

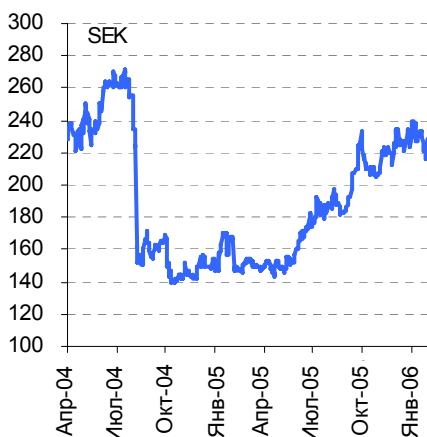
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
"Комстар-ОТС". Высокая оценка стоимости компенсируется наличием катализаторов роста	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

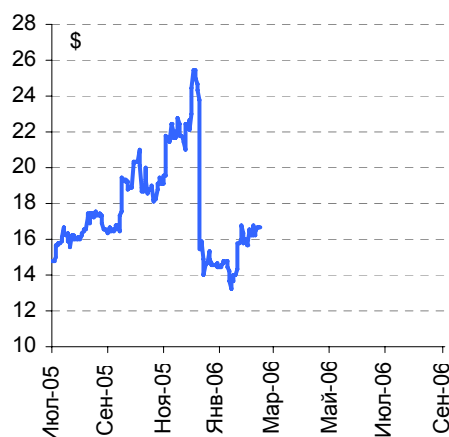
КОММЕНТАРИЙ

ORIFLAME И "ПЯТЕРОЧКА": ХОРОШИЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ДОЛЖНЫ ВЕРНУТЬ ДОВЕРИЕ ИНВЕСТОРОВ

Акции Oriflame восстанавливают позиции



Бумаги "Пятерочки" еще не оправились после сильного падения



Источник: Bloomberg

Компания Oriflame на минувшей неделе обнародовала удачные результаты IV квартала и всего 2005 года по МСФО. Особенно высоких показателей компания добилась в СНГ и странах Балтии, где выручка (в евро) повысилась на 15.7% по сравнению с предыдущим годом, а чистая прибыль – на 8%, существенно превысив прогнозы. Акции компании положительно отреагировали на эту новость, подорожав за один день на 10%. Теперь котировки фактически вернулись к тем уровням, которые отмечались до резкого падения, последовавшего за публикацией слабых результатов II квартала 2004 года. Интересно, что динамика котировок акций Oriflame достаточно точно копирует поведение акций еще одной компании потребительского сектора – "Пятерочка", которая долгое время была фаворитом инвесторов, но затем утратила привлекательность в глазах участников рынка.

Между Oriflame и "Пятерочкой" много общего. В обоих случаях инвесторов сначала привлекли грандиозные планы, обнародованные менеджментом этих компаний во время IPO. Однако впоследствии многие обещания руководства оказались невыполненными из-за сложной обстановки для ведения бизнеса и управленческих ошибок. Когда инвесторы начали "голосовать ногами", котировки акций упали больше чем на 40%. Смогут ли бумаги "Пятерочки" столь же быстро восстановить утраченные позиции, как это сделали акции Oriflame?

Детальный анализ операционных результатов "Пятерочки" вселяет оптимизм. Наиболее негативным моментом стало снижение сопоставимой выручки (с учетом количества торговых точек за предыдущий отчетный период) "Пятерочки" в Санкт-Петербурге и неспособность компании завершить поглощение, учтенное аналитиками в прогнозах. Последние данные (за январь) свидетельствует о том, что компания пока так и не сумела увеличить сопоставимую выручку в Санкт-Петербурге, снизившуюся на 5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Однако динамика этого показателя в московском регионе оказалась положительной – сопоставимая выручка увеличилась на 16% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года благодаря успешной реализации программы развития магазинов. В конце осени аналогичная программа началась и в Санкт-Петербурге. Это позволяет предположить, что компании, вероятнее всего, удастся переломить негативную динамику выручки в петербургских магазинах. В любом случае, прирост совокупной сопоставимой выручки в январе превысил наш прогноз, составив 5%, тогда как мы прогнозировали нулевой рост этого показателя в 2006 году. Учитывая постоянно открываемые компанией новые магазины, недавнюю покупку сети магазинов компании СРТ в Москве и вероятность аналогичных приобретений в будущем, мы полагаем, что показатели "Пятерочки" будут соответствовать нашим прогнозам или даже превзойдут их.

Компания характеризуется хорошей моделью бизнеса, поэтому в случае более четкого выполнения намеченных планов котировки ее акций должны

восстановиться. Мы по-прежнему верим в успех "Пятерочки", который основан на легкой масштабируемости бизнеса благодаря простоте и привлекательности формата продовольственных магазинов, ориентированных на быстрорастущий сегмент товаров низкого и среднего ценовых диапазонов. Этот год должен стать переломным для завоевания компанией утраченного доверия инвесторов. При этом следует отметить следующие факторы:

- 1) сопоставление производственных показателей 2006 года с показателями 2005 года будет особенно выгодным с учетом низкого исходного уровня 2005 года;
- 2) менеджмент недавно повысил целевые задачи экспансии на 2006 год; и
- 3) теперь появилась вероятность, что консенсус-прогноз в отношении этой компании окажется слишком консервативным.

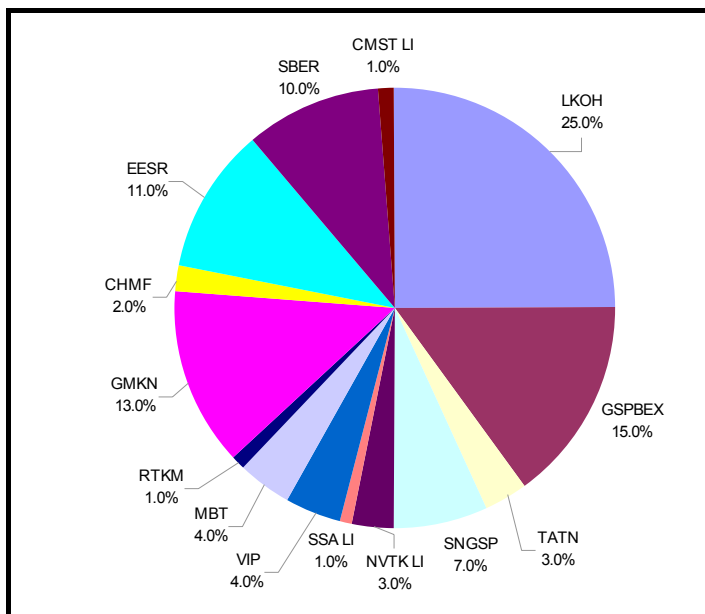
Более того, коэффициент P/E 2006П у "Пятерочки" составляет 16, что на 35% меньше по сравнению с аналогичным показателем "Седьмого континента", а прогнозируемая на конец 2006 года цена акций "Пятерочки" на основе DCF равна \$20.5, что на 23% выше текущих котировок. Учитывая все эти факторы, мы полагаем, что инвесторам, испытывающим нехватку привлекательных акций в переоцененном потребительском сегменте, пора забыть обиды и еще раз внимательно оценить потенциал "Пятерочки".

Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
13.02	<p>В ТПП РФ состоится конференция на тему "ВТО и потребительский рынок России"</p> <p>В Москве состоится презентация фьючерсных контрактов на еврооблигации и десятилетние облигации Москвы</p>		
14.02	<p>Акционеры ТГК-5 и присоединяемых компаний рассмотрят изменения в устав общества</p> <p>Росимущество проведет аукцион по продаже 24% акций ОАО "ВО "Зарубежцветмет"</p> <p>В Арбитражном суде Москвы возобновится слушание иска ФАС о недействительности торгов по Осиновскому нефтеносному участку (Саратовская область)</p> <p>Внеочередное собрание акционеров "Саратовнефтегаза"</p>	<p>Будут опубликованы данные о динамике объема розничных продаж за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.90% (предыдущее значение: 0.70%)</p> <p>Будут опубликованы данные о динамике объема корпоративных товарно-материальных запасов за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.50% (предыдущее значение: 0.50%)</p>	<p>Будут опубликованы данные о динамике ВВП стран евро-зоны за IV квартал 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.30% (предыдущее значение: 0.60%)</p> <p>Будет опубликовано значение индекса уверенности в экономике (ZEW) стран евро-зоны за февраль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 66.0 пункта (предыдущее значение: 66.1 пункта)</p>
15.02	<p>Международный Московский банк разместит второй облигационный заем на сумму 3 млрд. руб.</p> <p>Комиссия ФАС продолжит рассмотрение жалобы "Вымпелкома" к Государственной комиссии по радиочастотам</p> <p>Минфин РФ проведет аукционы по размещению ОФЗ-АД довыпуска 46017 на 8 млрд. руб., выпуска 46020 – на 8 млрд. руб. и ОФЗ-ПД довыпуска 25060 на 7 млрд. руб.</p> <p>Внеочередное собрание акционеров "Орскнефтеоргсинтеза"</p>	<p>Будет опубликовано значение Нью-Йоркского индекса промышленного производства Empire Manufacturing за февраль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 18.0 пункта (предыдущее значение: 20.1 пункта)</p> <p>Будут опубликованы данные об объеме чистых покупок американских ценных бумаг нерезидентами за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: \$80.0 млрд. (предыдущее значение: \$89.1 млрд.)</p> <p>Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.60%)</p> <p>Будут опубликованы данные о загруженности производственных мощностей за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 80.80% (предыдущее значение: 80.70%)</p>	
16.02	<p>Арбитражный апелляционный суд Москвы возобновит рассмотрение жалобы АФК "Система" на решение суда о ликвидации ТОО "ВАСТ"</p> <p>Акционеры "Сибнефтегаза" рассмотрят вопрос о получении от "Итеры" займа на сумму 1.74 млрд. руб.</p> <p>Внеочередное собрание акционеров "Оренбургнефтепродукта"</p>	<p>Будут опубликованы данные о динамике индекса импортных цен за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.00% (предыдущее значение: -0.20%)</p> <p>Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 12 февраля 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 285 тыс. (предыдущее значение: 277 тыс.)</p> <p>Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Philadelphia Fed. за февраль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 9.0 пункта (предыдущее значение: 3.3 пункта)</p>	
17.02	<p>Внеочередное собрание акционеров Новгородская энергосбытовой компании</p> <p>Внеочередное заочное собрание акционеров "ГМК "Норильский никель"</p>	<p>Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей за январь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.20% (предыдущее значение: 0.90%)</p> <p>Будет опубликовано значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за февраль 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 91.0 пункта (предыдущее значение: 91.2 пункта)</p>	<p>Будут опубликованы данные о динамике объема промышленного производства стран евро-зоны за декабрь 2005 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.00% (предыдущее значение: 1.30%)</p>

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля увеличилась на 3.57% на фоне роста индекса РТС на 4.37%. В роли лидеров роста выступили акции ПАО "ЕЭС России", подорожавшие на 16.3% после выступления Владимира Путина, в котором президент высказал поддержку реформам сектора.

Кроме того, уверенно чувствовали себя акции Татнефти, подорожавшие на 6.0% и бумаги Сбербанка, котировки которых повысились на 5.4%.

В роли аутсайдеров выступили акции сотовых операторов – МТС и "Вымпелкома", котировки которых снизились за неделю на 2.7% и 3.4% соответственно.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы увеличиваем долю акций "Газпрома", поскольку полагаем, что этот год будет удачным для газовой монополии, и инвесторы не обойдут этот факт вниманием. Мы также повышаем вес акций ПАО "ЕЭС России", учитывая высокие перспективы ускорения хода реформ сектора.

Мы включаем в портфель бумаги "Комстар-ОТС", поскольку высокая оценка компании по итогам недавнего IPO компенсируется наличием катализаторов роста (см. стр. 6).

Мы сокращаем долю акций МТС, поскольку считаем, что на фундаментальном уровне более привлекательно в настоящее время выглядят бумаги "Вымпелкома", а также вес акций ГМК "Норильский никель", продемонстрировавших существенный рост с начала года.

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю		Изменение за месяц		Изменение с начала года				
	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	
	3.57%	4.37%	-0.80%	8.63%	10.12%	-1.49%	24.41%	21.29%	3.11%

Рекомендуемый портфель

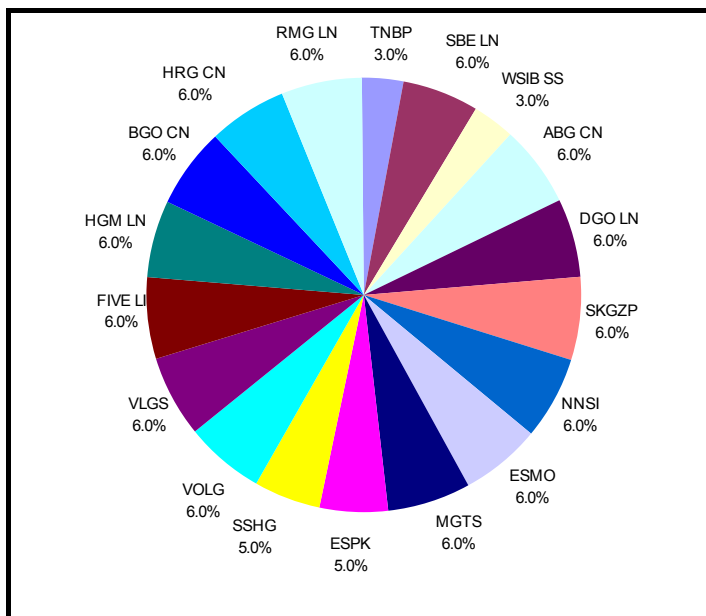
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 10/02, \$	Цена 3/02, \$	Изм. за период	Изм. с начала года		
Нефть и газ									
ЛУКОЙЛ	LKOH	15.42%	25.0%	25.0%	77.30	74.62	3.6%	29.9%	
Газпром	GSPBEX	0.00%	15.0%	13.0%	7.88	7.79	1.1%	16.6%	
Татнефть	TATN	4.30%	3.0%	3.0%	4.75	4.48	6.0%	45.3%	
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	4.97%	7.0%	7.0%	1.10	1.05	4.3%	23.2%	
НОВАТЭК	NVTCLI	0.00%	3.0%	3.0%	28.60	28.25	1.2%	30.6%	
Телекоммуникации									
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	1.0%	1.0%	24.50	24.50	0.0%	1.7%	
Вымпелком	VIP	0.00%	4.0%	4.0%	44.74	46.32	-3.4%	-0.3%	
МТС	MBT	0.00%	4.0%	5.0%	35.35	36.34	-2.7%	0.3%	
Ростелеком	RTKM	0.95%	1.0%	1.0%	2.36	2.32	1.7%	-0.2%	
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	1.0%	0.0%	7.20	7.19	0.1%	0.1%	
Металлургия									
ГМК Норильский никель	GMKN	10.38%	13.0%	19.0%	87.50	85.00	2.9%	33.4%	
Северсталь	CHMF	0.94%	2.0%	2.0%	12.30	12.18	1.0%	24.2%	
Прочие									
ПАО ЕЭС России	EESR	29.14%	4.76%	11.0%	7.0%	0.56	0.48	16.3%	32.4%
Сбербанк РФ	SBER	14.58%	10.0%	10.0%	1,560	1,480	5.4%	19.1%	
Всего			100%				3.6%	24.4%	

