

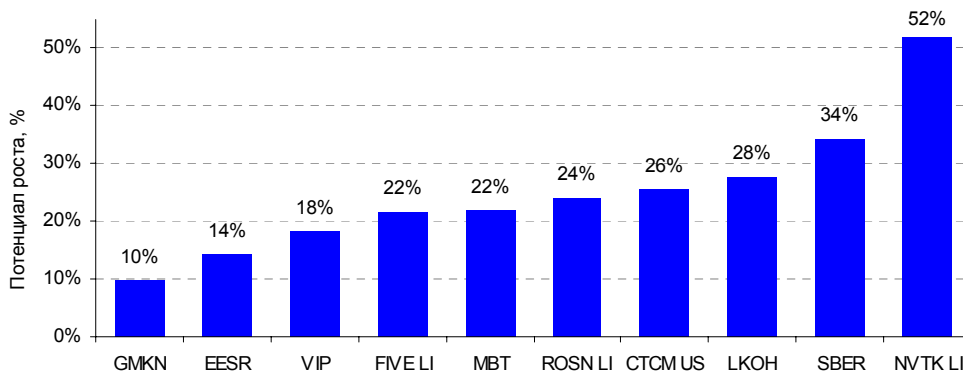
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
X5 Retail Group. Презентация новой стратегии развития подтвердила наше заключение об инвестиционной привлекательности компании	
Долговой рынок	9
Рынок акций	11
Мировые рынки	12

### КОММЕНТАРИЙ

#### "Голубые фишки": весенняя распродажа

10 наших фаворитов из числа "голубых фишек" обладают потенциалом роста в среднем на 25%



Источник: Bloomberg

**Российский рынок пережил чувствительную коррекцию за последние несколько недель; все проблемы пришли из-за рубежа.** Главный индикатор рынка – индекс РТС – потерял 7.6% с 26 февраля 2007 года, когда он достиг своего максимума в 1970 пунктов, при этом большинство "голубых фишек" подешевели на 5-10%. Виной всему стала нестабильность на мировых торговых площадках. В конце февраля инвесторов напугало крупнейшее за последние 10 лет падение китайского фондового рынка, вызванное слухами о том, что местные власти могут принять меры для охлаждения пыла фондовых спекулянтов. А на прошлой неделе панику вызвала информация о растущем числе дефолтов на рынке ипотечных кредитов в США, которое, по мнению игроков фондового рынка, потенциально может ударить по финансовому сектору и экономике страны в целом.

**Новые спады возможны.** Пока мы не видим оснований для паники, и не считаем, что речь идет о радикальной перемене тренда на развивающихся рынках. По данным Emerging Portfolio, за первую неделю марта отток средств из всех фондов, работающих на развивающихся рынках (Emerging Market Equity Funds), составил рекордные \$8.93 млрд., однако уже на прошлой неделе ситуация несколько стабилизировалась, и эти фонды потеряли всего \$245.3 млн.

Более того, экономики развивающихся стран и компании с развивающихся рынков в ближайшем будущем будут продолжать демонстрировать опережающие темпы роста. В то же время, следует отметить, что последние события в некоторой мере снизили аппетит инвесторов к рискованным активам, к которым традиционно относятся фондовые рынки развивающихся стран. Поэтому инвесторы должны быть готовы к высокой волатильности и временным спадам.

**Россия выглядит более защищенной по сравнению со многими развивающимися рынками.** В ожидании возможных новых колебаний особое значение приобретает выбор объектов для инвестиций и, мы полагаем, что Россия выглядит более защищенной, чем большинство развивающихся стран, благодаря сильным макроэкономическим показателям и поддержке рынка со стороны отечественных инвесторов. В частности, мы хотели бы отметить следующие основные факторы, которые, на наш взгляд, позволят российским компаниям демонстрировать опережающий рост на растущем рынке и меньше страдать от потенциальных спадов:

1) доходы российских несырьевых компаний зависят в основном от состояния внутренней экономики, которая продолжит расти высокими темпами (более 6%) в ближайшие годы. Это явное конкурентное преимущество по сравнению с такими странами как, например, Китай, чьи поставки потребительских товаров и услуг в основном ориентированы на экспорт, а значит – зависящими от экономических коллизий в странах-потребителях (США или Япония);

2) российская экономика в целом и отдельные компании с фундаментальной точки зрения мало зависят от внешних заимствований и инвестиций, которые могут стать одной из точек риска при массивном оттоке средств с мировых финансовых рынков.

ков и/или рынков развивающихся стран;

3) российские нефтегазовые компании защищены от волатильности на нефтяном рынке прогрессивной шкалой налогообложения, при этом, хотя падение цен на нефть не исключено, мы не ожидаем, что средняя цена в 2007 году упадет ниже уровня \$50-55/бпр. Более того, превышение этих уровней может стать приятным сюрпризом для инвесторов;

4) по нашим последним оценкам, доля российских инвесторов на фондовом рынке к настоящему моменту достигла 50%.

**Большинство российских бумаг выглядят привлекательно в результате последней коррекции, но важно проявить избирательный подход.** Большинство ликвидных акций в России, в том числе и те, что выглядели переоцененными еще две-три недели назад, теперь обладают потенциалом роста на 25-50% до наших прогнозируемых цен и торгуются с привлекательными коэффициентами оценки. Однако это не значит, что наступил момент покупать все подряд: идея правильного выбора как никогда актуальна в условиях возможной нестабильности на мировых рынках. **Ниже мы приводим 10 самых привлекательных бумаг на российском рынке из числа наиболее ликвидных.**

