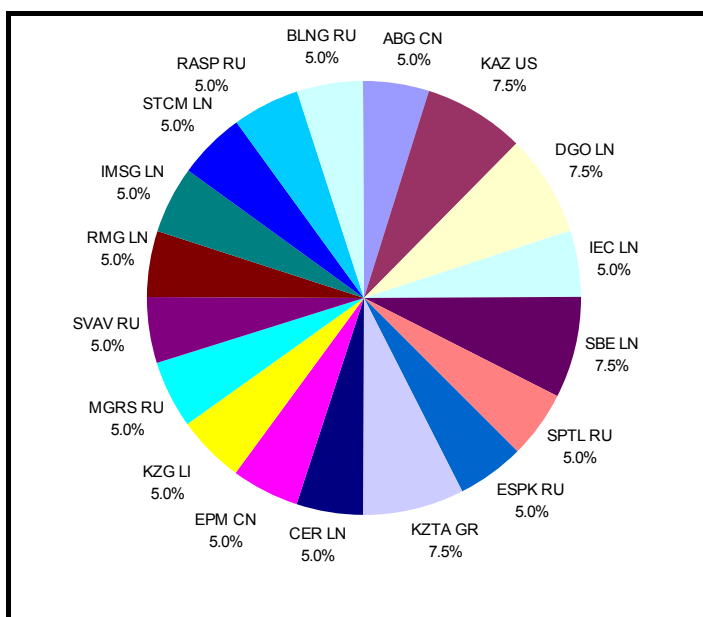
Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Нефть и газ														
Роснефть	8.6	2.8	2.4	2.3	12.9	9.6	8.8	28.9	15.9	15.6	31.1	5.1	10.7	US GAAP
Газпром	12.3	3.5	3.4	3.1	7.8	7.4	6.6	11.4	11.1	9.8	12.2	8.9	8.0	МСФО
ЛУКОЙЛ	84.0	1.1	1.1	1.2	5.9	6.2	7.1	9.2	9.7	11.5	8.7	7.7	7.9	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.98	2.0	1.9	2.0	5.0	5.5	5.7	11.1	13.7	14.9	8.3	8.2	8.4	РСБУ
Газпром Нефть (Сибнефть)	3.65	1.0	1.1	1.2	3.9	4.9	5.9	5.5	6.8	8.6	6.0	5.3	6.2	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.38	1.6	1.7	1.8	4.8	5.3	6.0	7.5	8.4	9.9	4.3	5.8	6.5	US GAAP
Татнефть	5.60	0.8	0.9	1.1	4.5	4.6	5.5	8.2	8.6	11.0	6.5	6.0	6.5	US GAAP
Транснефть, прив.	2,315	2.0	1.7	1.6	4.0	3.1	3.0	6.7	5.0	5.2	3.4	2.7	2.8	МСФО
НОВАТЭК	80.9	9.0	7.1	5.4	19.3	14.5	12.7	31.4	22.7	19.9	26.7	19.3	20.5	МСФО
Agawak Energy	3.61	3.7	3.0	2.7	8.3	6.2	5.3	35.5	25.3	23.7	10.7	7.4	6.4	CA GAAP
Caspian Services	4.87	3.0	2.0	1.4	25.5	9.5	5.7	NEG.	24.5	12.6	N.M.	22.5	10.5	US GAAP
Dragon Oil	4.29	5.7	3.8	3.8	6.8	4.4	4.6	12.8	8.3	9.0	11.8	9.9	6.5	МСФО
KazMunaiGaz	15.1	2.3	2.4	2.9	3.9	4.5	6.2	9.7	14.1	19.9	9.7	11.4	14.4	МСФО
РИТЭК	7.21	1.5	1.6	1.8	5.4	6.2	6.9	9.7	11.8	14.0	7.0	7.6	7.8	US GAAP
Sibir Energy	10.3	2.7	3.9	4.2	18.8	10.6	8.5	35.2	15.1	13.9	N.A.	N.A.	N.A.	UK GAAP
Urals Energy	11.10	7.8	6.2	4.5	17.3	25.8	12.3	NEG.	NEG.	39.9	25.3	44.8	30.3	МСФО
West Siberian Resources	0.9	5.4	3.5	2.8	15.1	10.1	8.0	36.0	44.2	34.2	18.9	12.0	9.0	МСФО
Телекоммуникации														
МТС	70.0	4.5	3.7	3.4	9.0	7.3	6.8	24.1	14.1	13.2	10.9	7.8	7.5	US GAAP
Система	40.0	2.8	2.2	2.0	6.7	5.4	4.9	7.4	5.9	5.1	6.4	5.2	4.7	US GAAP
Вымпелком	120	5.4	3.9	3.4	10.7	7.7	6.7	28.1	17.9	15.2	11.6	8.7	7.3	US GAAP
Комстар-ОТС	9.90	4.1	2.9	2.6	12.4	7.5	6.6	48.8	10.6	8.9	14.7	8.0	6.9	US GAAP
Ростелеком	2.40	3.4	3.2	3.1	20.8	15.9	16.6	N.M.	43.6	42.4	30.3	19.6	18.7	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.9	2.3	2.0	10.9	8.7	7.0	28.1	21.7	18.4	14.9	11.2	9.1	US GAAP
РБК	11.0	5.1	5.9	4.3	19.6	27.9	14.5	29.2	49.1	24.0	22.1	30.0	19.6	МСФО
Rambler	51.4	16.3	9.5	5.4	N.M.	25.8	13.8	NEG.	31.9	16.8	N.M.	30.4	15.6	МСФО
Центртелеком	0.75	2.5	2.2	2.0	7.6	6.1	5.5	N.M.	21.2	11.7	7.5	5.9	5.4	МСФО
Дальсвязь	5.37	2.5	1.8	1.7	9.8	5.4	4.5	54.4	9.0	6.6	7.6	5.0	4.0	МСФО
С-З. Телеком	2.03	2.9	2.2	2.0	8.5	5.6	5.1	26.7	12.8	11.2	8.4	6.1	5.4	МСФО
Сибирьтелеком	0.12	2.1	1.8	1.7	8.5	4.8	4.4	38.3	9.3	8.4	6.2	4.7	4.2	МСФО
ЮТК	0.18	2.6	2.2	2.0	8.1	5.9	5.2	NEG.	34.3	12.1	6.6	4.9	3.8	МСФО
Уралсвязьинформ	0.07	2.7	2.3	2.1	9.7	5.9	5.4	N.M.	12.7	10.6	7.7	5.8	5.2	МСФО
ВолгаТелеком	6.59	2.3	1.9	1.8	6.7	4.6	4.2	20.9	9.3	8.2	6.9	4.5	4.1	МСФО
Kazakhtelecom	138	5.1	4.4	3.9	12.8	11.1	9.9	14.8	13.8	12.6	12.1	9.6	8.8	МСФО
Moscow CableCom	12.8	11.5	4.3	2.8	NEG.	27.2	9.9	NEG.	NEG.	42.5	NEG.	N.M.	15.1	US GAAP
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	1.5700	2.8	2.3	2.0	17.0	14.3	12.2	51.4	41.9	36.6	19.1	16.1	14.1	МСФО
ОГК 1	0.0850	4.9	4.2	3.5	35.5	31.0	18.8	N.M.	N.M.	37.3	58.5	40.7	23.9	РСБУ
ОГК2	0.1340	5.3	4.4	3.6	40.7	33.1	20.7	N.M.	N.M.	35.0	N.M.	N.M.	27.2	РСБУ
ОГК3	0.1170	6.7	5.4	4.4	52.5	42.9	25.8	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	54.2	РСБУ
ОГК4	0.0880	6.6	5.5	4.5	51.1	41.6	21.8	N.M.	N.M.	41.4	N.M.	56.5	28.1	РСБУ
ОГК5	0.1030	5.7	4.8	4.0	40.8	36.4	23.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	39.8	РСБУ
ТГК 1	0.0010	5.5	4.7	3.8	52.7	47.4	21.8	N.M.	N.M.	44.3	N.M.	N.M.	29.2	РСБУ
ТГК 2	0.0003	2.7	2.3	1.8	35.2	30.1	17.0	N.M.	N.M.	31.9	41.0	40.2	23.3	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.1950	2.6	2.3	1.8	28.0	20.9	12.8	N.M.	N.M.	29.4	46.1	39.6	27.8	РСБУ
ТГК 4	0.0003	2.0	1.8	1.5	24.6	21.2	14.4	N.M.	54.6	29.1	56.5	N.M.	18.8	РСБУ
ТГК5	0.0010	2.5	2.1	1.8	31.0	26.8	14.6	N.M.	N.M.	42.2	53.4	52.0	27.5	РСБУ
ТГК6	0.0004	2.7	2.3	1.9	29.2	24.7	15.4	N.M.	N.M.	30.6	N.M.	N.M.	18.7	РСБУ
ТГК 8	0.0005	3.7	3.1	2.6	40.5	34.6	19.8	N.M.	N.M.	43.4	N.M.	NEG.	26.8	РСБУ
ТГК 9	0.0001	2.2	1.9	1.6	28.9	24.5	16.8	N.M.	N.M.	35.5	39.3	37.4	24.5	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	3.4900	5.5	4.9	3.2	37.9	38.3	14.4	N.M.	N.M.	28.2	52.2	55.6	18.5	РСБУ
ТГК 13	N.A.	4.3	3.9	3.1	26.3	28.1	11.7	37.4	42.7	17.8	26.9	29.3	11.9	РСБУ
ТГК 14	0.0004	2.5	2.2	1.9	25.0	22.9	13.3	N.M.	55.3	26.2	30.2	29.6	16.7	РСБУ
Волжская ГЭС	0.4600	23.8	22.7	15.3	N.M.	N.M.	32.4	N.M.	N.M.	54.3	N.M.	N.M.	43.8	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.8000	17.5	16.2	12.6	34.2	31.8	21.4	N.M.	N.M.	40.1	40.0	38.7	27.1	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.8980	16.5	14.9	10.0	23.2	20.7	12.5	33.2	32.4	18.4	30.2	27.5	16.8	РСБУ
Зейская ГЭС	0.1840	12.4	10.8	9.9	42.6	32.5	29.3	N.M.	N.M.	N.M.	50.6	38.9	35.1	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.3500	18.8	18.0	12.1	53.8	55.1	23.5	N.M.	N.M.	38.1	N.M.	N.M.	32.0	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0050	9.3	7.5	7.1	44.1	31.9	30.4	N.M.	47.6	45.9	N.M.	41.7	39.5	РСБУ
МГЭСК	0.1072	5.3	1.4	0.5	11.4	4.0	2.4	20.4	5.9	3.6	14.1	5.3	2.4	РСБУ
МОЭСК	0.1305	3.2	1.8	1.5	11.4	4.5	3.9	22.0	7.9	7.3	12.0	4.8	3.7	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.4	2.9	2.5	31.7	7.3	6.3	NEG.	12.5	11.4	42.9	8.6	7.4	РСБУ
Кубаньэнерго	33.200	2.6	1.7	1.5	15.6	4.2	3.7	N.M.	7.5	6.8	16.5	5.2	4.5	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.4	1.0	0.8	36.3	3.3	2.9	N.M.	5.0	4.6	38.0	4.3	3.6	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	3.4	1.9	1.7	31.8	5.6	4.9	N.M.	9.1	8.4	34.1	7.1	6.0	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	1.9	1.3	1.1	33.0	3.2	2.7	N.M.	5.3	4.9	27.0	4.2	3.6	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	2.0	1.4	1.3	11.7	4.4	3.8	29.2	7.3	6.7	16.2	5.7	4.9	РСБУ
Дагестанская РГК	0.0660	12.1	11.0	9.4	49.0	43.2	29.6	N.M.	N.M.	49.3	N.M.	56.2	39.8	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1400	10.0	9.2	7.6	43.1	38.5	24.0	N.M.	N.M.	37.9	55.0	51.2	32.8	РСБУ
Омская ЭГК	127.00	2.6	2.2	1.9	31.6	26.9	16.8	N.M.	N.M.	38.0	38.4	36.6	22.8	РСБУ