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	
Нефть и газ														
Газпром	8.14	4.8	3.1	3.1	11.4	7.1	6.9	16.9	9.8	9.6	15.0	8.1	8.0	МСФО
Газпром, ADS	81.37	5.2	3.4	3.4	12.3	7.7	7.5	18.4	10.7	10.5	16.3	8.8	8.7	МСФО
ЛУКОЙЛ	78.00	1.2	1.2	1.2	7.0	6.7	6.9	10.5	10.2	10.5	12.1	9.4	8.7	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.74	-0.4	-0.4	N.M.	-1.2	-1.3	N.M.	0.0	0.0	N.M.	0.0	0.0	N.M.	РСБУ
Сургутнефтегаз	1.29	3.0	2.7	2.9	8.0	8.6	8.7	13.1	14.3	14.3	11.7	11.1	10.6	РСБУ
Сибнефть	4.20	1.8	1.8	2.0	5.6	6.7	7.7	6.4	7.5	8.9	8.2	6.7	7.4	US GAAP
Татнефть	3.08	1.0	1.1	1.2	4.2	7.2	8.1	6.0	11.9	14.3	5.5	6.6	8.5	US GAAP
Транснефть	2261.98	2.4	2.1	2.0	4.7	4.1	4.0	6.4	5.6	5.4	5.1	4.1	4.0	МСФО
ТНК-ВР	3.12	2.0	1.9	1.9	5.8	6.5	6.9	8.2	9.3	10.1	6.9	7.1	8.1	US GAAP
НОВАТЭК	26.75	1.8	1.7	1.5	3.4	3.3	3.2	6.9	5.1	5.1	7.3	4.1	4.3	РСБУ
Burren Energy	16.70	5.9	5.1	5.2	7.3	6.3	6.5	10.7	8.6	9.1	10.0	7.7	7.6	UK GAAP
Dragon Oil	4.09	7.0	5.2	4.3	8.6	6.1	5.0	13.4	9.5	7.9	11.2	8.2	6.5	UK GAAP
Телекоммуникации														
МТС	47.90	3.2	2.9	2.7	6.3	5.5	5.1	12.4	10.9	9.1	6.4	5.7	5.3	US GAAP
АФК Система	25.40	2.1	1.8	1.6	4.8	3.9	3.6	15.8	12.3	11.5	5.4	4.3	N.M.	US GAAP
Вымпелком	61.00	3.5	3.0	2.7	7.2	5.9	5.4	15.3	12.1	10.7	7.7	6.5	5.4	US GAAP
Ростелеком	N.A.	1.2	1.2	1.3	3.3	4.1	4.3	9.4	12.1	13.2	3.9	4.1	4.5	МСФО
МГТС	24.41	3.2	2.7	2.3	7.6	6.3	5.5	12.9	10.5	8.6	7.5	6.7	5.8	US GAAP
Golden Telecom	37.00	1.5	1.3	1.2	4.9	4.4	4.1	12.8	12.4	11.2	6.4	5.9	5.6	US GAAP
РБК	N.A.	8.8	4.9	4.2	28.8	14.1	10.9	55.5	24.4	18.3	38.4	19.9	15.4	МСФО
ЮТК	0.15	2.2	2.3	2.0	8.3	8.1	6.8	N.M.	54.4	13.2	4.4	3.5	3.0	МСФО
Уралсвязьинформ	0.05	2.2	2.2	2.1	7.4	6.4	5.9	11.9	10.0	8.5	5.6	4.4	4.2	МСФО
ВолгаТелеком	4.95	2.1	1.9	1.8	6.3	5.1	4.6	9.0	6.8	5.6	4.7	3.7	3.3	МСФО
Сибирьтелеком	0.09	2.0	1.9	1.7	6.9	5.2	4.4	9.5	6.6	4.9	5.2	3.7	3.1	МСФО
С-З. Телеком	1.36	2.1	2.2	2.0	6.9	5.8	5.4	11.2	8.3	7.4	6.1	4.6	4.4	МСФО
Центртелеком	0.60	2.2	2.2	2.1	8.3	7.5	6.9	N.M.	N.M.	44.4	6.8	5.8	5.1	МСФО
Дальсвязь	4.17	1.5	1.5	1.3	7.1	5.1	4.3	15.0	7.6	5.3	7.5	4.3	3.4	МСФО
Башинформсвязь	0.21	2.8	2.5	2.4	8.0	7.2	6.7	14.2	13.6	12.4	9.0	8.0	7.3	РСБУ
Электрэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	1.3	1.1	N.M.	6.1	5.7	N.M.	20.2	17.9	N.M.	5.8	5.4	N.M.	МСФО
Мосэнерго	N.A.	1.5	1.4	N.M.	11.3	10.3	N.M.	50.8	40.6	N.M.	10.2	10.5	N.M.	МСФО
Костромская ГРЭС	0.29	3.8	3.3	2.9	14.3	13.5	12.1	26.1	23.4	19.9	16.6	15.8	14.5	РСБУ
Конаковская ГРЭС	1.00	2.4	2.0	N.M.	17.4	15.3	N.M.	26.6	21.9	N.M.	21.9	18.6	N.M.	РСБУ
ОГК-5	0.05	2.9	2.6	N.M.	31.6	31.1	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	33.0	33.0	N.M.	РСБУ
Металлургия														
ГМК Норильский никель	102.39	2.2	2.3	2.4	4.8	5.0	5.8	8.3	8.4	9.8	6.6	5.3	7.7	МСФО
Северсталь	11.93	1.0	1.1	1.0	3.5	4.9	4.2	5.5	8.7	7.1	4.2	5.2	5.5	МСФО
НЛМК	1.57	2.0	2.3	2.5	4.3	6.1	6.8	7.9	11.6	12.8	8.4	7.8	9.0	US GAAP
ММК	N.A.	1.4	1.6	N.M.	3.4	6.7	N.M.	5.6	11.8	N.M.	3.9	7.5	N.M.	МСФО
НТМК	1.62	1.0	1.2	N.M.	2.3	3.9	N.M.	3.9	7.0	N.M.	2.8	4.6	N.M.	МСФО
ЗСМК	151.14	0.5	0.6	N.M.	1.5	2.4	N.M.	3.0	5.0	N.M.	2.0	3.8	N.M.	МСФО
ВСМПО	N.A.	3.1	2.5	2.2	9.2	5.9	4.9	13.3	8.2	6.6	21.6	9.3	7.4	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	1044.02	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	39.3	22.5	17.5	4.6	3.8	3.2	МСФО
Пятерочка	20.51	1.6	1.1	0.8	13.9	9.6	7.3	20.9	15.1	11.9	15.9	11.4	8.5	МСФО
Седьмой континент	N.A.	2.1	1.3	1.0	20.0	13.3	11.4	34.9	24.1	21.0	18.2	13.7	12.5	МСФО
Efes Breweries	32.17	2.2	1.8	1.6	11.2	8.9	7.8	31.5	22.1	18.1	16.0	12.7	10.5	МСФО
Балтика	29.99	4.8	4.2	3.6	17.2	15.5	13.6	27.6	26.0	22.6	17.6	19.0	16.8	US GAAP
Лебедянский	75.20	3.2	2.5	2.2	10.9	9.5	9.0	20.5	16.0	13.9	21.7	16.3	13.6	МСФО
Вимм-Билль-Данн	19.51	0.9	0.8	0.8	12.7	10.1	8.7	52.1	28.2	20.9	13.5	10.2	8.8	US GAAP
Северсталь-Авто	21.61	0.8	0.7	0.6	5.5	4.5	4.2	13.1	9.9	9.0	5.5	4.9	3.9	МСФО
АвтоВАЗ	27.71	0.5	0.4	0.4	5.7	5.7	4.8	19.6	17.6	12.0	5.5	5.0	4.3	МСФО
Oriflame, €	27.00	2.2	2.0	1.8	13.7	12.4	11.3	18.6	17.4	16.0	25.4	15.1	13.9	US GAAP
Калина	38.53	1.5	1.3	1.7	9.0	7.8	9.8	15.9	13.6	15.4	53.0	16.4	15.9	МСФО
НПК Иркутт	N.A.	1.4	1.0	N.A.	6.1	4.6	N.A.	9.3	5.7	N.M.	8.1	16.4	N.M.	МСФО
ОМЗ	N.A.	0.7	0.7	N.A.	22.2	23.2	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	24.1	14.5	N.M.	US GAAP
Аптека 36.6	21.28	1.3	1.0	0.8	19.3	15.3	14.1	N.M.	56.0	46.7	93.3	40.0	31.1	МСФО

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" отстал от рынка, снизившись на 0.28% на фоне роста индекса РТС на 4.37%. Наибольшее снижение продемонстрировали акции золотодобывающих компаний Bema Gold и High River Gold, подешевевшие на 6.9% и 11.0% соответственно. Кроме того, неуверенно чувствовали себя акции Aravak Energy, Dragon Oil и привилегированные бумаги "Сахалинморнефтегаза".