#### Акции российских компаний вновь выглядят привлекательными по итогам последней коррекции на рынке

	Рекомендация	Капитализация \$ млн.	Цена \$	Прогнозируемая цена \$	Потенциал роста/снижения %	Комментарий
ЛУКОЙЛ	Покупать	65,234	79.0	100.8	28%	Коэффициенты EV/EBITDA 2007 в размере 5.2X и P/E 2007 в размере 8.5 выглядят привлекательно по сравнению с российскими аналогами. Сильные результаты 2006 года, газовые проекты обеспечивают дополнительный потенциал роста.
Роснефть	Покупать	85,315	8.05	9.99	24%	Акции торгуются близко к уровням прошлогоднего IPO (\$7.55), хотя аукционы по продаже активов ЮКОСа не за горами
Сбербанк РФ	Покупать	68,540	3,465	4,653	34%	Наиболее ликвидный инструмент для инвестирования в быстрорастущий банковский сектор России, предположительно позитивные результаты допэмиссии позволят привлечь средства на развитие
РАО России	ЕЭС Покупать	52,497	1.23	1.40	14%	Итоги продажи ОГК-3 установили новые ориентиры оценки; акции РАО – главный бенефициар и наиболее ликвидный способ заработать на премиях, которые стратегические инвесторы готовы платить за энергоактивы
ГМК Норильский никель	Покупать	33,401	177	194	10%	Цены на никель на уровне \$25 000, заложенные в нашу модель, выглядят консервативными на текущих уровнях (средняя цена с начала года – \$40 000); их пересмотр в сторону повышения приведет к росту прогнозируемой цены
МТС	Покупать	20,914	52.5	64.0	22%	Высокие результаты III квартала; действия нового менеджмента выглядят обнадеживающе; ожидается улучшение финансовых и операционных показателей до конца 2006 года
Вымпелком	Покупать	18,055	88.0	104.0	18%	Превосходные результаты III квартала на рынках России и СНГ; конфликт Альфа-Telenor остается фактором риска
НОВАТЭК	Покупать	15,910	52.4	79.6	52%	Потенциал роста не полностью отражен в оценке; возможные инвесторы в лице итальянских компаний – ENI и Enel – могут придать новый импульс развитию компании
X5 Retail Group	Покупать	6,322	29.2	35.5	22%	Увеличивающаяся рыночная доля, амбициозная стратегия развития; получила значительные выгоды за счет слияния с "Перекрестком"
СТС Медиа	Покупать	3,825	24.1	30.3	26%	Один из крупнейших участников медиа-рынка с большими перспективами роста; появление нового инвестора в лице Access Industries поддерживает котировки

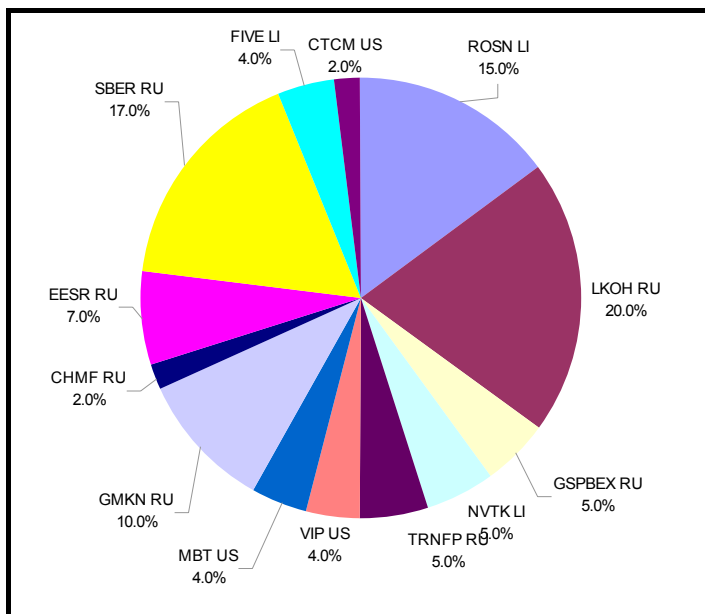
Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Юлия Бушуева  
bushueva@aton.ru

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
20.03	На ММВБ пройдет "круглый стол" на тему "Индикаторы российского денежного рынка"	Будут опубликованы значения показателей "ново строительство" и "разрешения на строительство" февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1450 тыс. и 1550 тыс. соответственно (предыдущие значения: 1408 тыс. и 1568 тыс.)	
	Акционеры Томской распределительной компании планируют рассмотреть вопрос о передаче исполнительных полномочий МРСК Сибири		
	Запланировано завершающее совещание по вопросу слияния "Совкомфлота" и "Новошип"		
	Комитет по стратегии и реформированию РАО "ЕЭС России" рассмотрит вопросы, связанные с проведением допэмиссий акций ОАО "ТГК-8", ОАО "ОГК-1", ОАО "ОГК-2" и ОАО "Кузбассэнерго (ТГК-12)		
21.03	В Москве начнет работу международный форум "Ресурсно-промышленный потенциал глобальных и нацпроектов. Россия, Азия. Африка"	Комитет ФРС по открытым рынкам примет решение о процентной ставке. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.25% (предыдущее значение: 5.25%)	
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "Роснефти" об отмене решения суда при ТПП о взыскании 11.233 млрд. руб. с "Юганскнефтегаза"		
	Рабочая группа СНГ обсудит в Москве предложения Украины по транзиту нефти		
	МТС опубликует финансовые результаты за 2006 год по US GAAP		
22.03	Акционеры "Северсталь-метиз" рассмотрят вопрос дивидендах по итогам 2006 года	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на март 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 323 тыс. (предыдущее значение: 318 тыс.)	Будет опубликовано значение торгового баланса стран евро-зоны за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€1.0 млрд. (предыдущее значение: €2.5 млрд.)
	Международная конференция "От проектного финансирования к IPO: практика привлечения инвестиций"		
	Состоится заседание объединенного комитета по Харьягинскому проекту		
	"Ситроникс" планирует сменить представителя в совете директоров "Ангстрема" на внеочередном собрании акционеров	Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.4% (предыдущее значение: 0.1%)	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий стран евро-зоны за январь 2007 год. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -1.0% (предыдущее значение: 2.8%)
23.03	Совет директоров ОГК-1 рассмотрит вопросы строительства Каширской ГРЭС и сделки с заинтересованностью	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за февраль 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 6.30 млрд. (предыдущее значение: 6.46 млн.)	Будет опубликовано значение счета текущих операций стран евро-зоны за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: €2.5 млрд. (предыдущее значение: €2.3 млрд.)
	Состоятся заседания совместных комитетов по проектам "Сахалин-1" и "Сахалин-2"		

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель несколько отстал от рынка, повысившись на 0.12% на фоне роста индекса РТС на 0.70%.