Металлургия														
ГМК Норильский никель	270	3.4	2.5	2.6	5.1	3.7	4.0	7.9	5.5	6.1	7.5	5.5	5.6	МСФО
Evrax Group	35.0	2.1	1.9	2.1	6.8	6.3	8.6	11.9	10.7	15.5	7.8	8.5	10.8	МСФО
Мечел	34.2	1.2	1.2	1.2	5.9	5.3	6.6	9.4	9.0	11.9	10.2	7.0	8.6	US GAAP
ММК	0.95	1.8	1.8	1.9	5.1	4.8	6.7	7.9	7.5	11.0	7.6	6.4	8.5	МСФО
НЛМК	3.08	3.1	3.3	3.6	7.2	7.6	8.7	12.1	12.3	14.7	12.1	8.6	10.3	US GAAP
Северсталь	15.5	1.3	1.3	1.4	5.6	4.9	5.4	13.6	10.0	12.0	9.3	5.7	6.2	МСФО
ВСМПО-Ависма	318	3.2	2.9	2.9	8.0	7.3	7.4	12.1	11.1	12.8	14.9	11.6	12.4	US GAAP
Kazakhmys	29.8	2.1	1.9	2.0	4.6	3.9	4.2	8.8	7.7	8.0	8.7	6.8	6.8	МСФО
Vema Gold	6.65	15.0	12.1	6.4	54.6	37.4	9.8	NEG.	N.M.	16.3	56.8	52.8	13.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	5.3	3.2	2.9	19.2	5.3	4.8	32.3	8.1	7.1	15.7	7.7	6.4	CA GAAP
European Minerals	1.24	N.A.	12.7	2.5	NEG.	22.2	3.7	NEG.	30.3	4.5	NEG.	44.3	6.0	CN GAAP
High River Gold	1.96	8.1	4.0	2.8	31.0	10.5	6.1	NEG.	15.1	8.0	N.M.	8.9	7.6	CN GAAP
KazakhGold	25.6	8.5	5.5	2.9	16.6	9.3	4.6	40.6	25.0	10.9	39.0	16.8	8.3	МСФО
Peter Hambro	19.7	10.4	10.8	4.5	26.7	22.7	7.7	50.5	38.7	10.7	41.7	34.1	16.9	UK GAAP
Потребительский сектор														
X5 Retail Group	35.5	2.4	1.6	1.2	28.0	15.3	12.1	N.M.	31.6	22.9	21.9	11.7	9.3	МСФО
Седьмой континент	26.7	2.0	1.4	1.0	18.5	13.3	9.5	28.2	25.9	19.2	29.5	15.2	11.0	МСФО
Магнит	52.5	1.3	0.9	0.6	27.4	16.9	10.2	56.5	39.3	19.9	28.0	17.5	11.0	МСФО
Балтика	46.6	4.7	3.9	3.6	14.6	12.1	11.1	23.8	19.1	17.4	18.2	15.2	14.1	МСФО
Efes Breweries	32.0	1.1	0.9	0.7	6.9	5.1	3.3	26.4	13.8	7.1	6.2	4.0	3.0	МСФО
Калина	44.5	1.3	1.2	1.0	12.0	9.1	7.6	27.9	16.3	12.2	9.5	16.3	14.4	МСФО
Лебедянский	89.0	2.6	1.8	1.5	13.1	10.0	8.0	20.0	15.5	12.3	23.0	18.1	12.2	МСФО
Oriflame, €	40	2.4	2.2	2.0	15.0	13.5	12.1	21.4	18.6	16.3	16.0	16.7	13.8	МСФО
Вимм-Билль-Данн	102.0	3.0	2.2	1.8	23.8	15.3	11.8	49.7	28.9	21.3	37.4	24.6	16.7	US GAAP
Промышленность														
Северсталь-Авто	44.7	1.1	0.8	0.6	8.5	6.7	4.9	17.7	12.9	9.5	7.1	6.1	4.6	МСФО
Акрон	34.5	1.4	1.3	1.2	6.1	4.8	5.1	12.3	8.4	9.5	7.5	5.9	5.9	МСФО
Дорогобуж	0.40	1.1	1.0	0.8	6.3	5.0	3.1	6.9	5.0	3.3	4.4	3.7	2.6	МСФО
Sterre Cement	5.83	14.4	9.1	4.5	31.6	15.7	7.5	54.7	26.3	10.9	49.2	21.9	10.5	МСФО
Банковский сектор														
Сбербанк РФ	4,658	8.5	6.7	5.5	13.6	10.9	9.4	27.8	20.6	17.2	8.0	3.8	3.2	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	8.8	6.1	4.8	12.8	8.8	7.1	29.4	21.8	17.7	3.3	2.8	2.3	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" повысился на 3.18% на фоне роста индекса РТС на 4.06%.

