

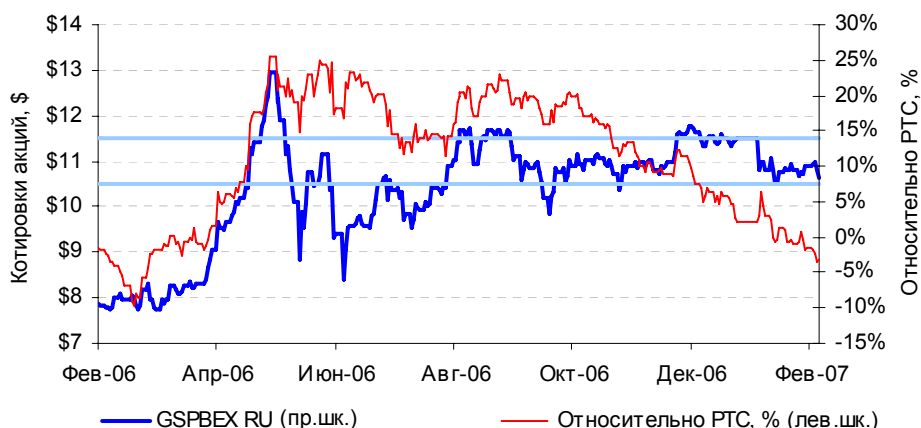
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	8
РИТЭК. После сделки с НГД перспективы остаются неопределенными: "Продавать"	
Долговой рынок	10
Рынок акций	12
Мировые рынки	13

### КОММЕНТАРИЙ

#### "Газпром": все надежды, похоже, уже позади

**Акции "Газпрома" не могут вырваться из диапазона \$10.5-\$11.5 с июля 2006 года**



Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

**Акции "Газпрома", когда-то входившие в число лидеров российского фондового рынка, в последнее время демонстрируют весьма скромные результаты.** После ралли в начале 2006 года и последовавшей за ним коррекции в мае-июне бумаги "Газпрома" торгуются в узком диапазоне (\$10.5-11.5) уже почти восемь месяцев и значительно отстают от индекса РТС.

**Конечно, можно предположить, что "Газпром" разделит судьбу других крупных нефтегазовых компаний, акции которых продемонстрировали слабую динамику во втором полугодии 2006 года и в начале 2007 года.** Инвесторы, в конце концов, обратили внимание на ухудшающийся прогноз финансовых результатов и завышенную оценку этих бумаг. Хотя слабая динамика котировок акций других нефтяных компаний позволяет обвинить в бедах "Газпрома" общий негативный настрой рынка, мы считаем, что рост стоимости газовой монополии также сдерживается рядом факторов, связанных непосредственно с самой компанией.

**Во-первых, масштабы "Газпрома" достигли такого уровня, когда стоимость компании мало зависит от влияния каких-либо внешних или внутренних факторов.** С учетом того, что текущая рыночная капитализация монополии составляет \$250 млрд., а ее бизнес все более диверсифицируется, список корпоративных событий, которые могли бы существенно повлиять на оценку компании рынком, заметно сократился. Что бы мы ни взяли, — бурный рост стоимости активов "Газпрома" в электроэнергетике, либерализацию внутренних цен на газ, создание СП с угольным гигантом СУЭКом, более высокие, чем ожидалось, результаты "Газпромнефти", снижение или рост цен на нефть, покупку активов ЮКОСа по низкой цене, — включение любого из этих факторов в модель оценки стоимости компании приведет лишь к незначительному изменению прогнозируемой цены. Поэтому мы считаем, что рынок вполне обоснованно держит акции "Газпрома" в узком диапазоне, и не видим особых фундаментальных причин для того, чтобы нарушить равновесие, сложившееся во втором полугодии 2006 года.

**Все значимые события уже отыграны рынком.** После всех единичных факторов, которые были отыграны инвесторами весной 2006 года (либерализация, листинг на нескольких российских биржах, первая стадия пересмотра индексов MSCI), акции "Газпрома" вышли из категории бумаг, на которые возлагались особые надежды, превратившись в обычные акции, обеспечивающие права на долю в компании, чья стоимость растет или падает в зависимости от динамики ее бизнеса. Другими словами, будущее повышение цены акций "Газпрома" зависит от улучшения рентабельности компании. Не будет этого — акции будут по-прежнему стоять на месте и/или отставать от рынка в целом. Интересно, что с подобной ситуацией в этом году столкнулись также акции "Роснефти" и Сбербанка. Хотя мы рекомендуем "Покупать" бумаги обеих компаний, исходя из фундаментальных показателей, стоит отметить, что "особые ситуации", (размещение допэмиссии в случае Сбербанка, аукционы по продаже активов ЮКОСа и пересмотр индексов MSCI в случае "Роснефти"), уже были

отыграны, поэтому Сбербанку и "Роснефти" придется постараться, чтобы приятно удивить рынок результатами своего основного бизнеса.

**Что ждет "Газпром"? Возможно, все то же.** С нашей точки зрения, понадобится какое-то действительно масштабное событие, например, существенное сокращение запланированных капвложений, переход к щедрой/цивилизованной дивидендной политике, серьезные перестановки в руководстве с целью повышения эффективности или все вместе, чтобы двинуть акции с мертвой точки. Без этого они обречены торговаться все в том же диапазоне и в 2007 году. Чтобы хоть как-то максимизировать вложения в акции "Газпрома", мы бы советовали инвесторам использовать опционы call (с ценой исполнения \$12.0-12.5). Спекулянты также могут попробовать получить прибыль в условиях стабилизации котировок акций "Газпрома" посредством одновременной продажи опционов call и put по ценам, близким к сложившемуся в последнее время диапазону. Если цена акций "Газпрома" не выйдет за его пределы, эта стратегия должна принести прибыль.

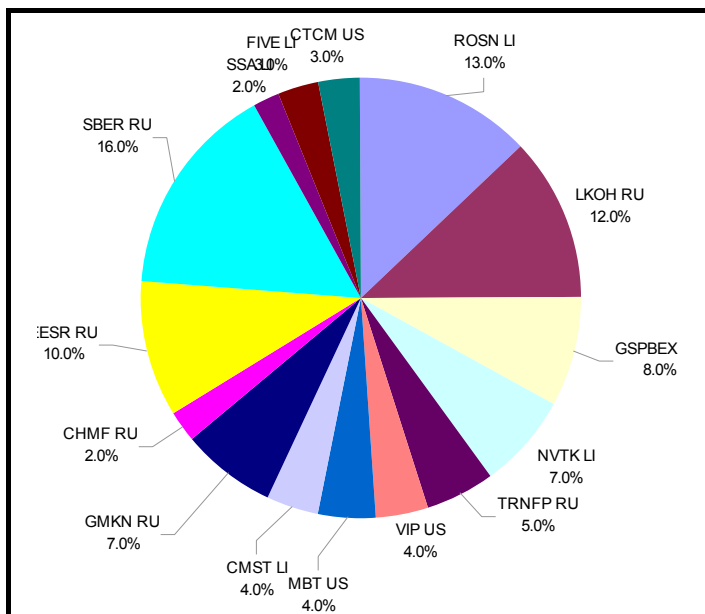
После недавнего пересмотра модели оценки стоимости "Газпромнефти" наша прогнозируемая цена акций "Газпрома" на конец 2007 года составляет \$12.3. Мы рекомендуем "Держать" акции компании.