Впечатляющий рост котировок акций ПАО "ЕЭС России", повысившихся за неделю на 8.1%, был нивелирован снижением курсовой стоимости акций нефтегазовых компаний. Кроме того, негативные результаты продемонстрировали бумаги "Комстар-ОТС", Сбербанка и АФК "Система", котировки которых снизились на 2.7%, 2.8% и 5.2% соответственно.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы вносим ряд изменений в состав портфеля, отражая изменения весов различных акций в составе индекса РТС и присваивая более высокие веса нашим фаворитам из числа "голубых фишек" (см. стр. 1).

Мы также постарались устранить наблюдавшийся ранее дисбаланс, приводивший к некоторому "перекоосу" портфеля в сторону акций компаний несырьевых секторов экономики.

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	0.12%	0.70%	-0.59%	-2.12%	-3.99%	1.88%	-0.80%	-5.23%	4.43%

### Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 16/03, \$	Цена 9/03, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>							
Роснефть	7.61%	15.0%	13.0%	8.05	8.24	-2.3%	-14.8%
ЛУКОЙЛ	15.26%	20.0%	12.0%	79.00	80.00	-1.3%	-10.2%
Газпром	14.23%	5.0%	8.0%	9.76	10.11	-3.4%	-15.0%
НОВАТЭК	2.34%	5.0%	7.0%	52.40	53.20	-1.5%	-17.5%
Транснефть, прив.	1.91%	5.0%	5.0%	2,090.00	2,090.00	0.0%	-8.9%
<b>Телекоммуникации</b>							
Вымпелком	0.00%	4.0%	4.0%	88.02	87.69	0.4%	11.5%
МТС	5.00%	4.0%	4.0%	52.46	50.88	3.1%	4.5%
Комстар-ОТС	0.00%	0.0%	4.0%	8.51	8.75	-2.7%	1.3%
<b>Металлургия</b>							
ГМК Норильский никель	7.07%	10.0%	7.0%	177.30	172.00	3.1%	12.9%
Северсталь	1.13%	2.0%	2.0%	12.60	12.48	1.0%	12.5%
<b>Прочие</b>							
ПАО ЕЭС России	4.57%	7.0%	10.0%	1.23	1.13	8.1%	13.4%
Сбербанк РФ	13.72%	17.0%	16.0%	3,465.00	3,565.00	-2.8%	0.4%
Система	0.00%	0.0%	2.0%	27.00	28.48	-5.2%	-15.6%
X5 Retail Group	0.00%	4.0%	3.0%	29.20	28.55	2.3%	12.3%
СТС Медиа	0.00%	2.0%	3.0%	24.13	23.73	1.7%	0.5%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>				<b>0.1%</b>	<b>-0.8%</b>

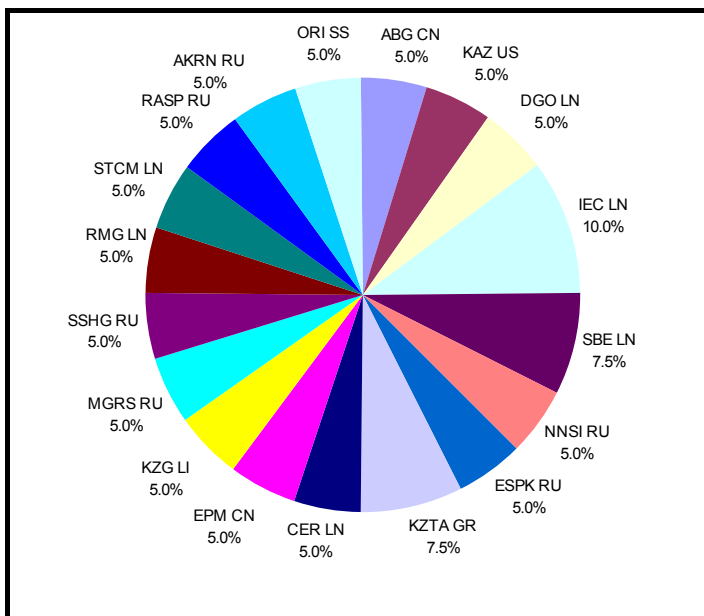
## Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