В роли лидеров повышения выступили акции Sibir Energy, котировки которых повысились на 18.3% после сообщений о вероятном урегулировании затяжного конфликта с "Газпром нефтью". Кроме того, сильные результаты продемонстрировали акции еще двух независимых нефтедобывающих компаний – Arawak Energy и Dragon Oil, подорожавшие за неделю на 9.4% и 11.9% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции European Minerals, поскольку в настоящее время они торгуются выше нашей прогнозируемой цены на конец 2007 года. Взамен мы включаем в портфель акции угледобывающей компании "Белон". Недавно мы пересмотрели наши прогнозы объемов добычи и финансовых показателей компании "Белон" после консультаций с менеджментом группы и повысили прогнозируемую цену на конец 2007 года на 66%.

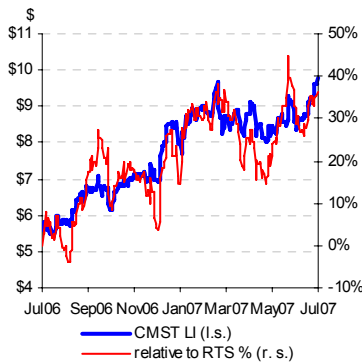
Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 6/07, \$	Цена 29/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Arawak Energy	ABG CN	5.0%	2.55	2.33	9.4%	9.5%
BMB Munai	KAZ US	7.5%	6.20	6.06	2.3%	25.3%
Dragon Oil	DGO LN	7.5%	4.47	4.00	11.9%	32.2%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	23.93	24.17	-1.0%	92.0%
Sibir Energy	SBE LN	7.5%	10.26	8.67	18.3%	21.9%
С-3. Телеком	SPTL RU	5.0%	1.76	1.70	3.2%	10.7%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	5.20	4.85	7.2%	25.0%
Kazakh Telecom	KZTA GR	7.5%	125.37	123.47	1.5%	21.9%
Celtic Resources	CER LN	5.0%	3.00	3.17	-5.5%	-9.7%
European Minerals	EPM CN	0.0%	1.43	1.48	-3.3%	87.3%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	19.10	19.55	-2.3%	-6.8%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.07	0.07	-4.4%	-5.1%
Северсталь-Авто	SVAV RU	5.0%	34.50	33.75	2.2%	14.0%
Rambler	RMG LN	5.0%	42.65	45.00	-5.2%	26.4%
International Marketing & Sales Group	IMSG LN	5.0%	3.57	3.55	0.5%	72.1%
Steppe Cement	STCM LN	5.0%	6.91	6.59	4.8%	53.5%
Распадская	RASP RU	5.0%	2.78	2.62	6.1%	50.7%
Белон	BLNG RU	5.0%	37.50	38.75	-3.2%	-3.2%
Kazkommertsbank	KKB LI	5.0%	22.20	22.00	0.9%	-3.9%
Всего		100%			3.2%	33.0%

КОМПАНИИ
"КОМСТАР-ОБЪЕДИНЕННЫЕ ТЕЛЕСИСТЕМЫ"

Тикер	CMST LI
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	9.64
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	11.60
Потенциал роста/снижения	20%

Цены на 6 июля 2007

Динамика котировок акций

Капитализация и данные об акциях

Рын. кап., \$ млн.	4,029
Чистый долг 2006П, \$ млн.	627
EV, \$ млн.	4,656
Кол-во акций, млн.	418
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	35%
Кол-во акций на ADR	1
Дивиденды 2006П, \$	0.0058
Дивидендная доходность	0.06%

(US GAAP), \$ млн.	2006	2007П	2008П
Выручка	1,120	1,473	1,633
ЕБИТДА	366	610	684
Чистая прибыль (скорректированная)*	82	184	213
Операционный денежный поток	274	404	500
Оценка стоимости			
EV/ЕБИТДА	12.7	7.6	6.8
P/E	48.8	21.9	18.9
P/CF	14.7	10.0	8.1