Стивен Дашевский, CFA  
dashevsky@aton.ru

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
13.02	"Комстар-ОТС" опубликует операционные результаты за IV квартал 2006 года	Будет опубликовано значение торгового баланса декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -\$59.7 млрд. (предыдущее значение: \$58.2 млрд.)	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства стран евро-зоны за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.4% (предыдущее значение: 0.2%)
	Oilflame опубликует финансовые результаты за 2006 год		
	РАО "ЕЭС России" проведет презентацию скорректированной инвестиционной программы на 2007-2010 годы		Будут опубликованы данные о динамике ВВП стран евро-зоны за IV квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% (предыдущее значение: 0.5%)
14.02	РФФИ проведет аукцион по продаже 0.01088% акций Сбербанка РФ с начальной ценой 143.5 млн. руб.	Будут опубликованы данные о динамике объема розничной торговли за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% (предыдущее значение: 0.9%)	
	В Москве завершит работу Metallurgical Summit СНГ	Будут опубликованы данные о динамике объема запасов промышленных предприятий за декабрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: 0.4%)	
15.02	X5 Retail Group проведет встречу с аналитиками, посвященную стратегии развития компании	Будут опубликованы данные о динамике индекса импортных цен за февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -1.0% (предыдущее значение: 1.1%)	
	Федеральный арбитражный суд Московского округа возобновит рассмотрение жалобы Газпрома по иску к ФАС РФ	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 312 тыс. (предыдущее значение: 311 тыс.)	
	Акционеры "Боксит Тимана" обсудят передачу полномочий исполнительного органа UK RUSAL Global Management	Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.0% (предыдущее значение: 0.4%)	
	Совет директоров ОГК-1 утвердит кандидатуры оценщика и консультантов для проведения допэмиссии	Будут опубликованы данные о загрузке производственных мощностей за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 81.7% (предыдущее значение: 81.8%)	
16.02	РФФИ проведет аукцион по продаже 33.99% акций ОАО "НИИ меховой промышленности"	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.5% (предыдущее значение: 0.9%)	Будет опубликовано значение торгового баланса стран евро-зоны за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: €2.0 млрд. (предыдущее значение: €3.1 млрд.)
	Арбитражный суд Москвы продолжит рассмотрение иска ЮКОСа о недействительности аукциона по "Юганскнефтегазу"	Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности производителей за февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 96.5 пункта (предыдущее значение: 96.9 пункта)	

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля снизилась на 0.11% на фоне падения индекса РТС на 0.56%.

Противостоять рыночной коррекции сумели акции ПАО "ЕЭС России", продемонстрировавшие впечатляющий рост котировок "против рынка" на 7%.

Среди нефтяных компаний сумели удержаться от падения акции ЛУКОЙЛа и привилегированные бумаги "Транснефти", а среди компаний других секторов – акции "Комстар-ОТС" и торговой сети X5 Retail Group.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	-0.11%	-0.56%	0.46%	6.43%	4.91%	1.51%	1.05%	-1.87%	2.93%

### Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 9/02, \$	Цена 2/02, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>							
Роснефть	4.91%	13.0%	13.0%	8.90	9.07	-1.9%	-5.8%
ЛУКОЙл	12.72%	12.0%	12.0%	81.80	81.20	0.7%	-7.0%
Газпром	13.06%	8.0%	8.0%	10.55	10.91	-3.2%	-8.2%
НОВАТЭК	2.58%	7.0%	7.0%	56.00	57.10	-1.9%	-11.8%
Транснефть, прив.	2.30%	5.0%	5.0%	2,445.00	2,420.00	1.0%	6.5%
<b>Телекоммуникации</b>							
Вымпелком	0.00%	4.0%	4.0%	85.50	86.76	-1.5%	8.3%
МТС	5.27%	4.0%	4.0%	53.00	54.34	-2.5%	5.6%
Комстар-ОТС	0.00%	4.0%	4.0%	8.98	8.95	0.3%	6.9%
<b>Металлургия</b>							
ГМК Норильский никель	7.21%	7.0%	7.0%	178.00	178.50	-0.3%	13.4%
Северсталь	1.08%	2.0%	2.0%	12.60	12.90	-2.3%	12.5%
<b>Прочие</b>							
ПАО ЕЭС России	4.74%	10.0%	10.0%	1.27	1.19	7.0%	17.6%
Сбербанк РФ	16.24%	16.0%	16.0%	3,390.00	3,450.00	-1.7%	-1.7%
Система	0.00%	2.0%	2.0%	30.30	31.50	-3.8%	-5.3%
X5 Retail Group	0.00%	3.0%	3.0%	26.90	26.80	0.4%	3.5%
CTC Media	0.00%	3.0%	3.0%	21.35	21.35	0.0%	-11.1%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>				<b>-0.1%</b>	<b>1.1%</b>