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	2.8	2.6	2.7	12.2	9.9	9.8	21.0	16.0	16.3	15.9	11.8	11.3	US GAAP
Газпром	12.3	3.4	3.1	3.0	8.0	7.4	7.5	11.2	10.8	10.9	11.1	10.1	8.8	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	2.1	2.2	2.3	5.0	5.5	5.6	10.9	13.0	13.8	7.5	7.9	8.2	РСБУ
Газпромнефть (Сибнефть)	4.74	0.9	0.9	1.0	3.3	3.7	4.2	4.8	5.5	6.5	4.9	4.2	4.7	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.46	1.1	1.2	1.3	4.6	4.6	5.0	6.8	7.0	7.7	10.9	5.3	5.4	US GAAP
Татнефть	5.60	0.8	0.8	1.0	4.1	4.2	5.1	7.5	7.9	10.0	5.9	5.5	5.9	US GAAP
Транснефть, прив.	3,330	1.7	1.5	1.4	3.1	2.7	2.6	5.4	4.9	4.9	3.9	3.5	3.4	МСФО
НОВАТЭК	79.6	8.8	7.2	5.8	17.9	14.7	12.1	27.6	22.2	18.2	24.3	19.4	16.2	МСФО
Agawak Energy	3.10	3.0	2.2	2.1	6.1	4.5	3.9	19.4	15.1	13.7	8.6	5.4	4.8	МСФО
Caspian Services	4.87	3.3	2.2	1.6	28.7	10.6	6.4	NEG.	27.6	14.2	N.M.	25.4	11.8	US GAAP
Dragon Oil	4.29	4.2	2.8	2.8	5.0	3.3	3.4	9.4	6.1	6.6	8.7	7.3	4.8	МСФО
KazMunaiGaz	13.2	1.8	2.0	2.4	2.9	3.3	4.6	11.9	13.9	19.7	9.3	10.7	14.5	МСФО
РИТЭК	7.21	1.4	1.5	1.6	4.9	5.7	6.3	8.7	10.6	12.6	6.3	6.8	7.1	US GAAP
Sibir Energy	10.3	2.8	2.9	3.1	16.5	7.8	6.3	28.6	11.9	11.0	N.M.	51.0	N.M.	UK GAAP
Urals Energy	9.11	6.7	4.5	3.5	28.2	11.6	7.3	N.M.	23.4	13.1	NEG.	22.8	11.2	МСФО
West Siberian Resources	1.01	3.4	2.6	2.3	8.3	5.5	5.2	18.2	12.6	14.4	19.1	7.1	6.4	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	64.0	3.7	3.1	2.8	7.4	6.0	5.6	14.8	10.9	9.8	8.1	6.8	6.2	US GAAP
Система	40.0	2.6	2.1	1.8	6.2	5.0	4.5	6.4	5.1	4.4	5.5	4.5	4.0	US GAAP
Вымпелком	104	4.2	3.3	2.9	8.2	6.4	5.8	20.7	13.8	12.3	9.3	6.9	6.1	US GAAP
Комстар-ОТС	9.90	3.1	2.4	2.1	8.1	6.1	5.4	19.2	9.4	7.8	13.2	7.0	6.1	US GAAP
Ростелеком	2.40	3.0	2.8	2.7	18.2	14.0	14.6	N.M.	38.5	37.5	26.8	17.3	16.6	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.2	1.8	1.5	8.0	6.6	5.4	21.3	17.4	14.8	10.7	9.0	7.3	US GAAP
РБК	12.2	6.1	4.7	3.8	20.6	14.7	11.3	47.9	33.0	23.1	37.7	23.1	17.2	МСФО
Rambler	59.0	21.7	11.0	6.3	N.M.	26.5	13.0	N.M.	32.5	16.6	N.M.	29.8	15.2	МСФО
Центртелеком	0.56	2.2	1.9	1.8	6.6	5.5	5.0	57.3	19.4	12.5	7.7	5.1	4.3	МСФО
Дальсвязь	4.49	1.7	1.5	1.4	5.5	4.3	3.8	15.4	9.5	7.5	9.5	6.2	5.0	МСФО
С-З. Телеком	1.43	2.6	2.2	2.1	7.6	6.2	5.7	23.9	16.7	15.1	9.5	6.8	6.0	МСФО
Сибирьтелеком	0.11	1.9	1.7	1.6	5.6	4.5	4.2	14.3	9.9	9.3	6.3	4.9	4.5	МСФО
ЮТК	0.14	2.2	1.8	1.7	6.7	4.9	4.3	NEG.	31.4	10.2	10.7	4.2	3.2	МСФО
Уралсвязьинформ	0.06	2.6	2.2	2.1	7.2	5.9	5.5	17.3	12.9	11.0	7.8	6.0	5.2	МСФО
Волга Телеком	6.09	2.4	1.9	1.8	6.2	4.6	4.3	16.1	9.9	9.1	7.1	5.0	4.5	МСФО
Kazakhtelecom	138	4.7	4.0	3.6	12.4	10.2	9.0	16.7	13.6	12.4	12.0	9.5	8.6	МСФО
Moscow CableCom	12.8	11.3	4.2	2.7	NEG.	26.7	9.7	NEG.	NEG.	41.7	NEG.	N.M.	14.8	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.4000	2.5	2.1	1.8	15.5	13.0	11.1	44.8	36.6	31.9	16.7	14.1	12.3	МСФО
ОГК 1	0.0850	4.7	3.9	3.3	33.5	29.2	17.7	N.M.	56.7	35.1	55.1	38.4	22.5	РСБУ
ОГК 2	0.1340	4.9	4.1	3.3	37.5	30.4	19.0	N.M.	N.M.	32.1	N.M.	N.M.	25.0	РСБУ
ОГК 3	0.1170	5.6	4.5	3.7	43.8	35.8	21.5	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	48.4	РСБУ
ОГК 4	0.0880	5.6	4.6	3.8	43.2	35.2	18.5	N.M.	N.M.	35.1	53.7	47.8	23.8	РСБУ
ОГК 5	0.1030	4.5	3.8	3.2	32.7	29.2	18.6	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	59.0	32.5	РСБУ
ТГК 1	0.0010	4.5	3.8	3.1	42.9	38.6	17.8	N.M.	N.M.	35.7	56.1	54.8	23.6	РСБУ
ТГК 2	0.0003	2.6	2.2	1.7	33.9	28.9	16.3	N.M.	N.M.	30.5	39.3	38.6	22.4	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.1900	2.5	2.2	1.7	27.0	20.2	12.4	N.M.	N.M.	21.0	33.0	28.3	19.9	РСБУ
ТГК 4	0.0003	2.2	1.9	1.6	26.7	23.0	15.6	N.M.	59.6	31.8	N.M.	N.M.	20.5	РСБУ
ТГК 5	0.0008	2.8	2.3	1.9	34.0	29.5	16.0	N.M.	N.M.	33.3	42.1	41.0	21.7	РСБУ
ТГК 6	0.0004	2.9	2.4	2.0	31.2	26.4	16.5	N.M.	N.M.	33.1	N.M.	N.M.	20.3	РСБУ
ТГК 8	0.0005	4.4	3.7	3.0	47.6	40.7	23.3	N.M.	N.M.	51.0	N.M.	NEG.	31.5	РСБУ
ТГК 9	0.0001	2.5	2.2	1.8	33.3	28.2	19.4	N.M.	N.M.	41.5	45.8	43.6	28.6	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	3.4900	4.8	4.2	2.8	32.8	33.2	12.5	58.0	N.M.	24.3	45.1	48.0	16.0	РСБУ
ТГК 13	N.A.	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	3.9	3.4	2.9	38.4	35.1	20.4	N.M.	N.M.	41.2	47.5	46.6	26.2	РСБУ