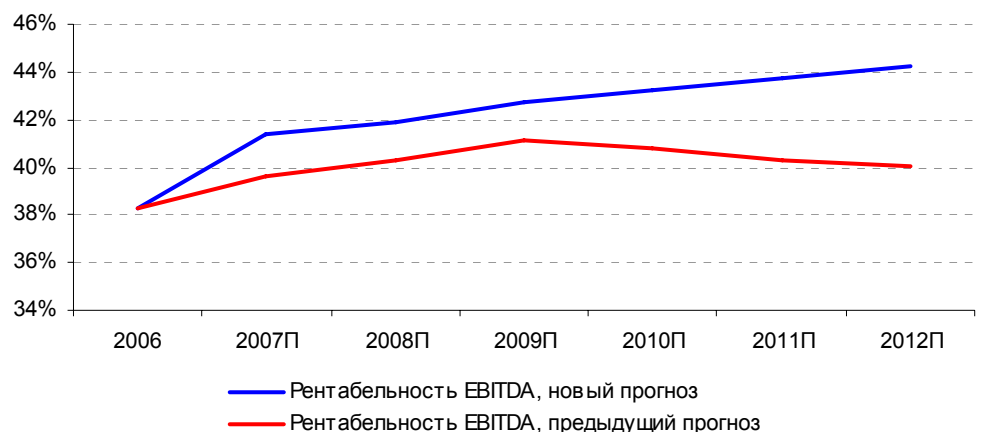
*Чистая прибыль скорректирована на прибыль/убыток от курсовых разниц, прибыль/убыток от инфляции и прочие одноразовые статьи

Изменения в связи с приходом Сергея Приданцева заслуживают повышения рекомендации до "Покупать"

Мы повышаем нашу рекомендацию по акциям "Комстар-ОТС" с "Держать" до "Покупать" после повышения прогноза показателя ЕБИТДА компании в связи с агрессивными планами сокращения численности работников, о которых объявил новый президент компании Сергей Приданцев. Мы повышаем нашу прогнозируемую цену на конец 2007 года на 17% до \$11.6 за GDR и отмечаем ряд факторов, которые могут способствовать росту стоимости компании в ближайшие годы.

Мы незначительно понизили наш прогноз выручки на 2007-2008 годы, одновременно повысив наш прогноз выручки "Комстар-Директ" (оператора широкополосного доступа) после появления новой информации о планах развития данного направления бизнеса. В более долгосрочной перспективе компания планирует охватить наиболее доходные районы Москвы оптоволоконным кабелем на участке "последней мили" (fiber-to-the-building). Мы считаем, что наличие подземной кабельной инфраструктуры в собственности "Комстар-ОТС" дает компании важное конкурентное преимущество, как в виде экономии на затратах, так в виде возможности развертывания доступа к оптоволоконным сетям в кратчайшие сроки. Мы считаем долгосрочный план компании по доведению доли на московском рынке широкополосной связи довольно сложным, и считаем, что контроль над 30-35% рынка является более реалистичной задачей (ранее мы предполагали, что доля компании в этом сегменте рынка составит 25%). Мы повышаем наш прогноз консолидированной выручки с 2009 года, но несколько сокращаем наш прогноз выручки на 2007-2008 годы после недавней публикации слабых показателей сегмента альтернативной связи, так как для восстановления темпов роста, по нашему мнению, потребуется определенное время.

Мы повышаем наш прогноз показателя ЕБИТДА после публикации агрессивных планов сокращения численности работников МГТС. Сергей Приданцев, недавно занявший пост президента "Комстар-ОТС", объявил, что численность работников МГТС будет сокращена с 16 тыс. человек в настоящее время до 10 тыс. к середине 2010 года, а также дал понять, что значительные сокращения будут продолжаться и в более долгосрочной перспективе. Мы склонны ожидать, что сэкономленные от сокращения численности средства будут использоваться на повышение зарплаты работникам, остающимся в компании, но полагаем, что данные изменения должны в совокупности положительно отразиться на рентабельности ЕБИТДА, которая, по нашему новому прогнозу, должна составить 44% в долгосрочной перспективе.

Мы повысили наш прогноз рентабельности ЕБИТДА


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Пересмотр прогнозов показателей "Комстар-ОТС"

	Предыдущий прогноз			Новый прогноз			Изм.		
	2006	2007П	2008П	2006	2007П	2008П	2006	2007П	2008П
Выручка	1,120	1,502	1,670	1,120	1,473	1,633	0.0%	-1.9%	-2.2%
ЕБИТДА	366	595	674	366	610	684	0.0%	2.5%	1.5%
Чистая прибыль	82	375	447	82	184	213	0%	-51%	-52%
Рентабельность ЕБИТДА	33%	40%	40%	33%	41%	42%	0pp	2pp	2pp

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Изменения нашего прогноза чистой прибыли связаны с тем, что "Комстар-ОТС" рассматривает 25%+1 акцию "Связьинвеста" как финансовое вложение и не учитывает этот пакет по методу долевого участия (equity method), как ожидалось ранее.

Мы повышаем нашу прогнозируемую цену компании на конец 2007 года на 17% до \$11.6 за GDR в связи с повышением прогноза показателя EBITDA. Потенциал роста котировок на 20% до нашей новой прогнозируемой цены стал основанием для повышения нашей рекомендации до **"Покупать"**. Кроме того, мы отмечаем ряд факторов, которые могут способствовать росту стоимости "Комстар-ОТС":

- 1) **"Комстар-ОТС" с большой вероятностью может приобрести контроль над оператором дальней связи МТТ в ближайшее время.** По сообщениям СМИ, АФК "Система" вела переговоры с Gamma Group, паритетным партнером "Системы" в уставном капитале МТТ, и новый глава "Комстар-ОТС" объявил, что проблемы компании в связи с отсутствием возможности предоставления услуг дальней связи будут решены к концу этого года. Отсутствие лицензии на дальнюю связь не позволяет "Комстар-ОТС" предлагать комплексные пакеты услуг корпоративным клиентам, от чего страдает конкурентоспособность компании, но мы считаем, что контроль над МТТ должен позволить "Комстар-ОТС" увеличить свою долю на московском рынке услуг корпоративным клиентам.
- 2) **Новый генеральный директор планирует расширять деятельность компании в регионах,** используя МТС и МТТ в качестве "плацдармов", а также рассматривает ряд потенциальных объектов для приобретения. Мы считаем, что отсутствие региональных подразделений "Комстар-ОТС" является серьезным препятствием к долгосрочному росту. Отчасти это объясняется с растущей значимостью самих регионов, а также тем, что данный недостаток ограничивает возможности роста компании в Москве, поскольку новые региональные клиенты активно обмениваются трафиком со столицей. Поэтому мы одобряем решение "Комстар-ОТС" не ждать результатов приватизации "Связьинвеста", и как можно скорее начать агрессивный выход на региональные рынки.
- 3) **Мы ожидаем, что в этом году акционеры "Ростелекома" должны с большой вероятностью выиграть от завышенной капитализации компании.** Судя по всему, все больше растет вероятность реструктуризации (а не приватизации) "Связьинвеста" до проведения президентских выборов. Мы считаем, что структуры, стоящие за скупкой акций "Ростелекома", возможно, обладают достаточным влиянием, чтобы добиться реализации сценария, при котором эти акции будут использоваться для оплаты других активов "Связьинвеста" по текущим котировкам. В этом случае "Комстар-ОТС", по сути, может получить "бесплатный билет" на участие в реструктуризации. В нашу новую модель заложена прогнозируемая цена "Ростелекома" на конец 2007 года в \$2.4 за одну акцию, что соответствует оценке принадлежащих "Комстар-ОТС" 25%+1 акции "Связьинвеста" в \$1 375 млн. Учитывая, что в настоящее время рыночные котировки "Ростелекома" составляют \$9.8 за одну акцию, это означает, что дополнительный потенциал повышения стоимости равен \$1.6 за одну GDR "Комстар-ОТС".