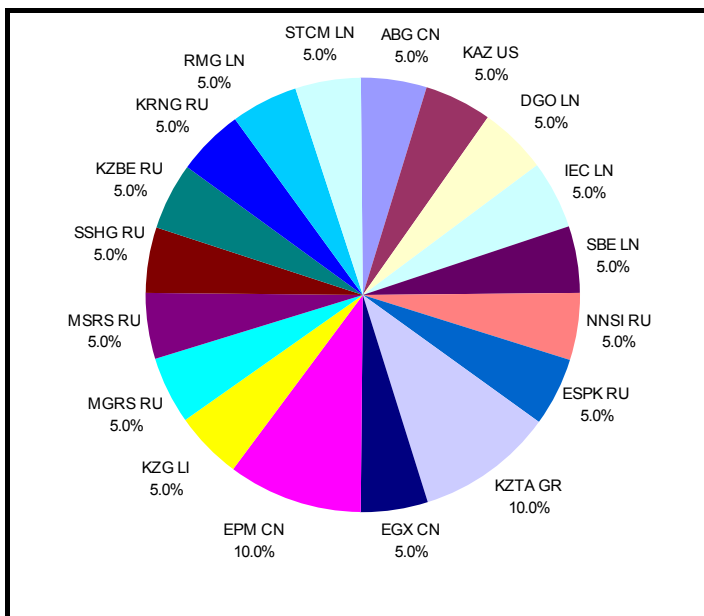
## Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Нефть и газ</b>														
Роснефть	10.0	3.0	2.8	2.9	13.0	10.6	10.4	22.5	17.1	17.4	17.0	12.6	12.1	US GAAP
Газпром	11.5	3.6	3.3	3.2	8.5	8.1	8.1	11.8	11.1	11.4	11.6	10.7	9.3	МСФО
ЛУКОЙЛ	100.8	1.0	1.0	1.1	5.2	5.2	6.1	8.3	8.5	10.2	7.0	7.1	7.6	US GAAP
Сургутнефтегаз	1.44	2.2	2.3	2.4	5.3	5.8	5.9	11.3	13.5	14.3	7.8	8.2	8.5	РСБУ
Газпромнефть (Сибнефть)	4.74	1.0	1.1	1.2	3.8	4.3	4.9	5.6	6.4	7.6	5.7	5.0	5.5	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.46	1.1	1.2	1.3	4.6	4.7	5.0	6.8	7.0	7.7	11.0	5.3	5.4	US GAAP
Татнефть	5.60	0.7	0.8	1.0	4.0	4.2	5.0	7.3	7.7	9.9	5.8	5.4	5.8	US GAAP
Транснефть, прив.	3,330	2.0	1.7	1.6	3.5	3.0	2.9	6.2	5.5	5.6	4.4	3.9	3.8	МСФО
НОВАТЭК	79.6	9.0	7.4	6.0	18.4	15.1	12.5	28.3	22.8	18.6	24.9	19.9	16.7	МСФО
Agawak Energy	3.10	3.0	2.2	2.1	6.2	4.6	4.0	19.8	15.4	14.0	8.8	5.5	4.9	МСФО
Caspian Services	4.37	3.8	2.9	2.2	16.2	10.5	7.4	28.8	15.3	10.5	22.5	15.1	10.6	US GAAP
Dragon Oil	4.29	4.4	2.9	2.9	5.3	3.4	3.5	9.8	6.3	6.9	9.0	7.6	5.0	МСФО
KazMunaiGaz	13.2	2.0	2.1	2.5	3.1	3.6	5.0	12.6	14.8	20.9	9.9	11.3	15.4	МСФО
РИТЭК	7.21	1.5	1.6	1.7	5.2	6.0	6.7	9.3	11.3	13.5	6.7	7.3	7.5	US GAAP
Sibir Energy	10.3	2.9	3.0	3.2	17.3	8.2	6.6	30.0	12.5	11.5	N.M.	53.5	N.M.	UK GAAP
Urals Energy	9.1	7.8	5.3	4.1	33.1	13.7	8.5	N.M.	27.7	15.5	NEG.	27.0	13.2	МСФО
West Siberian Resources	1.01	4.0	3.0	2.6	9.6	6.5	6.1	21.5	14.9	17.1	22.6	8.4	7.5	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	64.0	3.7	3.0	2.8	7.3	5.9	5.5	14.5	10.8	9.6	8.0	6.7	6.1	US GAAP
Система	40.0	2.7	2.2	1.9	6.5	5.2	4.8	7.1	5.6	4.9	6.1	4.9	4.5	US GAAP
Вымпелком	104.0	4.1	3.2	2.8	7.9	6.2	5.6	20.0	13.3	11.9	8.9	6.7	5.8	US GAAP
Комстар-ОТС	9.90	4.3	3.3	2.9	11.2	8.4	7.4	20.0	9.8	8.2	13.8	7.3	6.3	US GAAP
Ростелеком	2.40	2.8	2.6	2.6	17.1	13.1	13.7	N.M.	36.3	35.3	25.2	16.3	15.6	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.3	1.8	1.6	8.2	6.8	5.5	22.1	18.0	15.3	11.1	9.3	7.5	US GAAP
РБК	12.2	7.3	5.6	4.6	24.9	17.7	13.7	57.5	39.6	27.7	45.3	27.7	20.7	МСФО
Rambler	43.2	21.9	14.7	10.8	N.M.	36.0	23.2	N.M.	39.2	24.5	N.M.	38.7	24.7	МСФО
Центртелеком	0.56	2.1	1.8	1.7	6.3	5.3	4.8	54.4	18.4	11.9	7.3	4.8	4.1	МСФО
Дальсвязь	4.49	1.7	1.5	1.4	5.7	4.4	3.9	16.1	10.0	7.9	10.0	6.5	5.3	МСФО
С-З. Телеком	1.43	2.6	2.2	2.0	7.6	6.1	5.7	23.7	16.6	15.0	9.4	6.7	6.0	МСФО
Сибирьтелеком	0.11	1.9	1.6	1.5	5.5	4.4	4.1	13.9	9.7	9.1	6.1	4.8	4.4	МСФО
ЮТК	0.14	2.1	1.7	1.6	6.4	4.8	4.2	NEG.	29.3	9.5	10.0	4.0	2.9	МСФО
Уралсвязьинформ	0.06	2.8	2.3	2.2	7.5	6.2	5.8	18.4	13.7	11.7	8.3	6.3	5.5	МСФО
ВолгаТелеком	6.09	2.5	2.0	1.9	6.6	4.9	4.6	17.0	10.5	9.7	7.5	5.3	4.8	МСФО
Kazakhtelecom	138	5.0	4.3	3.8	13.3	10.9	9.6	17.9	14.6	13.3	12.9	10.1	9.2	МСФО
Moscow CableCom	12.8	10.5	3.9	2.5	NEG.	24.8	9.0	NEG.	NEG.	38.4	NEG.	N.M.	13.6	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.2800	2.4	2.0	1.7	14.8	12.2	10.2	44.1	34.8	28.2	16.4	13.5	11.2	МСФО
ОГК 1	0.0850	5.1	4.3	3.6	36.3	31.7	19.2	N.M.	N.M.	38.1	59.8	41.6	24.4	РСБУ
ОГК2	0.1340	5.0	4.2	3.4	38.4	31.2	19.5	N.M.	N.M.	32.9	N.M.	N.M.	25.6	РСБУ
ОГК3	0.0820	5.9	4.8	3.9	46.5	38.0	22.9	N.M.	N.M.	54.8	N.M.	55.4	30.1	РСБУ
ОГК4	0.0880	6.0	4.9	4.1	46.2	37.6	19.8	N.M.	N.M.	37.5	57.4	51.1	25.4	РСБУ
ОГК5	0.1030	4.8	4.0	3.3	34.4	30.7	19.5	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	34.0	РСБУ
ТГК 1	0.0010	0.2	0.2	0.1	2.0	1.8	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	РСБУ
ТГК 2	0.0003	2.9	2.5	1.9	37.8	32.3	18.2	N.M.	N.M.	34.5	44.4	43.6	25.3	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.1900	2.6	2.3	1.8	28.1	21.0	12.9	N.M.	N.M.	21.9	34.4	29.5	20.7	РСБУ
ТГК 4	0.0003	0.1	0.1	0.1	1.8	1.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	РСБУ
ТГК5	0.0008	3.0	2.6	2.1	37.1	32.2	17.5	N.M.	N.M.	36.3	46.0	44.8	23.7	РСБУ
ТГК6	0.0004	3.2	2.7	2.3	35.2	29.9	18.6	N.M.	N.M.	38.2	N.M.	N.M.	23.4	РСБУ
ТГК 8	0.0005	4.3	3.6	3.0	46.7	39.9	22.9	N.M.	N.M.	50.0	N.M.	NEG.	30.9	РСБУ
ТГК 9	0.0001	2.9	2.4	2.0	37.7	32.0	21.9	N.M.	N.M.	47.4	52.3	49.8	32.7	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	3.4900	5.1	4.6	3.0	35.4	35.7	13.4	N.M.	N.M.	26.3	48.7	51.8	17.3	РСБУ
ТГК 13	2.2880	5.1	4.6	3.8	31.5	33.7	14.1	46.8	53.5	22.2	33.6	36.7	14.9	РСБУ
ТГК 14	0.0004	0.2	0.1	0.1	1.6	1.5	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	РСБУ
Волжская ГЭС	0.4600	15.1	14.4	9.7	50.7	52.8	20.6	N.M.	N.M.	34.4	58.7	N.M.	27.8	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.8000	12.0	11.1	8.6	23.5	21.9	14.7	55.4	50.3	27.6	27.5	26.6	18.6	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.8980	15.4	13.9	9.3	21.7	19.3	11.7	31.0	30.2	17.2	28.1	25.7	15.7	РСБУ
Зейская ГЭС	0.1840	10.5	9.2	8.4	36.2	27.6	24.9	N.M.	N.M.	56.9	43.0	33.1	29.8	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.3500	16.1	15.4	10.3	46.0	47.1	20.1	N.M.	N.M.	32.6	54.7	N.M.	27.4	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0050	5.5	4.5	4.2	26.2	19.0	18.1	40.2	28.4	27.4	37.0	24.8	23.6	РСБУ
МГЭСК	0.0890	6.5	1.9	1.7	11.4	2.6	2.2	23.2	3.9	3.5	16.3	3.3	2.8	РСБУ
МОЭСК	0.1240	4.0	1.5	1.3	14.0	2.3	1.9	26.9	3.5	3.0	18.6	3.0	2.4	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.7	3.1	2.7	33.8	7.8	6.8	NEG.	13.4	12.3	46.2	9.3	7.9	РСБУ
Кубаньэнерго	33.2000	2.3	1.5	1.3	13.9	3.7	3.3	N.M.	6.7	6.1	14.7	4.6	4.0	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.7	1.1	1.0	43.6	4.0	3.4	N.M.	6.0	5.5	46.0	5.2	4.3	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	2.9	1.6	1.4	27.2	4.8	4.2	N.M.	7.8	7.1	29.1	6.0	5.1	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	2.2	1.4	1.3	37.2	3.6	3.1	N.M.	6.0	5.5	30.3	4.7	4.0	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	1.8	1.2	1.1	10.1	3.8	3.3	25.3	6.4	5.8	14.0	5.0	4.2	РСБУ
Дагестанская РГК	0.0660	7.2	6.5	5.6	29.1	25.6	17.5	53.1	46.6	29.4	37.1	33.5	23.8	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1400	8.0	7.3	6.1	34.4	30.8	19.2	58.8	52.9	30.3	44.1	41.0	26.2	РСБУ
Омская ЭГК	127.0000	2.2	1.9	1.6	27.0	23.0	14.4	N.M.	N.M.	32.4	32.8	31.2	19.5	РСБУ

Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	194	3.0	2.8	2.9	4.6	4.2	4.6	5.8	6.1	6.7	6.3	5.6	5.9	МСФО
Evraz Group	25.5	1.6	1.7	1.8	5.1	5.3	6.9	7.9	8.1	11.2	5.0	5.9	7.8	МСФО
Мечел	25.8	0.9	0.9	0.9	4.2	5.2	5.7	6.6	8.6	9.9	4.5	6.0	6.7	US GAAP
ММК	0.68	1.8	1.8	1.9	5.4	5.2	7.0	8.5	8.1	11.6	8.1	6.8	8.8	МСФО
НЛМК	2.27	2.3	2.4	2.6	5.4	5.6	6.3	9.6	10.1	11.7	10.6	7.6	8.6	US GAAP
Северсталь	13.9	1.5	1.5	1.5	5.3	5.0	5.6	10.8	9.3	11.0	6.5	5.6	6.1	МСФО
ВСМПО-Ависма	237	3.3	2.9	2.9	8.1	7.2	7.5	11.8	10.4	11.1	14.7	11.1	10.4	US GAAP
Kazakhmys	22.6	1.8	1.6	1.6	3.3	2.8	2.9	6.2	5.0	5.1	7.9	4.5	4.4	МСФО
Vema Gold	6.65	13.7	11.1	5.9	50.0	34.3	9.0	NEG.	N.M.	14.8	51.7	48.1	12.0	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	6.5	3.9	3.6	23.8	6.5	5.9	39.3	9.8	8.7	19.1	9.4	7.7	CA GAAP
European Minerals	1.24	N.A.	7.8	1.5	NEG.	13.5	2.2	NEG.	18.9	2.8	NEG.	27.6	3.7	CN GAAP
High River Gold	1.961	5.2	2.6	1.8	17.9	6.8	4.0	51.6	11.0	5.9	30.7	6.5	5.5	CN GAAP
KazakhGold	35.5	7.8	5.7	3.2	12.7	8.3	4.4	20.5	12.4	6.7	25.1	13.6	8.3	МСФО
Peter Hambro	19.7	13.5	11.7	4.9	26.3	24.6	8.3	48.3	45.3	12.5	41.0	39.9	19.8	UK GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	35.5	2.0	1.4	1.1	24.2	13.3	10.5	N.M.	26.7	19.4	18.4	9.8	7.9	МСФО
Седьмой континент	24.7	2.0	1.4	1.1	16.9	12.0	9.9	27.7	22.9	20.8	18.3	12.7	10.9	МСФО
Магнит	45.3	1.3	0.9	0.7	25.2	16.4	10.6	49.7	36.2	20.1	28.8	18.0	11.4	МСФО
Балтика	43.6	3.2	2.9	2.6	10.4	9.0	8.4	16.2	12.6	11.1	11.2	9.1	9.1	МСФО
Efes Breweries	32.02	1.2	1.0	0.7	7.5	5.6	3.6	28.6	15.0	7.7	6.7	4.3	3.2	МСФО
Калина	55.01	1.3	1.2	1.1	7.2	6.7	5.9	12.6	11.2	9.6	13.6	10.4	7.6	МСФО
Лебедянский	89	2.5	1.8	1.5	12.7	9.7	7.8	19.3	14.9	11.9	22.2	17.5	11.7	МСФО
Oriflame, €	38.9	2.0	1.9	1.7	13.1	11.6	10.5	19.9	16.1	14.3	21.5	15.3	11.8	МСФО
Вимм-Билль-Данн	53.6	1.7	1.3	1.1	13.4	8.7	7.0	30.1	17.1	12.9	20.3	14.0	9.5	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	39.7	1.2	0.9	0.6	10.6	8.0	5.2	26.3	15.6	9.6	11.3	7.3	4.7	МСФО
Акрон	34.5	1.5	1.3	1.3	6.5	5.1	5.5	13.3	9.1	10.2	8.0	6.3	6.4	МСФО
Дорогобуж	0.4	1.6	1.5	1.2	9.1	7.1	4.4	10.8	7.8	5.1	6.9	5.7	4.1	МСФО
Steppe Cement	6.35	9.8	5.2	3.5	20.7	9.9	6.1	31.1	13.3	8.5	29.4	13.3	8.2	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	4,653	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	23.5	17.0	13.6	6.1	4.7	3.7	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	27.2	21.6	17.5	6.0	2.7	2.2	МСФО

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

## "ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



## Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" продемонстрировал весьма удачные результаты, повысившись на 4.03% на фоне снижения индекса РТС на 0.56%.

В роли лидеров повышения выступили генерирующие электроэнергетические компании – котировки акций Саяно-Шушенской ГЭС и ТГК-12 ("Кузбассэнерго") выросли за неделю на 10.4% и 16.0%. Кроме того, уверенно чувствовали себя энергосбытовые компании – бумаги МГЭСК и МОЭСК подорожали соответственно на 5.4% и 5.8%.

Среди бумаг других секторов наилучшие результаты продемонстрировали акции Steppe Cement, котировки которых выросли за неделю на 6.5%, и акции European Minerals, подорожавшие на 13.9%.

## 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 9/02, \$	Цена 2/02, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Agawak Energy	ABG CN	5.0%	2.22	2.20	1.0%	-4.4%
BMB Munai	KAZ US	5.0%	4.96	4.82	2.9%	0.2%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	3.53	3.54	-0.2%	4.3%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	15.96	15.61	2.3%	28.0%
Sibir Energy	SBE LN	5.0%	8.49	8.41	0.9%	0.9%
ВолгаТелеком	NNSI RU	5.0%	6.10	6.20	-1.6%	0.8%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	4.02	4.12	-2.4%	-3.4%
Kazakh Telecom	KZTA GR	10.0%	133.95	129.59	3.4%	30.2%
Eurasia Gold	EGX CN	5.0%	0.95	0.99	-3.3%	-34.6%
European Minerals	EPM CN	10.0%	0.90	0.79	13.9%	18.3%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	24.00	23.90	0.4%	17.1%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.09	0.08	5.4%	16.7%
МОЭСК	MSRS RU	5.0%	0.13	0.12	5.8%	17.4%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG RU	5.0%	1.49	1.35	10.4%	21.1%
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	KZBE RU	5.0%	3.40	2.93	16.0%	21.4%
Красноярскэнерго	KRNG RU	5.0%	0.91	0.91	0.0%	0.6%
Rambler	RMG LN	5.0%	47.33	46.34	2.1%	40.2%
Steppe Cement	STCM LN	5.0%	5.32	4.99	6.5%	18.1%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>4.0%</b>	<b>11.8%</b>

**РИТЭК**
**После сделки с НГД ПЕРСПЕКТИВЫ ОСТАЮТСЯ НЕОПРЕДЕЛЕННЫМИ: "ПРОДАВАТЬ"**

Тикер	РИТК RU
Рекомендация	Продавать
Цена, \$	9.60
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	7.21
Потенциал роста/снижения	-25%

**Динамика котировок акций**

**Капитализация и данные об акциях**

Рын. кап., \$ млн.	1,390
Чистый долг 2006П, \$ млн.	104
EV, \$ млн.	1,520
Кол-во акций, млн.	145
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	23%
Кол-во акций на ADR	0
Дивиденды 2006П, \$	0.051
Дивидендная доходность	0.5%

US GAAP, \$ млн.	2006П	2007П	2008П
Выручка	1,031	975	875
ЕБИТДА	293	254	227
Чистая прибыль (скорректированная)*	149	123	103
Операционный денежный поток	207	191	185
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/ЕБИТДА	5.2	6.0	6.7
P/E	9.3	11.3	13.5
P/CF	6.7	7.3	7.5

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

Мы понижаем прогнозируемую цену акций РИТЭКа на конец 2007 года с \$7.9 до \$7.2 и оставляем в силе рекомендацию "Продавать". Мы включили в модель оценки РИТЭКа операционные результаты за 2006 год, показатели нового дочернего предприятия "Назымгеодобыча" (НГД), в том числе прогноз объемов добычи, операционных затрат и капвложений, а также отразили увеличение количества выпущенных акций РИТЭКа. Качество существующих активов РИТЭК продолжает вызывать беспокойство, и приобретение месторождений НГД, отличающихся сложными геологическими условиями, не в состоянии радикально улучшить производственные прогнозы. Кроме того, ЛУКОЙЛ должен увеличить свой пакет акций РИТЭКа до квалифицированного большинства (75.1%) в результате приобретения всех акций, выпущенных для оплаты приобретения НГД. Мы считаем перспективы сильного роста котировок акций РИТЭКа маловероятными.

Акционеры компании одобрили приобретение НГД (ранее полностью принадлежавшей ЛУКОЙЛу) в обмен на 45 млн. новых акций РИТЭКа 22 декабря 2006 года. При этом сделка натолкнулась на сильное противодействие со стороны крупнейшего миноритарного акционера РИТЭКа – Prosperity Capital Management (PCM). Получивший широкий общественный резонанс конфликт между ЛУКОЙЛом и PCM был вызван предположительно завышенной оценкой НГД, которая в денежном выражении составила \$425 млн. или 45% стоимости самого РИТЭКа.

В настоящее время НГД добывает незначительное количество нефти и владеет восстанавливаемыми запасами в размере 920 млн. брр. По прогнозам ЛУКОЙЛа, компания должна выйти на пиковый уровень добычи в размере 5.8 млн. брр. в 2011-2012 годах (это очень консервативный прогноз, учитывая масштабную базу запасов компании). При цене в \$425 млн. компания оценена на уровне \$73/брр. пиковой добычи и \$0.46/брр. восстанавливаемых запасов (ABC1+C2). На наш взгляд, это соответствует среднеотраслевым значениям, принимая во внимание малоосвоенные запасы НГД. Таким образом, мы считаем подразумеваемую стоимость НГД более-менее справедливой. Можно говорить о том, что такая цена сделки не отражает стоимость полного контроля над компанией, полученного ЛУКОЙЛом, но обсуждение условий оценки утратило смысл после решения акционеров.