Волжская ГЭС	0.4600	15.2	14.5	9.7	50.8	52.9	20.6	N.M.	N.M.	34.5	58.8	N.M.	27.9	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.8000	12.8	11.9	9.2	25.1	23.3	15.7	59.1	53.6	29.4	29.3	28.4	19.9	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.8980	15.0	13.5	9.0	21.1	18.8	11.4	30.1	29.3	16.7	27.3	24.9	15.2	РСБУ
Зейская ГЭС	0.1840	10.1	8.7	8.0	34.5	26.3	23.7	N.M.	N.M.	54.4	41.1	31.6	28.5	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.3500	14.8	14.2	9.5	42.3	43.4	18.5	N.M.	N.M.	30.0	50.4	57.6	25.2	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0050	6.9	5.6	5.2	32.8	23.7	22.6	50.2	35.4	34.2	46.2	31.0	29.4	РСБУ
МГЭСК	0.0890	5.9	1.7	1.5	10.3	2.3	2.0	20.9	3.5	3.2	14.7	3.0	2.5	РСБУ
МОЭСК	0.1240	3.9	1.5	1.3	13.7	2.3	1.8	26.2	3.4	2.9	18.2	3.0	2.4	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.4	2.9	2.5	31.8	7.3	6.4	NEG.	12.5	11.4	43.1	8.7	7.4	РСБУ
Кубаньэнерго	33.200	3.7	2.3	2.1	22.0	5.9	5.2	N.M.	10.6	9.7	23.5	7.3	6.3	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.6	1.1	1.0	42.7	3.9	3.4	N.M.	5.9	5.4	45.0	5.1	4.2	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	3.3	1.8	1.6	30.6	5.4	4.7	N.M.	8.8	8.1	32.8	6.8	5.8	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	2.0	1.3	1.2	33.7	3.2	2.8	N.M.	5.5	5.0	27.6	4.3	3.7	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	2.1	1.4	1.3	11.8	4.4	3.8	29.6	7.4	6.8	16.4	5.8	5.0	РСБУ
Дагестанская РГК	0.0660	8.6	7.9	6.7	34.9	30.7	21.1	N.M.	55.8	35.2	44.4	40.2	28.4	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1400	9.1	8.3	6.9	39.2	35.0	21.8	N.M.	N.M.	34.5	50.1	46.6	29.8	РСБУ
Омская ЭГК	127.00	2.3	1.9	1.6	27.8	23.7	14.8	N.M.	N.M.	33.4	33.8	32.1	20.1	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	3.1	2.8	3.0	4.7	4.3	4.7	5.9	6.2	6.8	6.5	5.7	6.1	МСФО
Evraz Group	25.5	1.6	1.7	1.8	5.3	5.5	7.1	8.2	8.4	11.6	5.2	6.1	8.1	МСФО
Мечел	25.8	1.0	0.9	1.0	4.4	5.4	6.0	6.9	9.0	10.3	4.7	6.3	7.0	US GAAP
ММК	0.68	1.6	1.5	1.6	4.8	4.5	6.2	7.5	7.1	10.2	7.1	6.0	7.7	МСФО
НЛМК	2.27	2.4	2.5	2.7	5.5	5.8	6.5	9.9	10.4	12.1	11.0	7.8	8.9	US GAAP
Северсталь	13.9	1.5	1.5	1.6	5.4	5.1	5.7	11.1	9.5	11.2	6.6	5.7	6.2	МСФО
ВСМПО-Ависма	237	3.2	2.9	2.9	8.0	7.0	7.3	11.6	10.2	10.9	14.5	10.9	10.3	US GAAP
Kazakhmys	22.6	1.8	1.6	1.7	3.5	2.9	3.0	6.4	5.2	5.3	8.1	4.7	4.5	МСФО
Vera Gold	6.65	15.0	12.1	6.4	54.6	37.4	9.8	NEG.	N.M.	16.3	56.8	52.8	13.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	5.7	3.4	3.1	20.6	5.7	5.1	34.4	8.6	7.6	16.7	8.2	6.8	CA GAAP
European Minerals	1.24	N.A.	8.8	1.7	NEG.	15.4	2.5	NEG.	21.4	3.2	NEG.	31.3	4.2	CN GAAP
High River Gold	1.96	4.7	2.4	1.7	16.3	6.3	3.7	46.8	10.0	5.3	27.8	5.9	5.0	CN GAAP
KazakhGold	35.5	6.8	4.9	2.7	11.0	7.2	3.8	17.8	10.8	5.9	21.8	11.8	7.2	МСФО
Peter Hambro	19.7	13.1	11.3	4.7	25.4	23.9	8.1	46.8	43.8	12.1	39.7	38.6	19.2	UK GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	35.5	2.2	1.5	1.1	25.9	14.2	11.2	N.M.	28.9	20.9	19.9	10.6	8.5	МСФО
Седьмой континент	24.7	2.0	1.4	1.1	17.1	12.1	10.0	28.0	23.1	21.0	18.5	12.8	11.0	МСФО
Магнит	45.3	1.2	0.9	0.6	24.9	16.2	10.5	49.2	35.8	19.9	28.4	17.8	11.2	МСФО
Балтика	43.6	3.4	3.1	2.8	11.2	9.6	9.0	17.3	13.5	11.8	12.0	9.7	9.8	МСФО
Efes Breweries	32.0	1.1	0.9	0.6	6.7	4.9	3.2	25.7	13.4	6.9	6.0	3.9	2.9	МСФО
Калина	55.0	1.3	1.1	1.1	7.1	6.5	5.7	12.3	11.0	9.4	13.3	10.2	7.5	МСФО
Лебедянский	89.0	2.4	1.8	1.4	12.5	9.6	7.7	19.1	14.7	11.7	21.9	17.2	11.6	МСФО
Oriflame, €	38.8	2.0	1.8	1.6	12.5	11.8	10.6	17.4	14.6	12.9	13.1	13.3	11.0	МСФО
Вимм-Билль-Данн	69.5	1.8	1.3	1.1	14.3	9.2	7.5	32.2	18.3	13.8	21.8	15.0	10.2	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	39.7	1.1	0.8	0.6	9.7	7.3	4.8	23.7	14.1	8.6	10.2	6.6	4.3	МСФО
Акрон	34.5	1.4	1.3	1.2	6.1	4.8	5.2	12.4	8.5	9.5	7.5	5.9	5.9	МСФО
Дорогобуж	0.40	1.3	1.2	1.0	7.6	6.0	3.7	8.7	6.3	4.1	5.5	4.6	3.3	МСФО
Стерре Cement	6.35	9.8	5.3	3.5	20.7	9.9	6.1	31.2	13.3	8.6	29.5	13.4	8.2	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	4,653	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	24.0	16.7	13.1	6.2	2.8	2.4	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	24.9	19.8	16.0	5.5	2.4	2.1	МСФО