Однако мы считаем, что шансы на приобретение миноритарного пакета акций МГТС по низкой цене являются минимальными. Российский независимый оценщик недавно оценил стоимость принадлежащих "Связьинвесту" 28% акций МГТС в \$984 млн., более чем вдвое превысив результат оценки, проведенной KPMG в прошлом году. По нашему мнению, новая оценка стоимости полностью учитывает потенциал реструктуризации МГТС, что ограничивает потенциал повышения стоимости "Комстар-ОТС" после приобретения.

Мы также консервативно оцениваем стоимость недвижимости МГТС. Мы считаем, что из совокупной чистой стоимости активов (NAV) МГТС в размере примерно \$1 млрд. на недвижимость приходится не более 30%. Учитывая, что 56% акций компании принадлежит "Комстар-ОТС", это подразумевает стоимость относящейся на долю "Комстара" недвижимости в размере \$168 млн., или \$0.4 на одну GDR "Комстар-ОТС".

Модель DCF "Комстар-ОТС"

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	1,473	1,633	1,796	1,943	2,098	2,247	2,395	2,550	2,717
Операционные затраты	863	949	1,029	1,103	1,180	1,253	1,332	1,417	1,514
ЕВИТДА	610	684	767	840	918	993	1,063	1,132	1,204
Амортизация	178	184	206	227	246	264	281	298	316
Операционная прибыль (ЕВИТ)	432	500	561	613	673	730	782	834	887
Минус: Налог на прибыль	-104	-120	-135	-147	-161	-175	-188	-200	-213
Минус: Капвложения	-350	-343	-341	-330	-315	-315	-311	-331	-353
Минус: Изменения рабочего капитала	-59	-15	-11	-14	-14	-14	-13	-14	-15
Плюс: Амортизация	178	184	206	227	246	264	281	298	316
Свободный денежный поток	97	206	280	349	428	490	551	587	623
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.00	1.12	1.25	1.40	1.56	1.74	1.95	2.18	2.43
PV будущего FCF	97	185	224	250	274	281	283	270	256
Совокупная PV будущего FCF	2,120								

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	623
Остаточные темпы роста	3%
Остаточная ставка дисконтирования	11.7%
Остаточная стоимость, \$ млн.	7,338
PV остаточной стоимости, \$ млн.	3,018

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	5,139
Минус: Чистый долг (конец 2006П), \$ млн	627
Минус: Доли миноритариев (МТУ-Интел), \$ млн.	192
Минус: Доли миноритариев (МГТС), \$ млн.	1,072
Плюс: Доли миноритариев (МГТС в "Комстар-ОТС"), \$ млн.	60
Плюс: Стоимость 25% акций Связьинвеста	1,375
Плюс: Стоимость недвижимости МГТС	168
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	4,851
Кол-во обыкновенных акций, млн.	418
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	11.6

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию/СНГ	1.0%
Безрисковая ставка в России/СНГ	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности в России/СНГ	1.40
Премия за риск инвестиций в акции России/СНГ	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.07
Стоимость акционерного капитала	12.17%

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	8.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.8%
Акционерный капитал, % от капитализации	92.0%
Стоимость акционерного капитала	12.2%
WACC	11.74%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$) в PTC, на ММВБ и рынке ADR