Включив НГД в модель оценки стоимости компании, мы пересмотрели прогнозы объемов производства и выручки РИТЭКа, основываясь на операционных результатах 2006 года, которые были опубликованы 1 февраля. Объем производства РИТЭКа за 2006 год составил 18.9 млн. брр., практически не изменившись по сравнению с 2005 годом. Это подтверждает обоснованность нашего осторожного отношения к активам РИТЭКа и дальнейшим перспективам добычи. Экспорт РИТЭКа повысился на 4% по сравнению с 2005 годом за счет увеличения объема поставок Северным морским путем в обход трубопроводов "Транснефти". По итогам 2006 года РИТЭК экспортировал 13.2 млн. брр. или 70% совокупного объема производства.

В модели DCF РИТЭКа мы используем долгосрочные темпы роста на уровне 5%. Несмотря на нехватку детальной информации от РИТЭКа и ЛУКОЙЛа, мы считаем, что прогнозируемая пиковая добыча НГД на уровне 16 тыс. брр. в сутки является слишком консервативной для запасов в размере почти миллиард баррелей, даже с учетом сложных геологических характеристик. Мы отразили эти соображения, изменив прогноз долгосрочных темпов роста свободного денежного потока. Мы также использовали в модели прогноз пикового объема добычи на уровне 8.8 млн. брр. (24 тыс. брр. в сутки) начиная с 2012 года.

Приобретение НГД может быть выгодно для РИТЭКа, учитывая большой размер запасов, близость к существующей инфраструктуре, а также опыт самого РИТЭКа в разработке месторождений со сложной геологической структурой. Тем не менее, покупка выглядит чрезмерно дорогой, учитывая качество приобретенных активов и дальнейшие перспективы. Мы не ожидаем кардинального изменения тенденции объема добычи на основных существующих месторождениях РИТЭКа, тогда как приобретение НГД по заявленной цене не привело к такому увеличению стоимости, которые могло бы оправдать заметное повышение оценки. Прогнозируемое повышение объемов производства и выручки нивелируется высокими начальными капвложениями (порядка \$200 млн., по прогнозу на 2007-2009 годы), тогда как растущие операционные расходы будут оказывать дальнейшее давление на рентабельность. Размывание доли миноритариев в результате новой эмиссии и низкая ликвидность акций делают дальнейшие перспективы еще более неопределенными. Наша новая прогнозируемая цена на конец 2007 года составляет \$7.2, что на 9% ниже предыдущих оценок. Мы оставляем в силе рекомендацию "Продавать" акции РИТЭКа.

### Приобретение НГД приведет лишь к незначительному изменению показателей в ближайшей перспективе

\$ млн., US GAAP	До приобретения			После приобретения			Изм.		
	2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
Выручка	1,029	973	844	1,031	975	875	0%	0%	4%
ЕВITDA	292	262	227	293	254	227	0%	-3%	0%
Чистая прибыль	148	130	106	149	123	103	1%	-5%	-3%
Операционный денежный поток	178	196	188	207	191	185	17%	-3%	-1%
<b>Оценка стоимости</b>									
EV/ЕВITDA	3.8	4.3	4.9	5.2	6.0	6.7	N.M.	N.M.	N.M.
P/E	6.5	7.4	9.0	9.3	11.3	13.5	N.M.	N.M.	N.M.
P/CF	5.4	4.9	5.1	6.7	7.3	7.5	N.M.	N.M.	N.M.

Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Модель DCF РИТЭКа: долгосрочные темпы роста FCF составляют 5%; стоимость акционерного капитала остается высокой из-за ограниченной ликвидности

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	975	875	975	1,042	1,099	1,145	1,137	1,122	1,106
Операционные затраты	-721	-648	-717	-768	-812	-850	-854	-855	-854
ЕВITDA	254	227	259	274	287	295	282	266	252
Рентабельность ЕВITDA									
Амортизация	-66	-70	-81	-87	-93	-98	-97	-95	-94
Операционная прибыль (ЕВIT)	188	157	178	187	194	197	185	171	158
Минус: Налог на прибыль	-45	-38	-43	-45	-46	-47	-44	-41	-38
Минус: Капвложения	-158	-157	-143	-100	-97	-92	-85	-77	-72
Минус: Изменения рабочего капитала	4	13	3	5	4	4	4	4	4
Плюс: Амортизация	66	70	81	87	93	98	97	95	94
Свободный денежный поток	56	46	76	134	147	160	157	153	146
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.142	1.304	1.488	1.699	1.940	2.215	2.529	2.887
PV будущего свободного денежного потока	56	40	58	90	87	82	71	61	51

**Совокупная PV будущего свободного денежного потока 595**

#### Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.

Остаточные темпы роста	146
Остаточная ставка дисконтирования	5%
Остаточная стоимость, \$ млн.	14.2%
<b>PV остаточной стоимости, \$ млн.</b>	<b>1,671</b>
<b>Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.</b>	<b>579</b>

#### Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	1,174
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	104
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	24
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	1,046
Кол-во обыкновенных акций, млн.	144.8
Кол-во привилегированных акций млн.	0.25
Соотношение обыкновенных и привилегированных акций	0.75
Эквивалент обыкновенных акций в обращении, млн.	145
<b>Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$</b>	<b>7.21</b>
<b>Прогнозируемая цена привилегированной акции, \$</b>	<b>5.41</b>

#### 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	1.5
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.79
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>16.2%</b>

#### Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	20.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.1%
Акционерный капитал, % от капитализации	80.0%
Стоимость акционерного капитала	16.2%
<b>WACC</b>	<b>14.2%</b>

#### Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.3
<b>1-10</b>	<b>1.5</b>
0.1-1	2.0
< 0.1	3.0

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

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Стивен Дашевский, CFA  
dashevsky@aton.ru