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

## "ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



## Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" в точности повторил динамику портфеля "голубых фишек", повысившись на 0.12% на фоне роста индекса РТС на 0.70%.

Как это обычно бывает в периоды нестабильной конъюнктуры рынка в целом, низколиквидные бумаги "второго эшелона" демонстрировали разнонаправленную динамику даже в пределах отдельных секторов. В частности, акции Eurasia Gold снизились за неделю на 7.6%, тогда как бумаги European Minerals продемонстрировали впечатляющий рост на 9.8%.

Среди энергетических компаний в роли лидеров повышения выступили акции Саяно-Шушенской ГЭС, котировки которых выросли на 7.4%, а в роли аутсайдеров – бумаги "Красноярскэнерго", подешевевшие за неделю на 12.5%..

## Изменения в портфеле

На этой неделе мы пересматриваем структуру портфеля, исключая ряд акций, рост котировок которых в последнее время не оставил потенциала роста до прогнозируемых цен на основе фундаментальных показателей. В частности, это относится к энергетическим компаниям – МОЭСК, ТГК-12 ("Кузбассэнерго") и "Красноярскэнерго". Кроме того, мы исключаем из состава портфеля акции Eurasia Gold.

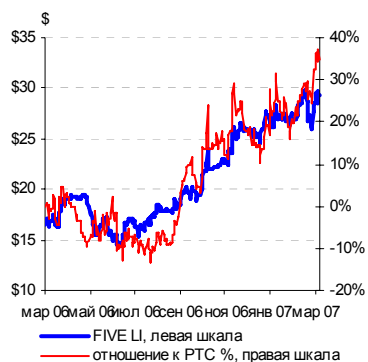
Взамен мы включаем в состав портфеля акции Celtic Resources, Oiflame, "Распадской" и "Акрона", обладающие достаточным потенциалом роста. Кроме того, мы пересматриваем веса отдельных бумаг независимых нефтедобывающих и телекоммуникационных компаний.

## Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 16/03, \$	Цена 9/03, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Arawak Energy	ABG CN	5.0%	2.18	2.12	2.8%	-6.4%
BMB Munai	KAZ US	5.0%	4.60	5.00	-8.0%	-7.1%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	3.34	3.34	0.0%	-1.2%
Imperial Energy	IEC LN	10.0%	22.58	24.49	-7.8%	81.2%
Sibir Energy	SBE LN	7.5%	8.12	8.26	-1.7%	-3.5%
ВолгаТелеком	NNSI RU	5.0%	5.87	5.85	0.3%	-3.0%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	3.90	3.85	1.3%	-6.3%
Kazakh Telecom	KZTA GR	7.5%	123.79	122.21	1.3%	20.3%
Eurasia Gold	EGX CN	0.0%	0.98	1.06	-7.6%	-32.9%
Celtic Resources	CER LN	5.0%	3.77	3.57	5.6%	13.6%
European Minerals	EPM CN	5.0%	1.01	0.92	9.8%	32.5%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	20.75	20.25	2.5%	1.2%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.08	0.08	-2.5%	5.3%
МОЭСК	MSRS RU	0.0%	0.13	0.13	-4.6%	14.7%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG RU	5.0%	1.45	1.35	7.4%	17.9%
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	KZBE RU	0.0%	3.15	3.20	-1.6%	12.5%
Красноярскэнерго	KRNG RU	0.0%	1.05	1.20	-12.5%	16.7%
Rambler	RMG LN	5.0%	47.75	45.56	4.8%	41.5%
Steppе Cement	STCM LN	5.0%	5.47	5.09	7.3%	21.4%
Распадская	RASP RU	5.0%	2.10	2.02	4.0%	13.8%
Акрон	AKRN RU	5.0%	25.20	25.20	0.0%	-13.1%
Oiflame	ORI SS	5.0%	38.93	36.98	5.3%	-5.5%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>0.1%</b>	<b>13.0%</b>

**КОМПАНИИ**
**X5 RETAIL GROUP**

Тикер	FIVE LI
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	29.2
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	35.5
Потенциал роста/снижения	22%

**Динамика котировок акций**


<b>Капитализация и данные об акциях</b>	
Рын. кап., \$ млн.	6,322
Чистый долг 2006П, \$ млн.	1,207
EV, \$ млн.	7,529
Кол-во акций, млн.	217
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	25%
Кол-во акций на ADR	0.25
Дивиденды 2006П, \$	N.A.
Дивидендная доходность	-

<b>МСФО, \$ млн.</b>	<b>2006П</b>	<b>2007П</b>	<b>2008П</b>
Выручка	3,448	5,136	6,643
ЕБИТДА	291	532	674
Чистая прибыль (скорректированная)*	88	219	302
Операционный денежный поток	317	594	743
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/ЕБИТДА	25.9	14.2	11.2
P/E	N.M.	28.9	20.9
P/CF	19.9	10.6	8.5

## Презентация новой стратегии развития подтвердила наше заключение об инвестиционной привлекательности компании

Долгожданная презентация X5 Retail Group о стратегии развития компании, представленная недавно назначенным главным операционным директором Антонио Мелло (Antonio Mello) подкрепило нашу уверенность в том, что магазины X5 Retail Group различных форматов способны продемонстрировать уверенный рост сопоставимой (LFL) выручки и рентабельности. С другой стороны, нас несколько разочаровало отсутствие детальной информации, поскольку руководство представило ограниченный прогноз финансовых результатов. Мы включили в нашу модель запланированное развитие сегмента гипермаркетов, но оставили наши основные предположения консервативными, например, предположения об уровне рентабельности, необходимом размере капиталовложений на один магазин, и о цене приобретения сети "Карусель". Наша рекомендация "Покупать" акции компании остается без изменений, прогнозируемая цена на конец 2007 года – \$35.5.

### Прогноз выручки значительно повысился благодаря развитию гипермаркетов.

X5 Retail Group планирует открыть около 100 гипермаркетов в ближайшие 5-7 лет, 70 из которых должны быть открыты самой компанией, а 25-30 интегрированы в результате приобретения сети "Карусель". Компания уже получила 20 участков земли под строительство гипермаркетов, и в настоящее время продолжаются переговоры о приобретении еще 60 участков, что свидетельствует о высокой вероятности выполнения этих планов. Наша новая модель подразумевает, что среднегодовые темпы роста выручки в ближайшие пять лет составит 35%, а не 25%, как ожидалось ранее, то есть мы ожидаем значительного ускорения темпов роста. Первый гипермаркет компании должен открыться в этом году, но мы ожидаем, что его влияние на прибыль 2007 года будет минимальным. Мы повысили наши прогнозы EPS с 2009 года примерно на 11%. Следует отметить, что X5 Retail Group также планирует выход на украинский рынок в ближайшем будущем. Однако мы не стали включать эти планы в наши прогнозы, пока не появится более подробная информация.