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru

Анна Курбатова
kurbatova@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

РЫНОК ВНЕШНЕГО ДОЛГА

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Ренессанс 10	\$300	B-/B1e/B-e	27/6/2010	9.5	100.40	100.90	9.25	9.44	457.11	348	2.45	2.46
Gallery 13	\$175	B-/Caa1	15/5/2013	10.125	99.88	100.13	10.11	10.12	36.58	-65	2.31	2.31
TNK-BP 12	\$500	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2012	6.125	97.65	98.15	6.65	6.26	200.98	72	3.85	3.77
TNK-BP 17	\$800	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2017	6.625	96.85	97.60	7.03	6.81	197.04	102	6.73	6.55
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	102.15	102.65	7.26	8.54	245.61	183	1.53	1.57
Абсолют Банк 10	\$175	n.r./Ba3/B	30/3/2010	9.125	104.15	104.65	7.31	8.74	254.09	147	2.28	2.38
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	101.48	101.88	6.02	7.99	110.91	97	0.77	0.79
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	112.50	113.00	6.66	7.87	167.61	68	5.31	5.99
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	100.79	101.19	6.71	7.67	182.14	160	0.92	0.92
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	100.75	101.25	8.28	8.54	363.29	245	2.81	2.84
АльфаБанк 09	\$400	n.r./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	100.60	101.10	7.45	7.81	266.85	180	1.95	1.96
АльфаБанк 12	\$500	n.r.	25/6/2012	8.2	99.5	100	8.27	8.22	364.59	240	3.88	3.87
АльфаБанк 17/12	\$300	B+/(P)Baa3/B+	22/2/2017	8.635	99.65	100.15	8.66	8.64	407.75	281	3.52	3.52
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	103.35	103.75	6.26	7.73	143.86	59	1.94	2.01
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	102.80	103.30	6.36	7.16	163.75	45	2.88	2.96
Банк Москвы 17/12	\$400	n.r./Baa1/BBB-	10/5/2017	6.807	98.15	98.65	7.03	6.92	244.56	128	6.83	4.03
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	102.20	102.70	6.82	7.16	192.85	87	4.55	4.66
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	101.75	102.25	7.02	7.35	239.36	112	2.85	2.91
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	96.92	97.16	11.28	9.79	667.88	600	1.57	1.52
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	101.26	101.76	6.68	8.37	179.10	163	0.81	0.82
Внешторгбанк 07	\$300	BBB+/A2/BBB+	30/7/2007	2.9	100.28	100.31	4.18	2.89	-45.93	-49	0.07	0.07
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.25	101.50	5.86	6.78	98.01	52	1.31	1.33
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	104.93	105.28	6.12	7.14	146.53	19	3.49	3.67
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	100.90	101.50	2.09	6.24	96.66	-5	6.35	2.24
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	96.19	96.54	4.72	4.41	11.47	0	6.96	6.70
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	99.40	100.40	6.27	6.26	113.85	-24	6.07	6.07
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	106.40	106.80	6.34	9.38	151.81	80	1.71	1.82
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	102.65	103.15	6.76	7.77	194.98	93	2.20	2.26
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	104.50	105.00	7.07	8.00	244.33	117	3.43	3.60
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	104.60	105.10	7.49	7.87	248.75	152	6.09	6.38
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	109.70	110.10	5.82	9.55	98.74	12	1.96	2.16
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	107.21	107.39	5.20	7.27	68.85	0	2.70	2.90
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	95.55	95.90	5.41	4.76	85.70	0	4.57	4.37
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	115.75	116.15	6.23	8.31	137.88	28	4.22	4.90
Газпром 13а	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	98.55	98.95	6.24	5.70	145.69	49	1.92	1.65
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	97.75	98.50	6.80	6.62	177.97	81	6.01	5.89
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	100.40	100.90	5.77	5.84	120.84	0	6.10	6.14
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	97.45	97.95	6.54	6.36	147.51	52	6.79	6.63
Газпром 17€	500.00	BBB-/P(A3)/BBB-	2/11/2017	5.44	96.40	96.90	5.80	5.63	66.82	-26	7.59	7.34
Газпром 20	\$1250	BBB+/nr/BBB	1/2/2020	7.201	103.35	103.85	6.25	6.95	133.30	30	3.58	3.53
Газпром 22	\$1300	BBB-/P(A3)/BBB-	7/3/2022	6.51	98.00	98.50	6.70	6.63	148.56	57	8.95	8.79
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	124.35	124.85	6.65	6.92	153.05	22	11.61	14.46
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	101.55	102.05	5.80	7.12	91.65	52	1.20	1.22
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	107.75	108.25	6.68	10.07	186.95	110	1.74	1.88
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	102.25	102.90	7.82	8.04	284.44	187	5.77	5.92
Еврохим 12	\$300	BB-/n.a./BB-	20/3/2012	7.875	100.50	101.00	7.68	7.82	307.40	180	3.69	3.71
Зенит 09	\$200	n.r./nr/B	27/10/2009	8.75	99.85	100.10	8.59	8.75	385.47	297	1.95	1.95
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	101.00	101.50	8.89	9.14	433.16	306	3.34	3.38
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1e/B	12/5/2009	9	101.25	101.90	8.05	8.86	329.60	262	1.61	1.63
Лукойл 17	\$500	BBB-	7/6/2017	6.356	96.15	96.64	6.87	6.59	179.51	85	7.02	6.76
Лукойл 22	\$500	e/(P)Baa2/BBB- BBB- e/(P)Baa2/BBB-	7/6/2022	6.656	96.417	96.864	7.03	6.89	182.37	90	9.04	8.74
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.70	101.10	7.19	8.55	235.88	224	0.60	0.61
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	100.09	100.34	6.96	7.48	217.90	210	0.40	0.40
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	104.65	105.15	8.30	9.29	372.17	246	3.08	3.23
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	102.95	103.35	6.57	7.76	176.04	82	2.12	2.19
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	101.77	102.27	6.34	7.84	146.54	108	1.17	1.19
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	104.14	104.54	5.21	6.18	67.26	0	3.54	3.70
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.23	100.43	5.36	1.79	59.34	53	0.24	0.24
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	98.32	98.54	6.04	4.44	112.66	91	0.92	0.91
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	101.69	101.94	6.43	9.58	159.36	149	0.52	0.53
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	104.00	104.40	6.92	8.04	219.39	103	2.72	2.83
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	103.00	103.50	7.15	7.75	252.10	124	3.57	3.68
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	100.00	101.00	8.39	8.46	357.63	250	4.56	4.58
Новороссийский Порт 12	\$300	BB+e/Ba2e/	17/5/2012	7	98.00	99.00	7.37	7.11	274.92	147	3.90	3.84
Номос 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	100.25	100.75	7.95	8.21	318.55	251	1.62	1.62
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	101.75	102.50	9.13	9.55	458.51	332	3.28	3.35
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	102.50	102.50	5.91	6.95	107.78	22	1.96	2.01
Петербург Банк 09	\$125	nr/B1e/B	25/11/2009	9.501	101.15	101.90	8.77	9.36	403.50	312	2.01	2.04