Артем Кончин  
konchin@aton.ru

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

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Galley 13	\$175	B-/Caa1	2/3/2009	10.125	100.00	101.00	9.93	10.07	89.55	0	2.56	2.57
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	100.00	100.75	8.54	8.72	386.95	315	1.80	1.81
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	102.44	102.88	5.84	7.91	96.77	33	1.11	1.14
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	115.00	115.00	6.39	7.72	168.86	75	5.51	6.34
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	100.75	101.10	7.03	7.68	220.78	156	1.25	1.26
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	100.45	100.95	8.40	8.57	388.50	299	3.06	3.08
АльфаБанк 09	\$400	n.r./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	100.65	101.05	7.49	7.81	280.35	206	2.23	2.25
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	104.50	104.50	6.11	7.66	137.98	64	2.23	2.33
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	104.00	104.50	6.10	7.07	149.45	60	3.15	3.29
БанкМосквы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	104.25	104.75	6.45	7.02	178.31	86	4.79	5.00
БанкМосквы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	102.63	103.63	6.55	7.27	196.12	107	3.13	3.23
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	99.01	99.05	9.97	9.59	538.31	466	1.87	1.85
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	101.50	102.00	7.03	8.35	219.96	156	1.13	1.15
Внешторгбанк 07	\$300	BBB+/A2/BBB+	30/7/2007	2.9	100.00	100.00	8.52	2.90	342.87	319	0.42	0.42
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.63	102.00	5.81	6.75	99.31	30	1.64	1.67
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	106.00	106.75	5.91	7.05	138.66	38	3.75	3.99
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	102.63	102.69	2.12	6.15	59.46	-16	6.73	2.63
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	97.50	97.90	4.52	4.35	44.64	0	7.05	6.89
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	101.13	101.13	6.08	6.18	119.26	-23	6.29	6.36
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	107.88	108.12	6.27	9.26	152.02	79	2.00	2.17
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	103.88	104.50	6.44	7.68	173.22	98	2.57	2.68
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	107.12	107.81	6.50	7.79	198.89	98	3.69	3.97
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	106.43	106.68	7.26	7.74	254.93	160	6.26	6.67
Газпром 07	\$500	BBB-/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.13	100.50	101.00	5.30	9.06	16.13	-23	0.19	0.19
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	112.00	112.50	5.53	9.35	78.21	4	2.25	2.52
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	110.07	110.32	4.61	7.08	64.56	0	3.10	3.41
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	97.63	98.38	4.90	4.65	88.58	0	4.98	4.88
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	118.00	118.00	6.03	8.16	138.60	45	4.43	5.23
Газпром 13а	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.25	99.75	5.83	5.65	114.11	31	2.31	1.99
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	99.38	99.38	6.59	6.54	187.43	92	6.20	6.17
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	104.38	105.25	5.15	5.61	111.28	0	6.37	6.67
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	99.25	99.65	6.29	6.25	151.16	55	6.99	6.95
Газпром 20	\$1250	BBB+/nr/BBB	1/2/2020	7.201	104.75	105.25	5.98	6.86	127.12	35	3.98	3.99
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	126.31	126.44	6.54	6.82	159.03	22	11.68	14.77
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	102.00	102.13	5.96	7.10	113.79	46	1.53	1.56
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	109.63	109.88	6.54	9.91	180.45	107	2.11	2.32
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	102.31	102.88	7.83	8.04	315.52	220	5.91	6.07
Зенит 09	\$200	n.r./nr/BB	27/10/2009	8.75	99.95	100.20	8.53	8.74	389.27	315	2.22	2.22
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	100.85	101.35	8.95	9.15	453.38	353	3.55	3.59
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1e/B	12/5/2009	9	101.89	102.14	7.99	8.82	331.07	258	1.90	1.94
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.70	101.10	7.71	8.55	289.36	227	0.92	0.93
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	100.15	100.50	7.07	7.48	219.53	160	0.75	0.75
МДМ 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.8	100.00	100.00	6.76	6.80	171.00	120	0.01	0.01
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	104.20	104.70	8.52	9.33	408.58	310	3.44	3.59
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	104.00	104.25	6.38	7.68	166.03	91	2.41	2.51
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	102.25	102.69	6.42	7.81	161.13	93	1.49	1.52
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	106.62	107.02	4.72	6.04	73.54	0	3.94	4.21
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.86	100.96	5.84	1.78	91.17	33	0.60	0.60
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	97.61	97.92	6.08	4.48	122.50	58	1.27	1.24
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	103.31	103.75	5.94	9.42	102.82	42	0.89	0.92
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	105.50	106.00	6.58	7.92	197.28	111	2.98	3.16
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	105.12	105.63	6.71	7.59	219.91	119	3.96	4.17
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	100.75	101.40	8.28	8.41	369.95	274	4.75	4.80
Никоил 07	\$150	B/Ba3/n.r.	19/3/2007	9	100.18	100.33	6.31	8.98	152.01	106	0.09	0.09
Номос 07	\$125	n.r./Ba3/B+	13/2/2007	9.125	99.95	100.05	7.77	9.13	278.80	228	0.00	0.00
Номос 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	100.43	100.65	7.97	8.21	328.80	256	1.91	1.92
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	101.22	101.47	9.38	9.62	498.19	398	3.48	3.52
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	102.88	103.00	5.90	6.92	116.01	42	2.26	2.33
Петербург Банк 09	\$125	nr/B1e/B	25/11/2009	9.501	100.75	101.25	9.07	9.41	445.17	371	2.27	2.30
Петрокоммерц 09	\$225	B+/Ba3	23/3/2009	8	99.75	100.15	8.02	8.00	332.58	261	1.79	1.79
Промсвязь 11	\$125	B+/Ba3/B+	20/10/2011	8.75	101.55	101.95	8.53	8.73	409.39	309	3.55	3.56
Промсвязь 12	\$200	CCC+/B1/B-	23/5/2012	9.625	102.15	102.65	9.27	9.60	485.83	384	3.81	3.82
Промсвязьбанк 10	\$200	B+/Ba3/B+	4/10/2010	8.5	101.74	101.99	7.90	8.34	333.01	247	2.91	2.96
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB	29/7/2008	6.678	101.06	101.25	5.84	6.60	99.10	34	1.34	1.35
ПСБ 15/10	\$400	n.r./A3/BBB	29/9/2015	6.2	100.25	100.50	6.08	6.18	145.38	59	3.06	3.07
РБР 08	\$170	BBB+/Baa2	11/8/2008	6.5	100.50	100.90	6.00	6.45	115.45	49	1.37	1.38
Ренессанс 09	\$250	B+/Ba3/BB-	17/11/2009	8.75	101.34	101.83	8.09	8.61	342.93	268	2.29	2.33
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/BB-	24/9/2009	9.75	104.00	104.50	6.61	9.35	181.60	114	1.24	0.94