Наилучшие результаты продемонстрировали акции Sibir Energy, котировки которых повысились за неделю на 10.5%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

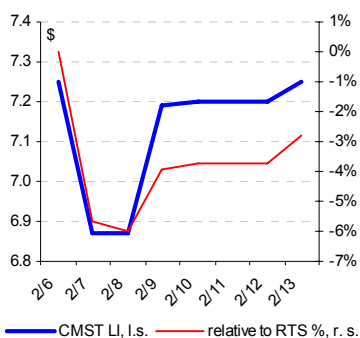
Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 10/02, \$	Цена 3/02, \$	Изм. за период
ТНК-BP	3.0%	3.0%	3.29	3.24	1.5%
Sibir Energy	6.0%	6.0%	8.30	7.51	10.5%
West Siberian	3.0%	3.0%	0.97	0.97	0.2%
Aravak Energy	6.0%	6.0%	2.38	2.40	-0.8%
Dragon Oil	6.0%	6.0%	3.82	4.06	-5.8%
Сахалинморнефтегаз, прив.	6.0%	6.0%	10.15	10.40	-2.4%
ВолгаТелеком	6.0%	6.0%	4.02	3.98	0.9%
Центртелеком	6.0%	6.0%	0.65	0.65	0.0%
МГТС	6.0%	6.0%	20.49	20.49	0.0%
Дальсвязь	5.0%	5.0%	2.85	2.87	-0.7%
Саяно-Шушенская ГЭС	5.0%	5.0%	0.74	0.74	1.0%
Волжская ГЭС	6.0%	6.0%	0.28	0.27	4.1%
Жигулевская ГЭС	6.0%	6.0%	0.17	0.17	0.0%
Пятерочка	6.0%	6.0%	16.71	16.25	2.8%
Highland Gold	6.0%	6.0%	5.49	5.34	2.8%
Bema Gold	6.0%	6.0%	3.88	4.17	-6.9%
High River Gold	6.0%	6.0%	1.52	1.70	-11.0%
Rambler	6.0%	6.0%	21.00	21.00	0.0%
Всего	100%				-0.3%

"Комстар-ОТС"

ВЫСОКАЯ ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПЕНСИРУЕТСЯ НАЛИЧИЕМ КАТАЛИЗАТОРОВ РОСТА

Тикер	CMST LI
Рекомендация	Держать
Цена, \$	7.2
Прогнозируемая цена (конец 2006), \$	7.1

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	
Рын. кап., \$ млн.	3,010
Чистый долг, \$ млн.	-896
EV, \$ млн.	3,016
Кол-во акций, млн.	418
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	35%
Кол-во акций на GDR	1:1
Дивиденды 2005Г, \$	0

US GAAP, \$ млн.	2005Г	2006Г	2007Г
Выручка	949	1,106	1,250
EBITDA	362	428	497
Чистая прибыль (скорректированная)*	174	199	251
Операционный денежный поток	286	345	403
Оценка стоимости			
EV/EBITDA	8.2	6.9	6.0
P/E	17.1	14.9	11.8
P/CF	10.4	8.6	7.4

Компания "Комстар-Объединенные Телесистемы" на прошлой неделе привлекала \$1 млрд. в результате IPO в Лондоне, в ходе которого было размещено 35% акций по цене \$7.25 за GDR. Таким образом, совокупная стоимость компании была оценена на уровне \$3 млрд. После внесения результатов размещения в нашу модель DCF мы начинаем аналитическое освещение "Комстар-ОТС" с рекомендации "Держать". Наша прогнозируемая цена на конец 2006 года (\$7.1) свидетельствует о том, что компания полностью оценена, а ее акции торгуются с высокими коэффициентами EV/EBITDA 2006Г на уровне 6.9 и P/E 2006Г на уровне 14.9. При этом мы отмечаем наличие катализаторов роста, частично компенсирующих высокий уровень оценки, включая запланированную региональную экспансию, потенциал повышения прогноза рентабельности EBITDA и возможный выкуп долей миноритариев в МГТС. Запланированное включение акций компании в индекс MSCI с 1 марта также будет положительным техническим фактором. Наша оценка "Комстар-ОТС" после IPO также привела к повышению прогнозируемой цены акций АФК "Система" на 6% до \$26.9 (рекомендация – "Покупать"), 15% которой теперь обеспечивает "Комстар-ОТС".

Хотя цена IPO "Комстар-ОТС" выглядит достаточно высокой, компании удалось закрыть книгу заявок в середине объявленного ценового диапазона и привлечь \$1 млрд., разместив 35% акций (в основном из допэмиссии) по цене \$7.25 за GDR. Объем размещения превысил первоначальный объем заявок в 1.7 раза (очень скромный результат по российским меркам), свидетельствуя о том, что покупатели были чувствительны к оценке стоимости. При рыночной капитализации в \$3 млрд. "Комстар-ОТС" займет четвертое место среди российских телекоммуникационных компаний после МТС, АФК "Система" и "Вымпелкома", а количество акций в свободном обращении на сумму \$1 млрд. гарантирует включение акций компании в индекс MSCI.

IPO "Комстар-ОТС" и информация о торгах: 35% акций торгуются в виде GDR

Тикер (London Stock Exchange)	CMST
Тикер (МФБ)	CMST
Ценовой диапазон IPO, \$/GDR	6.5-8
Цена IPO, \$/GDR	7.25
Кол-во размещенных GDR	146,500,000
	(включая 7,500,000 акций Ecu Guest Holding, на 99% принадлежащего АФК "Система" и на 1% – гендиректору "Системы" Владимиру Евтушенкову)
Доля размещенных акций	35%
Выручка в результате IPO, \$ млн.	1,062.125
	(включая выручку Ecu Guest Holding в размере \$54,375,000)
Выручка от IPO за вычетом комиссионных организаторам размещения, \$ млн.	976
Кол-во акций до IPO	279 млн.
Кол-во акций после IPO	418 млн.
Соотношение GDR и обыкновенных акций	1:1
Дата IPO	7 февраля, 2006

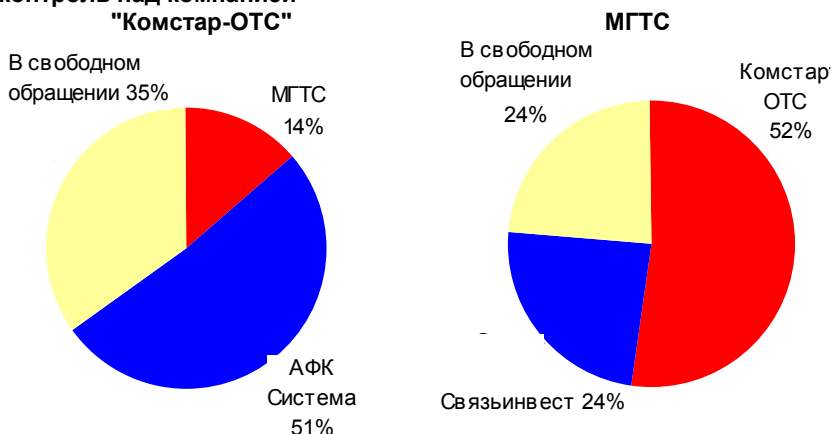
Источник: данные компании, оценки "Атона"

После включения результатов размещения в нашу ранее составленную модель DCF прогнозируемая цена акций "Комстар-ОТС" на конец 2006 года составила \$7.1 за GDR, не оставляя потенциала роста по сравнению с текущими ценовыми уровнями.