Рынок внутреннего долга

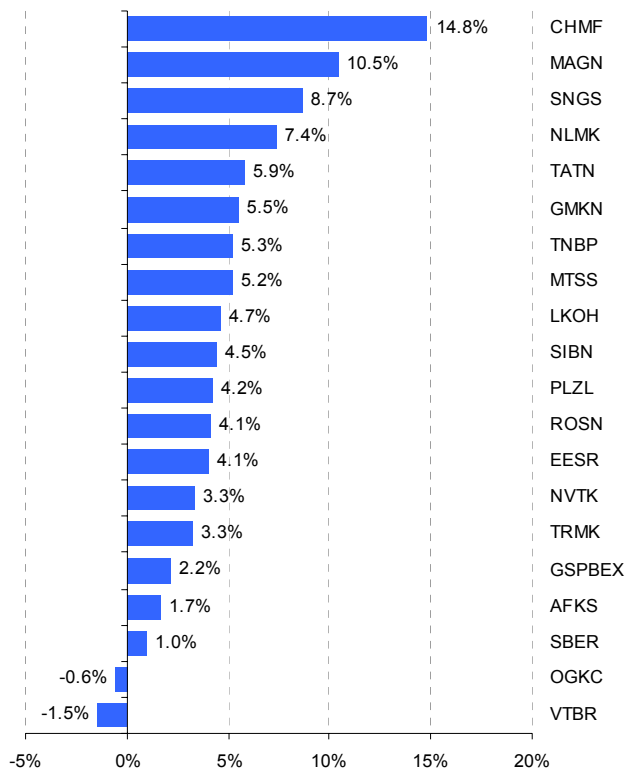
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, % Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации												
ВТБ - 4 об*	5,000	19/3/2009	20/3/2008	6.3	0.00	0.00	100.35	-	5.86	0	-53	0.66
ВТБ - 5 об*	15,000	17/10/2013	24/4/2008	5.9	0.00	0.00	100.00	-	6.03	(0)	1	0.74
ГАЗПРОМ А4	5,000	10/2/2010		8.22	104.96	105.10	104.96	92,126,842	6.22	47	34	2.20
ГАЗПРОМ А5	5,000	9/10/2007		7.58	100.47	100.55	100.50	583,905	5.67	(0)	359	0.25
ГАЗПРОМ А6	5,000	6/8/2009		6.95	101.45	101.77	102.70	50,983	5.64	(0)	-16	1.83
ИРКУТ-03об	3,250	16/9/2010		8.74	104.45	104.90	104.50	32,864,053	7.26	(0)	137	2.62
Лукойл2обл	6,000	17/11/2009		7.25	101.90	102.05	101.78	204,613,733	6.53	(1)	-16	0.37
НКНХ-03 об*	2,000	1/9/2007	1/9/2005	8	100.05	0.00	100.00	-	8.22	0	689	0.04
РЖД-02обл	4,000	5/12/2007		7.75	100.50	0.00	100.65	-	6.23	(0)	333	0.39
РЖД-05обл	10,000	21/1/2009		6.67	100.90	101.15	100.90	213,011,619	6.14	(8)	8	1.37
РЖД-06обл	10,000	10/11/2010		7.35	102.55	102.67	102.67	126,259,454	6.55	(0)	60	2.83
РЖД-07обл	5,000	7/11/2012		7.55	103.75	104.00	104.00	38,423,900	6.76	41	62	4.19
РусАлФ-3в	6,000	21/9/2008		7.2	100.25	100.40	100.37	-	6.98	(0)	58	1.09
РуссНефть1	7,000	10/12/2010		9.25	70.01	72.39	71.00	2,748,498	16.32	1	3420	2.59
САНОС-02об	3,000	10/11/2009		10	105.50	105.70	105.65	130,556,940	7.47	0	162	1.99
СибТлк-5об	3,000	25/4/2008		9.2	101.60	101.95	101.60	-	7.23	(0)	202	0.73
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.3	104.40	104.69	104.70	-	7.87	(0)	188	2.81
Мечел 2об	5,000	12/6/2013	16/6/2010	8.4	103.45	103.70	103.35	780,293	7.25	(0)	142	2.49
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	101.00	101.05	101.00	10,678,787	6.89	(1)	455	0.31
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.50	101.80	101.70	-	7.02	(0)	195	0.71
ФСК ЕЭС-01	5,000	18/12/2007		8.8	101.15	101.35	101.25	-	6.05	(1)	293	0.43
ФСК ЕЭС-02	7,000	22/6/2010		8.25	104.30	104.50	104.20	219,202,087	6.78	(0)	95	2.52
ФСК ЕЭС-03	7,000	12/12/2008		7.1	101.05	101.15	101.05	1,010,500	6.42	(1)	25	1.31
ЦентрТел-4	5,600	21/8/2009		13.8	112.76	112.80	112.80	86,499,037	7.33	18	154	1.72
ЦентрТел-5	3,000	30/8/2011	2/9/2008	8.09	100.45	110.50	101.00	68,680,000	7.29	(24)	93	1.03
ЧТПЗ 01об	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	-	8.36	(6)	218	1.64
ЮТК-3	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.9	101.01	101.22	101.05	87,115,411	6.83	(10)	487	0.25
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10	104.20	104.60	104.20	57,049,500	7.52	(0)	183	1.46
Субфедеральные облигации												
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	0.00	0.00	105.12	-	4.31	17	-129	0.86
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	0.00	0.00	106.25	-	5.53	(0)	-61	1.31
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	112.00	112.70	112.70	-	5.99	(1)	-1	2.88
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	110.52	110.58	110.59	737,304,122	6.33	(1)	13	4.98
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	101.42	101.50	101.42	-	5.44	3	321	0.29
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	107.75	107.85	107.85	72,229,233	5.99	(1)	16	2.50
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	0.00	0.00	100.85	-	1.97	(0)	96	0.10
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	0.00	0.00	105.00	-	4.17	(68)	-125	0.80
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11	100.61	100.80	100.75	-	4.78	0	367	0.12
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11	108.01	108.20	108.00	18,747,107	6.40	1	64	1.53
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10	106.39	106.40	106.35	7,156,887	6.42	(2)	75	1.63
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9	108.00	108.17	108.10	201,566,602	6.66	18	63	3.06
Мос.обл.7в	16,000	16/4/2014		8	106.11	106.20	106.15	1,199,373,999	6.97	(0)	78	4.99

*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

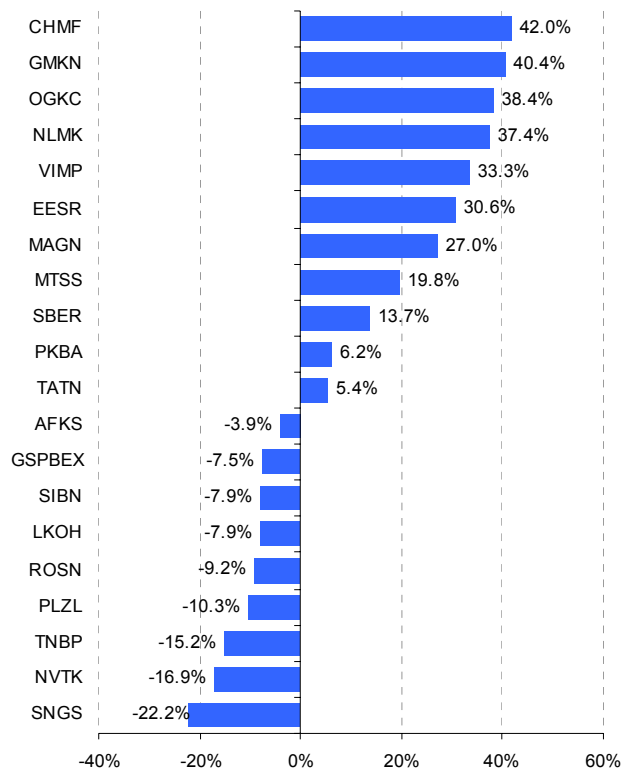
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

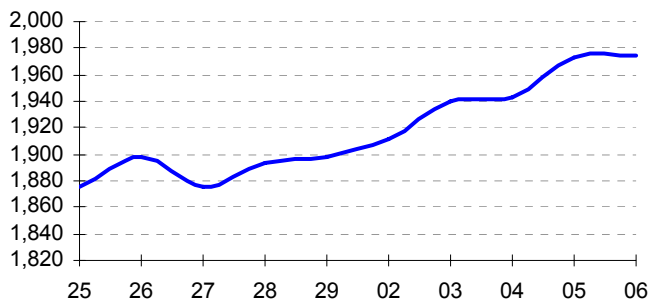
20 лидеров рынка – динамика за неделю



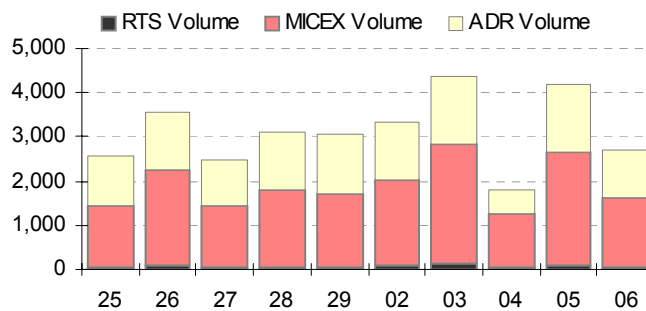
20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



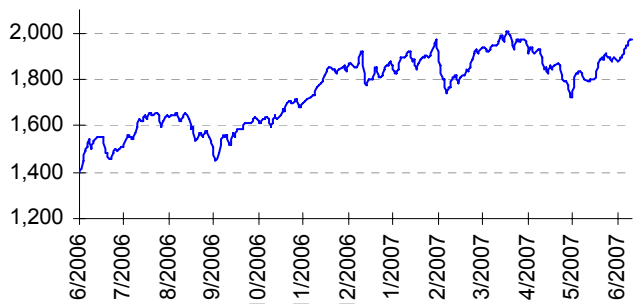
РТС за две недели



Объем торгов (\$ млн)