## Рынок внутреннего долга

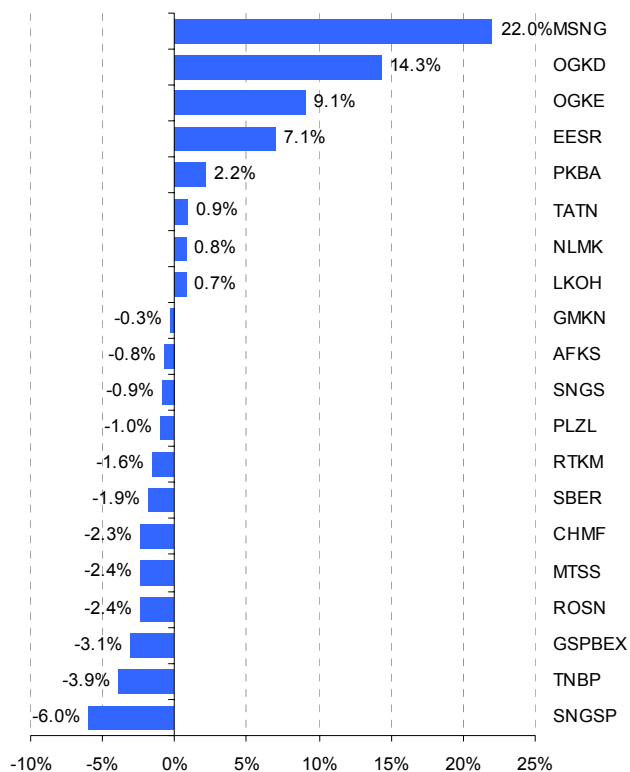
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка кулона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бл	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бл
<b>Корпоративные облигации</b>													
АВТОВАЗ об*	3000.00	13/8/2008	14/2/2007	9.2	0.00	0.00	100.01	0.00	7.23	(0)	86	0.01	0.01
ВТБ - 4 об*	5000.00	19/3/2009	22/3/2007	6.5	0.00	0.00	100.00	0.00	6.36	(7)	-67	0.10	0.03
ВТБ - 5 об*	15000.00	17/10/2013	26/4/2007	6.2	0.00	0.00	100.19	58603135.00	6.39	(9)	-123	0.19	0.19
ГАЗПРОМ А4	5000.00	10/2/2010		8.22	0.00	0.00	104.12	0.00	6.79	(0)	68	2.45	2.56
ГАЗПРОМ А5	5000.00	9/10/2007		7.58	101.05	101.20	101.07	25281647.00	5.96	(34)	-150	0.60	0.61
ГАЗПРОМ А6	5000.00	20/3/2009		6.95	100.65	100.79	100.74	58303110.00	6.73	(0)	72	2.18	2.19
ИРКУТ-03об	3250.00	16/9/2010		8.74	103.53	103.85	103.85	5500384.00	7.63	(1)	123	2.85	2.96
Лукойл2обл	6000.00	17/11/2009		7.25	100.97	101.24	101.07	20245301.00	6.93	15	-124	0.71	0.72
НКНХ-03 об*	2000.00	1/9/2007	1/9/2005	8	0.00	100.20	100.15	0.00	7.69	(1)	0	0.14	0.14
ОМК 1 об	3000.00	12/6/2008		9.2	101.65	102.50	101.65	0.00	8.01	(0)	255	1.17	1.19
РЖД-02обл	4000.00	5/12/2007		7.75	0.00	0.00	101.50	0.00	5.90	(2)	-110	0.75	0.76
РЖД-03обл	4000.00	2/12/2009		8.33	104.15	105.23	104.16	0.00	6.79	(0)	74	2.37	2.47
РЖД-04обл	10000.00	14/6/2007		6.59	100.25	100.45	100.33	2006600.00	5.63	19	-282	0.32	0.32
РЖД-05обл	10000.00	21/1/2009		6.67	100.15	100.25	100.15	2502749.00	6.69	(1)	104	1.73	1.74
РЖД-06обл	10000.00	10/11/2010		7.35	101.60	101.75	101.65	299972518.00	6.96	3	63	3.08	3.13
РЖД-07обл	5000.00	7/11/2012		7.55	102.65	102.75	102.71	115913263.00	7.09	(0)	89	4.39	4.50
РусАлФ-2в	5000.00	20/5/2007		8	0.00	100.40	100.12	0.00	7.61	(2)	-43	0.25	0.25
РусАлФ-3в	6000.00	21/9/2008		7.2	0.00	100.04	100.05	1000500.00	7.29	0	248	1.40	1.40
РуссНефть1	7000.00	10/12/2009		9.25	92.60	93.50	93.74	292637578.00	6.70	0	822	3.12	1.50
САНОС-02об	3000.00	10/11/2009		10	104.95	105.05	105.00	0.00	8.08	(1)	205	2.24	2.35
СевСталь-1	3000.00	28/6/2007		8.1	0.00	0.00	100.55	5024484.00	6.66	(17)	-168	0.35	0.35
СибТлк-4об	2000.00	5/7/2007		12.5	102.05	102.10	102.05	26047750.00	7.18	40	-109	0.37	0.37
СибТлк-5об	3000.00	25/4/2008		9.2	102.05	102.20	102.18	0.00	7.38	(1)	155	1.06	1.08
ПятерочФ 2	3000.00	14/12/2010		9.3	103.14	103.20	103.20	26826840.00	8.48	0	220	3.03	3.12
Менел 2об	5000.00	12/6/2013	16/6/2010	8.4	101.20	101.30	101.29	1012900.00	8.10	(1)	167	2.73	2.77
УралСвзИн4	3000.00	11/11/2007		9.99	102.00	102.50	102.00	16961864.00	7.18	7	-10	0.65	0.66
УралСвзИн5	2000.00	17/4/2008		9.19	102.00	102.20	102.20	20440000.00	7.32	2	143	1.04	1.06
ФСК ЕЭС-01	5000.00	18/12/2007		8.8	102.20	102.39	102.55	170868049.00	5.74	1	-116	0.78	0.80
ФСК ЕЭС-02	7000.00	22/6/2010		8.25	103.60	103.64	103.65	119197500.00	7.13	(0)	68	2.78	2.88
ФСК ЕЭС-03	7000.00	12/12/2008		7.1	100.50	100.60	100.61	144041292.00	6.85	5	146	1.62	1.63
ЦентрТел-4	5600.00	21/8/2009		13.8	0.00	0.00	114.20	0.00	7.66	(2)	165	1.96	2.24
ЦентрТел-5	3000.00	30/8/2011	2/9/2008	8.09	100.55	101.15	100.95	25242500.00	7.57	(4)	276	1.34	1.34
ЧТПЗ 01об	3000.00	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	0	8.36	14	218	1.64	0.14
ЮТК-3	3500.00	10/10/2009	9/10/2007	10.9	102.10	102.30	102.20	107199009.00	7.50	(10)	4	0.59	0.60
ЮТК-4	5000.00	9/12/2009		10	103.66	103.75	103.75	44633250.00	7.93	(24)	186	1.51	1.41
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	105.12	105.60	105.45	0.00	5.70	(1)	18	1.18	1.24
МГор31-об	5,000	20/5/2007		10	0.00	0.00	101.28	0.00	5.21	(1)	-282	0.25	0.25
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	106.92	107.36	107.26	0.00	5.87	(6)	44	1.62	1.73
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	112.22	112.35	112.32	0.00	6.46	(1)	20	3.10	3.10
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	109.86	109.95	109.86	233039008.00	6.65	(6)	28	5.31	5.84
МГор40-об	4,000	26/10/2007		0	0.00	0.00	103.26	0.00	5.34	(3)	-199	0.65	0.67
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	107.75	108.15	107.90	0.00	6.42	(0)	-6	2.86	3.08
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	0.00	0.00	101.90	0.00	6.17	(7)	-178	0.45	0.46
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	0.00	0.00	105.35	0.00	5.69	(7)	2	1.11	1.17
Мос.обл.3в	4000.00	19/8/2007		11	0.00	0.00	102.45	0.00	6.18	(1)	-170	0.46	0.47
Мос.обл.4в	9600.00	21/4/2009		11	109.30	109.40	109.35	109350.00	6.54	(24)	57	1.85	2.03
Мос.обл.5в	12000.00	30/3/2010		10	107.05	107.40	107.40	219543806.00	6.52	(0)	17	1.91	1.54
Мос.обл.6в	12000.00	19/4/2011		9	107.61	107.79	107.65	104629800.00	6.98	(19)	77	3.29	3.54

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

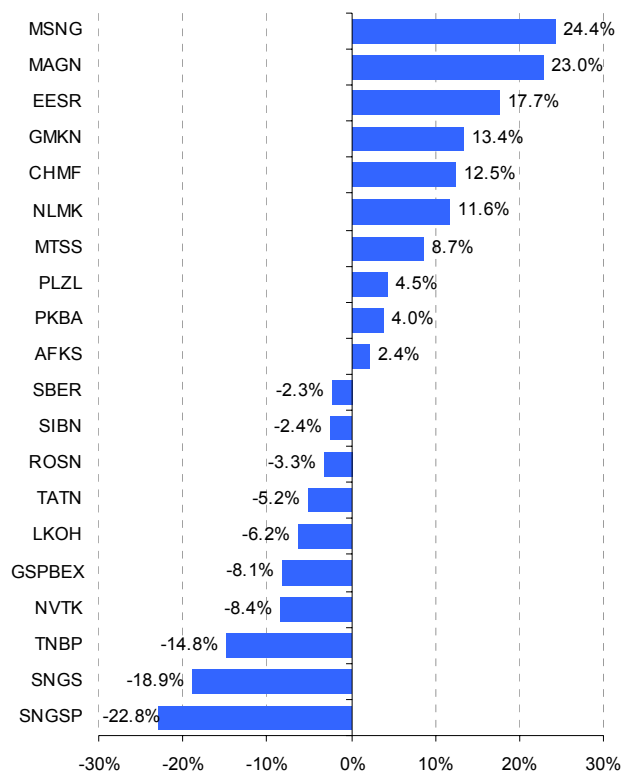
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

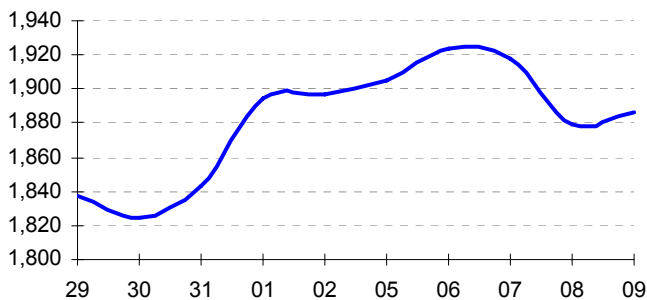
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



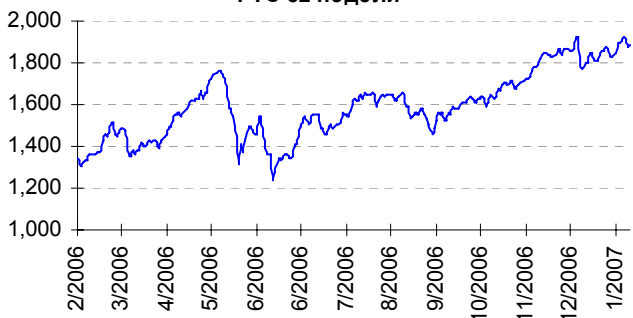
### 20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