В то же время, мы рассматриваем региональную экспансию "Комстар-ОТС", потенциальное повышение прогноза рентабельности EBITDA консолидированной компании и возможный выкуп долей миноритариев МГТС в качестве вероятных катализаторов роста. Мы пока не включали фактор региональной экспансии в нашу модель, поскольку компания не обнародовала детальные стратегические планы развития в регионах, и оценить увеличение стоимости в результате регионального расширения в настоящее время не представляется возможным.

Что касается потенциального повышения прогноза рентабельности EBITDA в нашей модели, мы полагаем, что это будет возможно в результате эффекта синергии после консолидации МГТС и альтернативных операторов "Системы" под эгидой "Комстар-ОТС". Мы более точно оценим влияние этого эффекта после публикации финансовых результатов объединенной компании или прогнозов руководства. Говоря о влиянии повышения рентабельности на оценку стоимости, мы отмечаем, что увеличение рентабельности EBITDA 2006Г с текущих 39% до 45% (и стабилизация на уровне 45% в последующий период) приведет к повышению прогнозируемой цены на конец 2006 года на 13% до \$8.

Структура акционеров "Комстар-ОТС" после IPO: АФК "Система сохраняет контроль над компанией "Комстар-ОТС"



Источник: данные компании, оценки "Атона"

Еще одним потенциальным катализатором роста является возможный выкуп долей миноритариев МГТС, в результате чего прогнозируемая цена может увеличиться на 11%.

В том случае, если "Комстар-ОТС" сделает новое предложение о выкупе долей миноритариев МГТС по рыночным ценам, и все миноритарии, включая "Связьинвест", примут оферту, 14% акций в собственности МГТС перейдут в разряд казначейских акций. Их отмена приведет к сокращению количества акций с текущих 418 млн. до 378 млн. В свою очередь, это приведет к повышению прогнозируемой цены "Комстар-ОТС" до \$7.9 за GDR.

Структура акционеров "Комстар-ОТС" и оценка влияния на прогнозируемую стоимость

	После IPO		В случае выкупа долей миноритариев МГТС	
	Структура акционеров	Кол-во акций, млн.	Структура акционеров	Кол-во акций, млн.
МГТС (казначейские акции)	14%	59	0%	0
АФК "Система"	51%	213	61%	231
В свободном обращении	35%	147	39%	147
Всего		418		378
Прогнозируемая стоимость, конец 2006, \$ млн.		2,970		2,970
Прогнозируемая стоимость на GDR, \$		7.1		7.9

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы отмечаем, что только 3% миноритариев МГТС согласились продать свои акции до IPO по рыночным ценам, тогда как "Связьинвест" (контролирующий 24% акций) отклонил оферту. Учитывая столь низкий энтузиазм миноритариев, "Системе" не остается ничего иного, кроме предложения более привлекательных условий обмена/выкупа. В этом случае акции МГТС получают сильную поддержку.

В настоящий момент мы считаем акции "Комстар-ОТС" полностью оцененными. Однако мы отмечаем, что дополнительные катализаторы роста могут обеспечить существенное (на 15-20%) повышение прогнозируемой цены на конец 2006 года, составляющей в настоящий момент \$7.1 за GDR. Учитывая оценку "Комстар-ОТС", мы повышаем прогнозируемую цену акций АФК "Система" на конец 2006 года до \$26.9 и оставляем без изменений рекомендацию "Покупать" акции компании. Мы также повторяем рекомендацию "Покупать" акции МГТС, прогнозируемая цена обыкновенных и привилегированных акций на конец 2006 года – \$22.4 и \$18.3 соответственно.