**Убедительная модель дисконтных гипермаркетов.** Российские гипермаркеты (принадлежащие как X5 Retail Group, так и "Седьмому Континенту" и "Магниту"), по прогнозам, должны иметь торговую площадь от 5000 до 10000 кв. м, то есть будут меньше, чем типичный гипермаркет во Франции (10000 кв. м). Однако гипермаркеты X5 Retail Group (которые будут работать под брэндом "Франк") будут позиционироваться как дисконтные магазины, в соответствии с философией французских гипермаркетов. Мы считаем, что, несмотря на такой подход, компания может добиться приемлемого уровня рентабельности за счет значительного увеличения выручки группы. Следует отметить, что объемы закупки товаров группой через пять лет могут превысить объем 2006 года почти в 4 раза (даже при условии включения "Карусели" в объемы закупок X5 Retail Group в настоящее время).

**Потенциал повышения сопоставимой выручки и повышения рентабельности дисконтных магазинов и супермаркетов.** Новый главный операционный директор в своей презентации подчеркнул два важных, по нашему мнению, момента. Во-первых, как дисконтные магазины (сеть "Пятерочка"), так и супермаркеты ("Перекресток") будут уделять большее внимание свежим продуктам. Мы считаем, что эффективное включение свежих продуктов в ассортимент является ключевым фактором формирования лояльности покупателей магазинам определенных форматов, увеличения частоты посещения и высоких темпов роста сопоставимой выручки. Во-вторых, в презентации было уделено внимание увеличению доли централизованной логистики. Широкомасштабное развитие собственной логистики (площадь складских помещений группы должна вырасти с 69 000 кв. м в настоящее время до 650 000 кв. м к 2011 году) должно поддерживать уровень валовой рентабельности. Действительно, наличие собственной логистики позволяет розничным сетям добиваться более выгодных условий закупки товаров у поставщиков. Валовая рентабельность также должна выиграть от увеличения выручки от продажи свежих продуктов, а повышение эффективности собственной доставки продуктов должно стать определяющим фактором успеха этой стратегии.

**При отсутствии прогнозов компании наши предположения о развитии гипермаркетов являются относительно консервативными.** Хотя отсутствие финансовых прогнозов компании нас несколько разочаровало, следует отметить, что прогнозы других сетей о будущей рентабельности и выручке на кв. м торговой площади также весьма ограничены. Это вполне понятно, учитывая, что рынок розничной торговли продуктами питания не достиг зрелой фазы развития, и что предпочтения покупателей продолжают изменяться по мере роста доходов. В наши прогнозы заложена выручка на кв. м торговой площади в размере \$7000-8000 в 2008 году, что в целом соответ-

ует уровню других гипермаркетов (O'Key, "Карусель", "Лента"), хотя мы отмечаем, что показатели магазинов Auchan и "Мосмарт" в 2005 году приближались к отметке \$11000 на кв. м. Мы прогнозируем, что рентабельность EBITDA составит около 7%, для сравнения отметим, что рентабельность EBITDA сети "Карусель" в 2005 году составляла 9.3%.

Наконец, мы прогнозируем, что капиталовложения на один гипермаркет составят \$25 млн., включая стоимость недвижимости, что значительно выше, чем запланированные сетью "Магнит" \$13 млн. на один магазин.

**Риск того, что группа заплатит слишком много за сеть "Карусель", по нашему мнению, является ограниченным.** Хотя коэффициенты для определения цены сети "Карусель" не разглашались, по словам менеджмента, они уже установлены и зафиксированы. Поэтому мы считаем риск того, что X5 Retail Group заплатит слишком высокую цену за "Карусель", является ограниченным. Кроме того, как ожидается, X5 Retail Group должна привлечь капитал для финансирования приобретения (как подтвердил вчера менеджмент компании). Так как существующие акционеры "Карусели" владеют 20% акций X5 Retail Group, если цена, уплаченная за "Карусель", окажется завышенной, котировки акций X5 Retail Group могут упасть, поэтому размывание стоимости X5 Retail Group будет нежелательным для учредителей "Карусели" в качестве акционеров X5 Retail Group. Для оценки "Карусели" мы использовали текущий коэффициент EV/EBITDA 2008П X5 Retail Group, составляющий около 10.5, что подразумевает стоимость торговой сети на уровне \$1.3 млрд.

**Потенциальный риск регулирования рынка может ограничить возможности роста.** Судя по всему, российские государственные органы намерены регулировать рынок розничной торговли. Проект антимонопольного закона в этой сфере, как ожидается, должен быть представлен правительству 1 июля. Одной из возможных мер, по сообщениям СМИ, является понижение максимально допустимой доли рынка в отдельных федеральных округах с 35% до 5-10%. Учитывая, что X5 Retail Group контролирует значительную часть рынка в Центральном и Северо-Западном округах, такие меры теоретически могут представлять угрозу потенциалу роста группы. Однако пока еще слишком рано делать негативные выводы: насколько мы понимаем, основной целью правительства является защита российских поставщиков, и эта цель может быть достигнута без таких крайних мер.

**Мы считаем, что увеличения капитала на \$500 млн. должно хватить.** Повышение на \$500 млн. в 2009 году позволит сохранить соотношение заемных средств к собственному капиталу на уровне ниже 100%, а коэффициент чистый долг/EBITDA – на уровне 2.7-2.8, что компания считает вполне приемлемым. Это также приведет к размыванию EPS в 2009 году примерно на 4%.