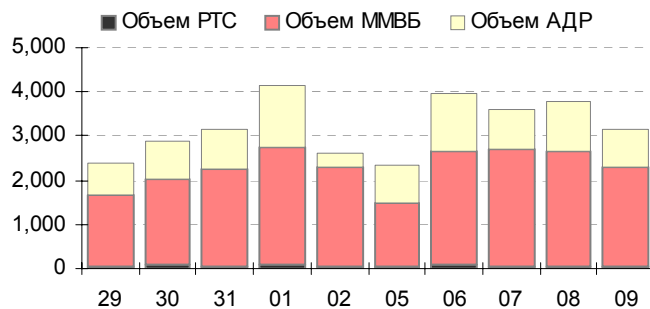
PTC за две недели



PTC 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

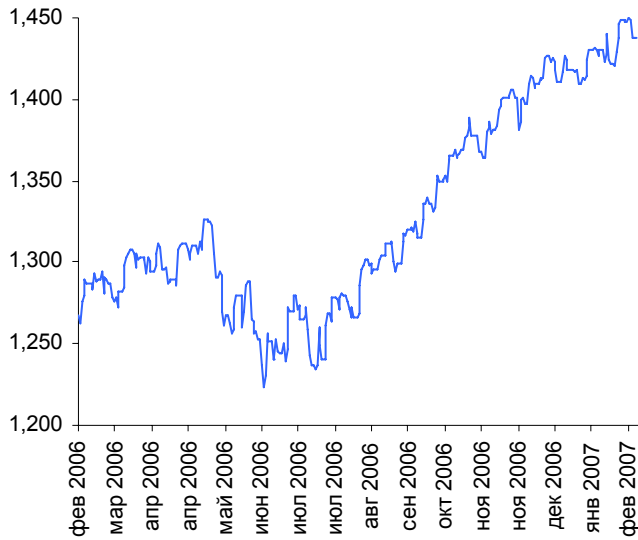


10 наиболее ликвидных акций PTC

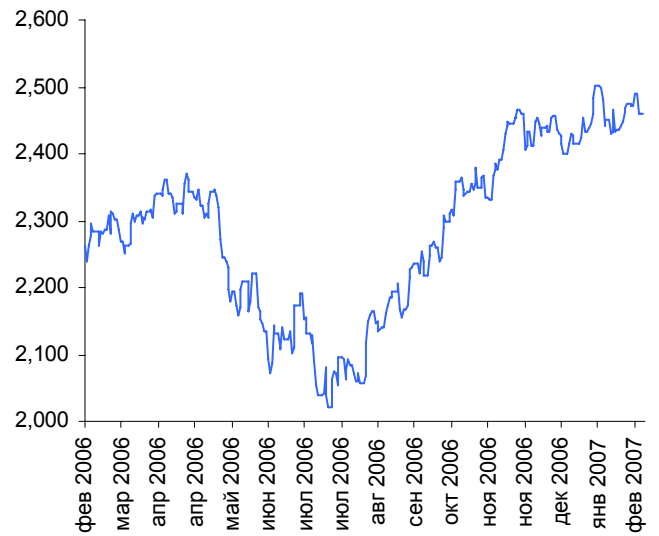
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-3.1	36
РАО ЕЭС России	7.1	110
ЛУКОЙЛ	0.7	30
ГМК Норильский никель	-0.3	26
Сбербанк РФ	-1.9	11
Транснефть, прив.	1.0	7
ОГК2	4.9	6
Сургутнефтегаз	-0.9	4
Роснефть	-2.4	3
МТС	-2.4	2

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

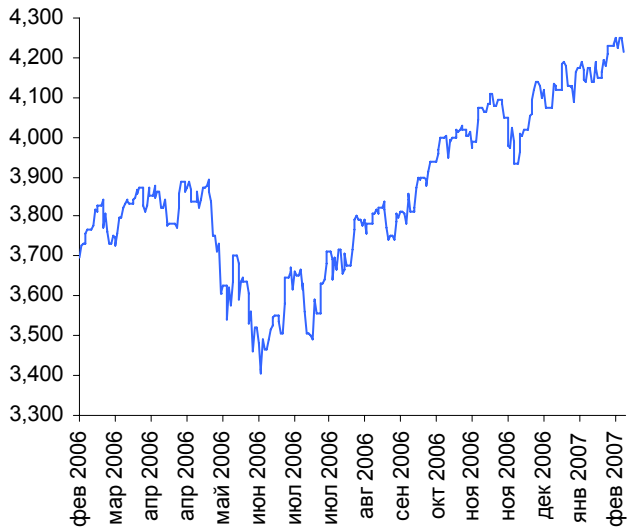
S&P 500



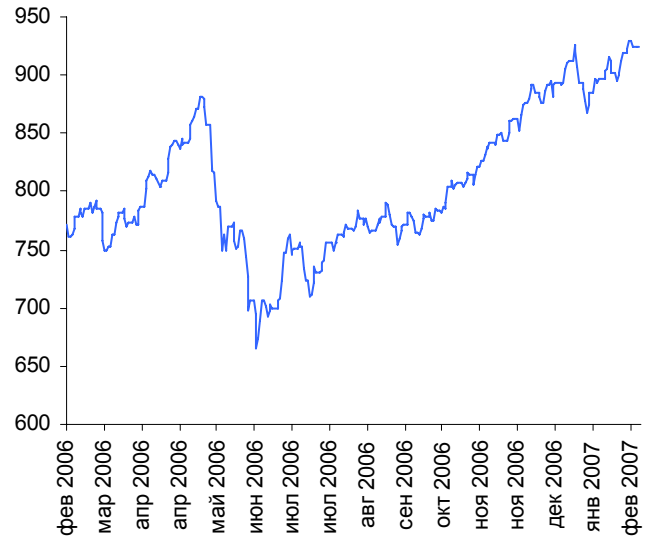
Nasdaq



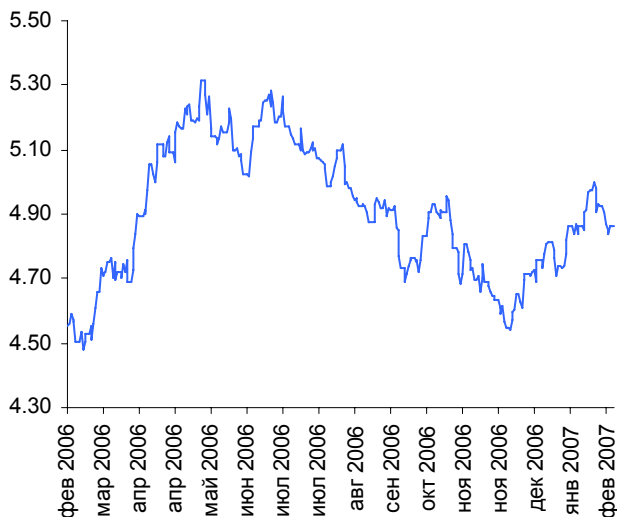
DJ Euro STOXX 50



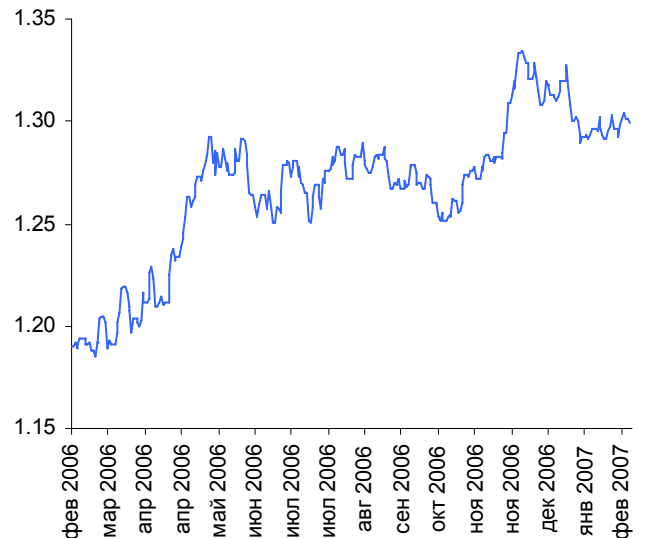
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## ЗАО "АТОН Брокер"

101000, Россия,  
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1  
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:  
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. ЗАО «АТОН Брокер» и (или) его 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**  
Zweigniederlassung Frankfurt am Main  
Steinweg 3  
60313 Frankfurt, Germany  
+49 (0) 69 24757 59-0  
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

Контакты:  
Мария Петридис  
petridis@aton.ru

Контакты:  
Мэтью Арнольд  
arnold@atonint.com

Контакты:  
Саша Штоер  
stoehr@atonint.com

## Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street  
Suite 2530  
New York, NY 10165  
NASDAQ/SIPC member  
+1 (212) 697-8099  
+1 (212) 697-6093, факс  
sales@AtonSecurities.com

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

### Аналитический отдел

atonres@aton.ru

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

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

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

**Металлургия**  
Крис Пирсон  
pearson@atonint.com  
+44 20 7464-8848

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

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

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

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

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

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

Дмитрий Зеленкин  
zelenkin@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3128

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

**Потребительский сектор**  
Одиль Ланж-Брусс  
odile@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3123

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

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

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