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашени я	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные и муниципальные еврооблигации												
Алроса 08	\$500	B/Va3	6/5/2008	8.125	105.31	105.31	5.56	7.72	106	42	1.97	2.08
Алроса 14	\$300	B/Va3	17/11/2014	8.875	116.31	116.31	6.41	7.63	192	108	6.08	7.08
Альфа Банк 06	\$190	BB-/Ba2	13/4/2006	8.00	100.25	100.75	5.03	7.96	42	-28	0.17	0.17
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	101.25	101.75	6.18	7.64	163	99	0.94	0.95
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	101.13	101.13	7.22	7.66	280	217	2.11	2.13
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Va3/B-	9/12/2010	8.625	101.00	102.00	8.24	8.50	403	328	3.79	3.85
Банк Москвы 09	\$250	n.r./Baa1/BBB-	28/9/2009	8.000	104.75	104.75	6.51	7.64	208	148	3.01	3.15
Банк Москвы 10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	26/11/2010	7.375	104.37	105.25	6.20	7.04	185	114	3.91	4.10
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BB+	25/11/2015	7.500	102.00	102.00	7.00	7.35	273	198	3.87	3.95
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	102.75	102.75	7.16	8.27	273	210	1.99	2.04
Внешторгбанк 08	\$550	BBB-/A2	11/12/2008	8.875	103.15	103.65	5.56	6.65	106	45	2.50	2.58
Внешторгбанк 11	\$450	BBB-/A2	12/10/2011	7.500	107.35	108.35	5.85	6.95	150	71	4.47	4.82
Внешторгбанк 15/10	\$750	BB+/A3	4/2/2010	6.315	102.00	102.00	5.75	6.19	136	71	3.44	3.51
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB-/A2	2/7/1935	6.250	102.50	103.50	5.83	6.07	131	42	6.94	7.14
Вымпелком 09	\$450	BB-/B1	16/6/2009	10.000	108.25	109.25	7.02	9.20	260	200	2.77	3.02
Вымпелком 10	\$300	BB-/B1	11/2/2010	8.000	102.56	103.00	7.19	7.78	283	222	3.22	3.31
Вымпелком 11	\$300	BB-/B1	22/10/2011	8.375	104.63	104.88	7.34	7.99	305	227	4.35	4.55
Газпром 07	\$500	BB/Baa1/BB+	25/4/2007	9.125	104.38	104.63	5.22	8.73	71	0	1.10	1.15
Газпром 09	\$700	BB/Baa1/BB+	21/10/2009	10.50	115.25	115.75	5.78	9.09	132	72	2.99	3.45
Газпром 13	\$1750	BB/Baa1/BB+	1/3/2013	9.625	119.75	120.50	6.08	8.01	162	85	5.05	6.06
Газпром 13а	\$646	BB/Baa1/BB+	22/7/2013	5.625	99.13	99.63	5.83	5.66	88	72	2.89	2.88
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	106.50	106.87	5.78	6.75	129	49	4.56	4.86
Газпром 34	\$1200	BB/Baa1/BB+	28/4/2034	8.625	127.00	127.00	6.52	6.79	198	41	11.83	15.03
Газпромбанк 08	\$1050	BB-/Baa1	30/10/2008	7.250	103.88	103.88	5.69	6.98	119	58	2.38	2.47
Газпромбанк 15	\$1000	BB-/Baa1	23/9/2015	6.500	98.00	99.00	6.71	6.60	223	133	6.78	6.68
Евразхолдинг 06	\$175	B+/B1/BB-	25/9/2006	8.875	101.13	101.13	6.93	8.78	228	175	0.56	0.57
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	111.38	111.75	7.07	9.75	266	206	2.87	3.20
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	101.77	102.02	7.96	8.10	356	266	6.43	6.55
Зенит 06	\$125	B-/B1	12/6/2006	9.25	100.85	100.93	6.51	9.17	191	128	0.32	0.33
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	101.63	101.63	7.75	8.49	336	271	1.77	1.80
МДМ Банк 06	\$200	B/Ba2	23/9/2006	9.375	102.25	102.25	5.61	9.17	90	36	0.57	0.59
Мегафон 09	\$375	B+/B2	10/12/2009	8.00	103.06	103.06	7.07	7.76	269	208	3.19	3.28
ММК 08	\$300	BB-/Ba3	21/10/2008	8.000	102.25	103.25	6.86	7.79	242	180	2.32	2.38
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa3	30/6/2008	4.375	96.88	97.25	5.70	4.51	121	58	2.19	2.12
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	106.12	106.87	6.20	9.16	173	107	1.76	1.88
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	104.87	105.62	7.04	7.96	272	202	3.71	3.90
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	103.75	104.00	7.19	7.70	287	209	4.64	4.82
Никоил 07	\$150	n.r./B1	19/3/2007	9.000	102.00	102.16	7.01	8.99	255	187	1.00	1.02
НОМОС 07	\$125	n.r./Ba3	13/2/2007	9.125	101.98	102.22	6.93	8.94	243	178	0.90	0.92
Норникель 09	\$500	BB/Ba2	30/9/2009	7.125	103.00	103.50	6.11	6.90	167	107	3.06	3.16
Петрокоммерц 07	\$120	B/B1	9/2/2007	9.000	101.65	101.89	7.13	8.84	263	198	0.93	0.95
Промсвязь 10	\$200	B/B1	4/10/2010	8.500	100.13	100.38	8.43	8.48	419	349	3.62	3.63
ПСБ 08	\$300	n.r./Ba1/B+	29/7/2008	6.875	101.62	101.62	5.96	6.77	148	85	2.22	2.25
ПСБ 15/10	\$400	n.r./Ba2/B+	29/9/2010	6.200	99.25	99.25	6.39	6.25	208	135	3.83	3.80
РБР 08	\$170	BB+/Baa2	11/8/2008	6.500	101.63	101.63	5.79	6.40	130	68	2.18	2.22
Росбанк 09	\$225	n.r./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	104.75	104.75	7.11	9.31	275	212	1.70	1.79
Роснефть 06	\$150	B-/Baa2	20/11/2006	12.75	105.36	105.47	5.51	12.10	86	28	0.72	0.76
РСХБ 10	\$250	n.r./Baa1/BBB-	27/11/2010	6.875	101.45	101.70	6.49	6.77	216	144	3.94	4.00
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	102.00	102.37	6.77	8.66	233	163	1.07	1.09
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	101.00	102.00	6.81	7.68	238	169	1.45	1.48
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	101.50	102.00	7.24	7.99	282	218	1.91	1.95
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	99.10	99.35	7.70	7.56	342	272	3.72	3.69
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	102.27	102.52	8.26	8.67	405	330	3.80	3.89
Сбербанк 15/10	\$1000	n.r./A3	11/2/2010	6.230	100.65	101.65	5.90	6.16	152	87	3.35	3.39
Северсталь 09	\$325	B+/B1	24/2/2009	8.625	103.75	104.50	7.09	8.28	266	206	2.52	2.62
Северсталь 14	\$375	B+/B1	19/4/2014	9.250	109.25	109.25	7.70	8.47	327	248	5.58	6.10
Сибнефть 07	\$400	BB-/Ba3	13/2/2007	11.50	105.61	105.96	5.52	10.87	95	30	0.89	0.95
Сибнефть 09	\$500	BB-/Ba3	15/1/2009	10.75	112.39	113.39	5.89	9.52	141	80	2.49	2.81
Синек 15	\$250	n.r./Ba1/BB	3/8/2015	7.700	101.38	101.63	7.48	7.59	304	215	6.57	6.67
Система 08	\$350	B/B3/B+	14/4/2008	10.25	107.25	107.25	6.61	9.56	216	152	1.87	2.00
Система 11	\$350	B/B3/B+	28/1/2011	8.875	106.00	106.00	7.41	8.37	314	239	3.94	4.17
ТНК 07	\$700	BB/Ba2	6/11/2007	11.00	108.50	109.00	5.64	10.11	115	47	1.53	1.66
Уралсиб 06	\$140	B/n.r.	6/7/2006	8.875	101.09	101.19	5.96	8.77	130	72	0.39	0.39
Финанс 08	\$250	n.r./Ba2	12/12/2008	7.900	102.14	102.39	7.00	7.72	257	196	2.45	2.51
ХКФ 08	\$150	B-/Ba3	4/2/2008	9.125	101.50	102.00	8.15	8.97	378	313	1.76	1.79
ХКФ 08II	\$275	B-/Ba3	30/6/2008	8.625	101.12	101.12	8.09	8.53	372	309	2.08	2.10
Москва 06	€400	BBB-/Baa3	28/4/2006	10.95	101.37	101.87	3.19	10.78	64	64	0.21	0.21
Газпром 10	€1000	BB/Baa1/BB+	27/9/2010	7.80	113.99	114.29	4.35	6.83	122		3.87	4.42