РТС 52 недели

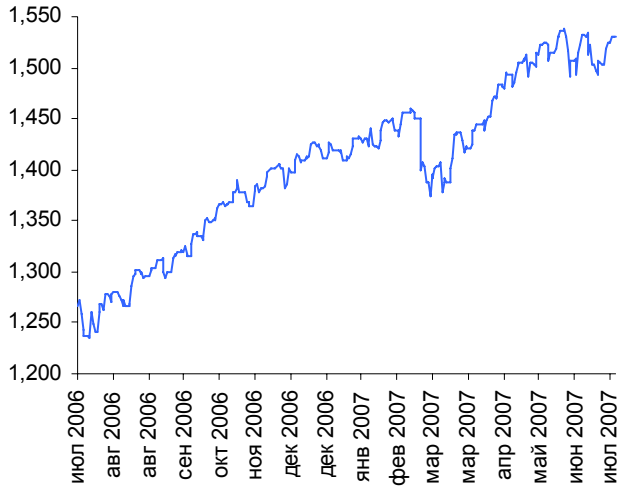


10 наиболее ликвидных акций РТС

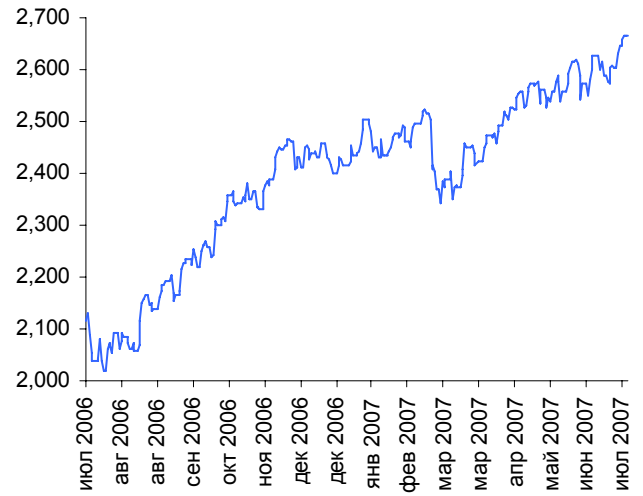
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
РАО ЕЭС России	4.1	137
Газпром	2.2	121
ЛУКОЙЛ	4.7	24
ГМК Норильский никель	5.5	17
Сбербанк РФ	1.0	17
Роснефть	4.1	5
Сургутнефтегаз	8.7	5
Северсталь	14.8	5
МТС	5.2	4
Сбербанк РФ, прив.	0.2	3

МИРОВЫЕ РЫНКИ

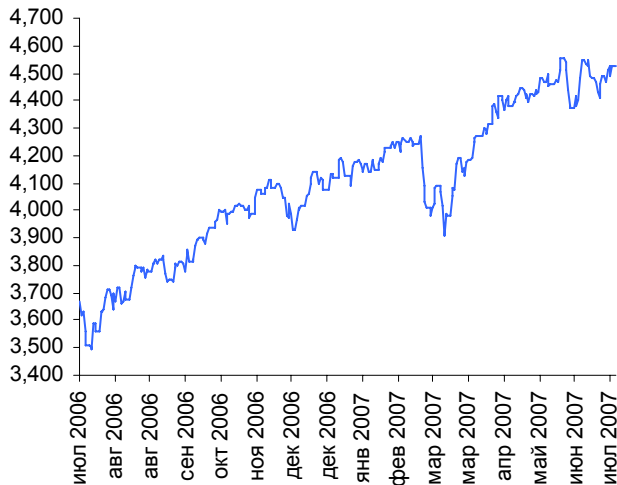
S&P 500



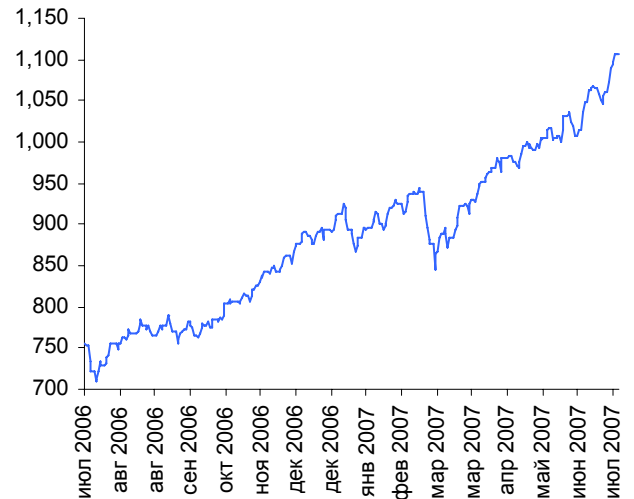
Nasdaq



DJ Euro STOXX 50



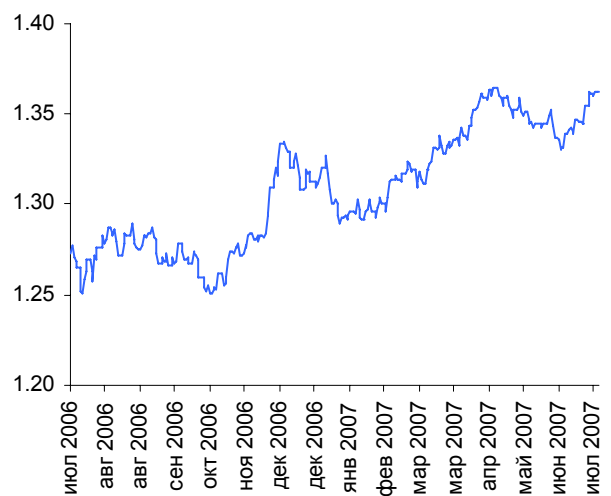
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



ЗАО "АТОН Брокер"

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

Трейдинг
Контакты:
Мария Родионова
rodionova@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
ssidorov@aton.ru

Заявление аналитика

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

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых ЗАО "АТОН Брокер" по акциям

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

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом ЗАО "АТОН Брокер" или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. ЗАО "АТОН Брокер" рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные ЗАО "АТОН Брокер", основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений ЗАО "АТОН Брокер" (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. ЗАО "АТОН Брокер" прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

ЗАО "АТОН Брокер" и его дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

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

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия ЗАО "АТОН Брокер".

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton International Ltd.

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

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

Офис во Франкфурте
Steinweg 3
60313 Frankfurt, Germany
+49 (0) 69 24757 59-0
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

Контакты:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Aton Securities, Inc.

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

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonsecurities.com
Алина Плая
alina_plaia@atonsecurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор +7 (495) 777-8832
Бен Кэри, заместитель директора
департамента +44 20 7464 8847

Стратегия

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

Нефть / газ

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

Телекоммуникации

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

Экономика

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

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

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

Долговой рынок

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

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

Энергетика

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

Финансы / Недвижимость

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

Металлургия/Угледобыча

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

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

Потребительский сектор

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

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

Инфраструктура/Машиностроение

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

Медиа / Промышленность

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

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