Рынок внутреннего долга

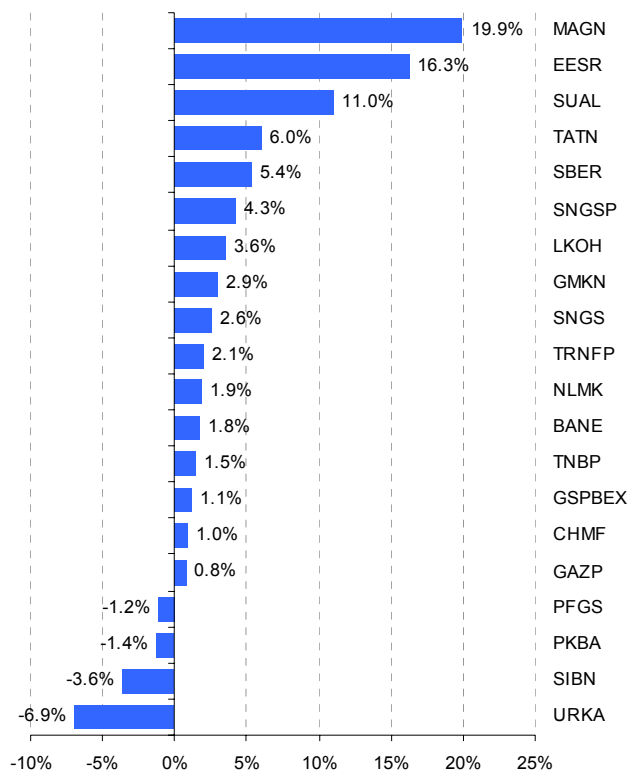
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	28/6/2006	9.70	100.65	100.70	100.70	35,339.43	7.82	(2)	2219	0.36	0.37
ВТБ-3	2,000	26/2/2006		15.50	-	-	100.43	-	0.84	(93)	8400	0.03	0.03
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	24/3/2006	5.60	-	-	100.00	75,214.50	5.49	0	7228	0.11	0.11
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	99.96	1,080,831.40	6.38	(1)	-263	1.13	1.13
Газпром-3	10,000	18/1/2007		8.00	101.70	102.00	101.50	-	6.53	(1)	-959	0.89	0.90
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	-	-	105.10	-	6.86	(0)	51	3.27	3.43
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.51	102.00	103.01	51,936.49	5.73	(53)	11	1.51	1.56
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.90	101.04	101.00	182,810.50	6.73	(1)	-11	3.06	3.09
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.10	101.15	101.15	17,181.70	8.61	(3)	312	3.61	3.65
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.90	101.98	101.99	90,046.34	6.13	(6)	37	1.62	1.66
НКНХ-3*	2,000	1/9/2007		9.50	-	-	100.25	-	7.89	(0)	260	0.74	0.74
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	102.60	102.80	102.59	-	8.11	(1)	335	2.04	2.10
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.80	102.50	102.00	-	6.66	(0)	86	1.65	1.69
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	105.10	105.30	105.10	23,128.26	6.90	3	46	3.20	3.36
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.01	100.18	100.18	620,122.00	6.54	(7)	102	1.25	1.25
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	-	-	100.00	-	6.78	0	130	2.63	2.63
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.40	101.45	101.44	585,621.58	7.11	(4)	87	3.90	3.95
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.41	102.60	102.38	269,348.30	7.22	(0)	-48	5.15	5.27
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.90	101.10	101.00	505.00	7.28	4	13	1.17	1.18
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	99.90	99.99	99.90	1.00	7.37	0	683	2.28	2.28
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	100.86	100.95	100.95	172,908.07	9.05	(15)	505	2.42	2.44
Сан Интербрю	2,500	15/8/2006		13.00	-	-	103.20	-	6.62	(3)	11	0.46	0.48
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.92	106.00	105.95	34,500.56	8.29	1	184	3.04	3.22
Северсталь*	3,000	28/6/2007		8.10	100.75	101.75	101.00	-	7.45	(0)	183	1.27	1.29
Сибглк-4	2,000	5/7/2007		12.50	106.15	106.50	106.35	10,842.70	7.75	(9)	216	1.27	1.35
Сибглк-5	3,000	25/4/2008		9.20	102.30	102.65	102.30	122.76	8.19	31	231	1.92	1.96
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	103.55	103.65	103.65	105,562.49	8.54	(1)	223	3.81	3.95
ТД МЕЧЕЛ*	3,000	12/6/2009	16/6/2006	11.75	101.38	101.64	101.50	10,150.00	7.34	(19)	2824	0.33	0.34
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	-	109.00	-	3.47	(4)	-1489	0.75	0.82
УрСИ-3	3,000	18/7/2006		14.25	102.96	103.20	102.96	1.03	7.28	29	1071	0.42	0.43
УрСИ-4	3,000	1/11/2007		9.99	103.92	104.17	103.95	20,828.61	7.63	(4)	197	1.53	1.59
УрСИ-5	2,000	17/4/2008		9.19	102.66	102.95	102.61	15,662.56	8.01	12	207	1.90	1.95
ФСК ЕЭС	5,000	18/12/2007		8.80	103.41	103.65	103.65	13,630.05	6.78	(6)	93	1.68	1.74
ФСК ЕЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	104.40	104.47	104.47	470,931.05	7.16	(0)	116	3.60	3.77
ФСК ЕЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	-	-	100.50	-	7.02	(0)	304	2.51	2.52
ЦТК-3	2,000	15/9/2006		12.35	102.66	102.87	102.53	-	8.03	(2)	277	0.54	0.56
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	-	-	116.50	-	8.48	(0)	185	2.69	3.13
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.30	102.54	102.35	37,670.96	8.55	21	446	2.05	2.10
ЮТК	1,500	14/9/2006		14.24	101.90	102.35	102.00	-	10.90	(2)	108	0.53	0.54
ЮТК-2	1,500	7/2/2007		10.50	100.05	100.14	100.05	50,331.75	10.72	5	167	0.92	0.92
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	14/4/2006	12.30	100.26	100.35	100.35	5,019.58	10.29	(3)	6577	0.16	0.16
Субфедеральные облигации													
МГор 32	4,000	25/5/2006		10.00	101.45	101.61	101.44	452.42	4.96	6	3812	0.28	0.28
МГор 35	4,000	18/6/2006		10.00	101.77	101.92	101.79	-	4.90	(4)	2519	0.34	0.35
МГор 37	4,000	23/9/2006		9.00	103.09	103.25	103.05	-	5.03	(2)	-666	0.59	0.61
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	108.43	108.90	108.43	271.08	4.99	(5)	-1193	0.80	0.86
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	102.95	105.40	105.40	-	5.69	(1)	-155	1.17	1.23
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	-	105.90	-	5.93	(1)	5	1.33	1.41
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	106.00	107.20	106.90	-	5.85	(1)	5	1.57	1.67
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	108.42	109.48	108.41	3,741.96	6.14	6	156	2.04	2.21
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	110.40	110.55	110.40	94,067.11	6.06	5	191	2.46	2.71
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	111.00	111.30	111.60	-	6.26	(0)	21	3.65	4.07
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	114.51	115.15	115.50	34,472.30	6.36	(19)	2	3.88	4.48
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	112.30	112.40	112.40	266,863.57	6.68	(2)	-52	5.97	6.70
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	-	-	107.00	-	6.20	(1)	41	1.34	1.43
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	112.75	112.84	112.80	564.00	6.69	(2)	-21	2.71	3.06

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

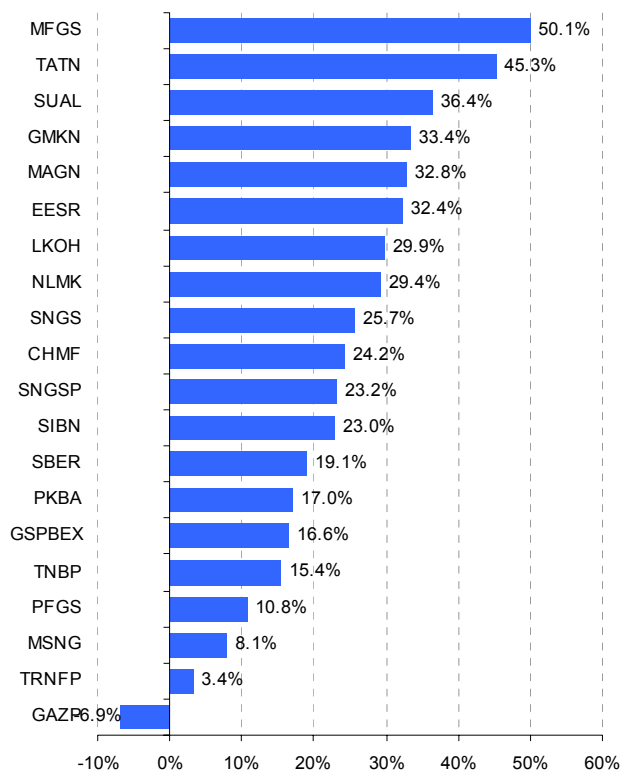
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

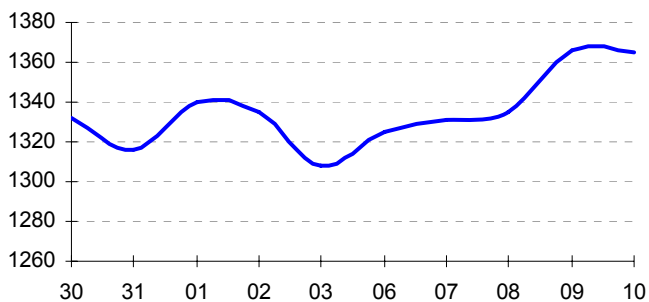
20 лидеров рынка – динамика за неделю



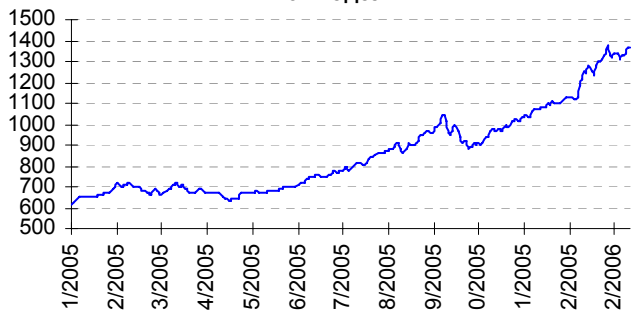
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



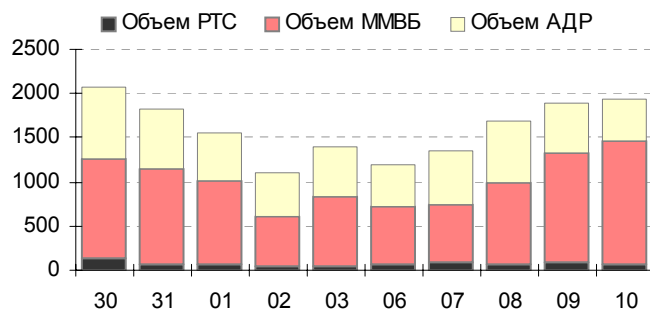
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

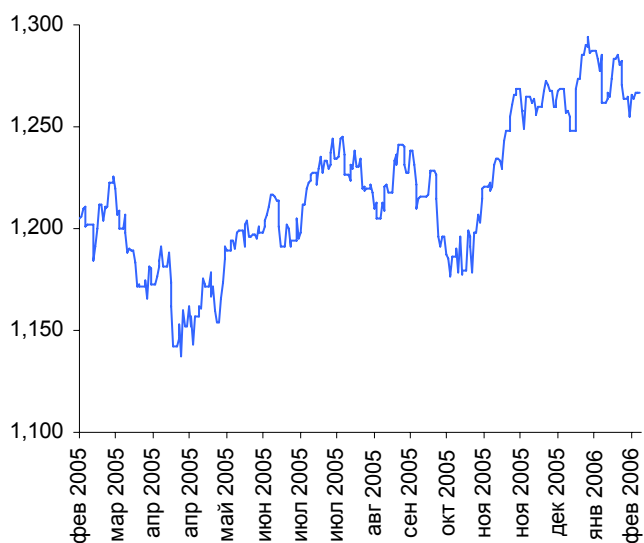


10 наиболее ликвидных акций РТС

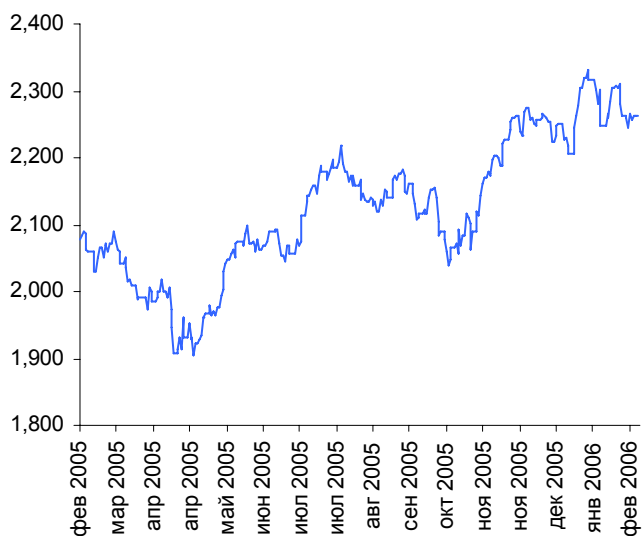
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	1.1	154.4
ЛУКОЙЛ	3.6	736.8
ТНК-ВР	1.5	38.8
Сургутнефтегаз	2.6	0.7
Сбербанк РФ	5.4	3.9
РАО ЕЭС России	16.3	10.2
Сибнефть	-3.6	81.1
ГМК Норильский никель	2.9	0.5
НЛМК	1.9	13.3
Татнефть	6.0	1.3

ОБЗОР МИРОВЫХ РЫНКОВ

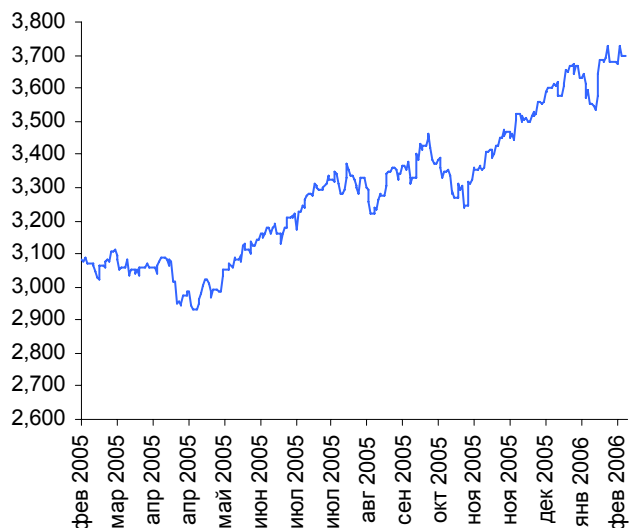
S&P 500



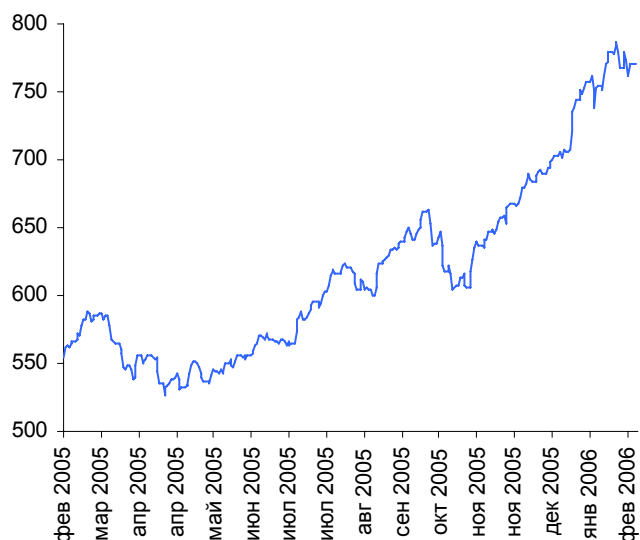
Nasdaq



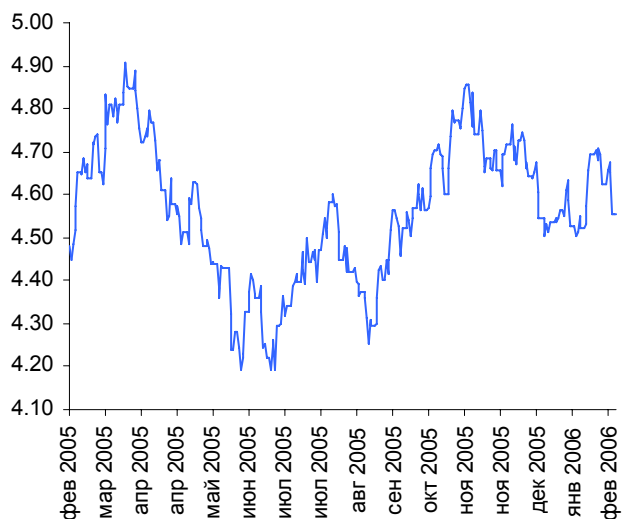
DJ Euro STOXX 50



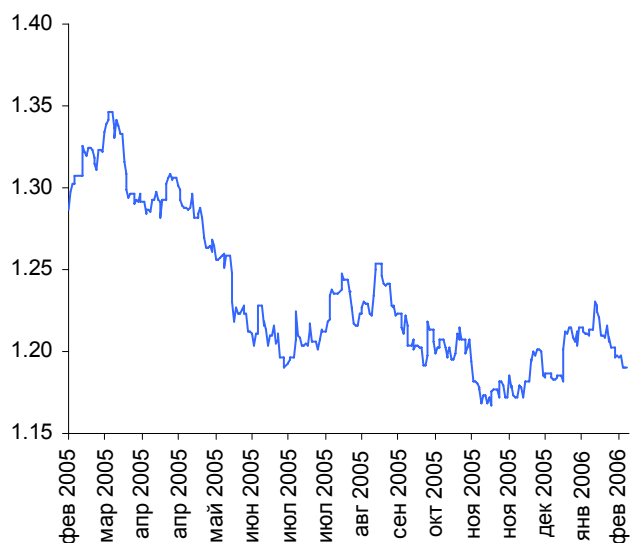
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

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

Трейдинг
Контакты:
Раян Додд
dodd@aton.ru
Алексей Примак
primak@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

Заявление аналитика

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

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставяемых компанией Aton LLC по акциям

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

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

Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

Компания Aton LLC и ее дочерние предприятия (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

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

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

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton International Ltd.

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

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

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

Контакты:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

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

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonscurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonscurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (495) 777-8832

Стратегия

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

Нефть/газ

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

Русскоязычная аналитика

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

Политика

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

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

Потребительский сектор/Промышленность

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

Долговой рынок

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

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

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

Алексей Ю

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

Телекомы

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

Металлургия

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

Мировые рынки

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

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

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

Энергетика

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