Одиль Ланж-Брусси  
odile@aton.ru

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

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Galery 13	\$175	B-/Caa1	15/5/2013	10.125	100.00	101.00	9.93	10.07	110.66	30	2.47	2.49
TNK-BP 12	\$500	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2012	6.125	99.60	99.95	6.18	6.14	200.98	118	4.15	4.14
TNK-BP 17	\$800	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2017	6.625	99.00	99.50	6.74	6.68	222.31	111	7.06	7.00
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	99.50	100.50	8.75	8.75	434.84	297	1.72	1.72
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	102.25	102.75	5.82	7.93	111.74	-109	1.03	1.05
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	115.15	115.65	6.31	7.69	187.97	97	5.43	6.27
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	100.50	101.00	7.12	7.69	249.06	43	1.16	1.17
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	99.95	100.70	8.52	8.60	431.01	372	2.97	2.98
АльфаБанк 09	\$400	n.r./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	100.35	100.85	7.60	7.83	321.36	235	2.15	2.16
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	104.65	105.30	5.86	7.62	141.30	51	2.15	2.26
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	104.00	104.75	6.03	7.07	174.12	118	3.07	3.21
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	103.75	103.75	6.58	7.07	222.46	144	4.69	4.87
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	103.00	103.38	6.51	7.27	223.11	167	3.05	3.15
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	99.75	100.50	9.42	9.49	508.24	380	1.80	1.80
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	101.75	102.25	6.69	8.33	202.72	-14	1.05	1.08
Внешторгбанк 07	\$300	BBB+/A2/BBB+	30/7/2007	2.9	100.88	100.00	7.29	2.89	200.23	-44	0.34	0.34
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.85	102.35	5.58	6.73	100.61	-65	1.56	1.59
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	106.55	107.30	5.75	7.01	155.15	79	3.67	3.92
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	102.50	103.15	2.04	6.14	80.45	28	6.66	2.55
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	106.50	106.50	3.36	3.99	-53.85	0	7.41	7.89
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	102.50	103.25	5.81	6.08	117.35	-33	6.23	6.41
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	107.65	108.05	6.20	9.27	173.81	53	1.92	2.07
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	104.10	104.60	6.33	7.67	191.93	140	2.49	2.60
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	106.50	107.00	6.65	7.85	246.64	169	3.60	3.84
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	106.50	107.00	7.23	7.73	277.58	174	6.18	6.59
Газпром 07	\$500	BBB-/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.13	100.23	100.53	5.50	9.10	15.79	-248	0.10	0.10
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	112.10	112.35	5.39	9.36	93.32	8	2.16	2.43
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	109.98	110.28	4.56	7.08	70.54	0	3.01	3.32
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	98.00	98.00	4.90	4.65	107.49	0	4.89	4.79
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	118.40	118.90	5.87	8.12	153.09	73	4.54	5.38
Газпром 13а	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.90	100.30	5.58	5.62	117.34	19	2.24	1.94
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	99.75	100.50	6.48	6.49	202.46	103	6.13	6.14
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	104.00	104.50	5.23	5.64	137.89	0	6.27	6.54
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	100.25	100.75	6.14	6.18	161.88	53	6.92	6.96
Газпром 17€	500.00	BBB-/P(A3)/BBB-	2/11/2017	5.44	100.15	100.45	5.33	5.42	74.02	-43	7.96	7.98
Газпром 20	\$1250	BBB-/nr/BBB	1/2/2020	7.201	105.00	105.50	5.90	6.84	147.14	51	3.90	3.92
Газпром 22	\$1300	BBB-/P(A3)/BBB-	7/3/2022	6.51	101.70	102.10	6.30	6.39	161.85	37	9.36	9.54
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	128.75	129.25	6.36	6.69	154.27	9	11.74	15.14
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	102.15	102.65	5.67	7.08	107.63	-69	1.45	1.48
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	109.35	109.75	6.47	9.93	202.58	95	2.03	2.22
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	102.38	102.38	7.86	8.06	345.41	246	5.82	5.96
Еврохим 12	\$300	BB-/n.a./BB-	20/3/2012	7.875	100.25	100.50	7.79	7.85	366.28	283	3.96	3.97
Зенит 09	\$200	n.r./nr/B	27/10/2009	8.75	99.85	100.10	8.50	8.75	414.92	332	2.14	2.14
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	100.50	101.00	9.04	9.18	495.18	417	3.46	3.49
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1e/B	12/5/2009	9	101.35	102.00	8.13	8.85	372.90	243	1.81	1.84
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.75	101.15	7.58	8.54	287.76	52	0.88	0.89
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	100.10	100.45	7.08	7.48	229.49	-27	0.66	0.67
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	103.15	103.90	8.75	9.42	463.85	389	3.35	3.46
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	103.85	104.20	6.37	7.69	195.05	125	2.33	2.42
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	102.15	102.65	6.39	7.81	180.42	2	1.40	1.44
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	106.90	107.35	4.62	6.02	79.18	0	3.86	4.14
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.70	100.80	5.91	1.79	103.51	-169	0.51	0.52
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	98.09	98.38	5.82	4.45	115.09	-91	1.19	1.17
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	103.15	103.55	5.74	9.43	94.85	-149	0.81	0.83
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	106.00	106.50	6.39	7.88	208.50	155	2.91	3.09
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	105.85	106.35	6.51	7.54	233.55	153	3.88	4.12
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	100.50	101.25	8.32	8.43	403.06	316	4.66	4.71
Никоил 07	\$150	B/Ba3/n.r.	19/3/2007	9	99.95	100.10	5.18	9.00	0.00	-264	0.01	0.01
Номос 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	100.00	100.60	8.09	8.23	368.89	240	1.83	1.83
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	100.75	101.50	9.44	9.64	536.06	458	3.39	3.43
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	103.00	103.35	5.76	6.91	131.37	43	2.18	2.25
Петербург Банк 09	\$125	nr/B1e/B	25/11/2009	9.501	100.10	100.75	9.30	9.46	498.50	423	2.19	2.19
Петрокоммерц 09	\$225	B+/Ba3	23/3/2009	8	99.50	100.00	8.14	8.02	371.67	230	1.70	1.70
Промсвязь 11	\$125	B+/Ba3/B+	20/10/2011	8.75	99.35	100.10	8.48	8.73	436.49	359	3.62	3.63
Промсвязь 12	\$200	CCC+/B1/B-	23/5/2012	9.625	100.85	101.60	9.22	9.60	514.14	429	3.91	3.92
Промсвязьбанк 10	\$200	B+/Ba3/B+	4/10/2010	8.5	100.25	100.75	8.33	8.46	408.63	355	2.81	2.83
ПСБ 08	\$300	n.r./A2/BBB	29/7/2008	6.678	101.00	101.30	5.79	6.60	114.02	-85	1.25	1.27
ПСБ 15/10	\$400	n.r./A3/BBB	29/9/2015	6.2	99.90	100.40	6.15	6.19	183.66	133	2.97	2.98

## Рынок внутреннего долга

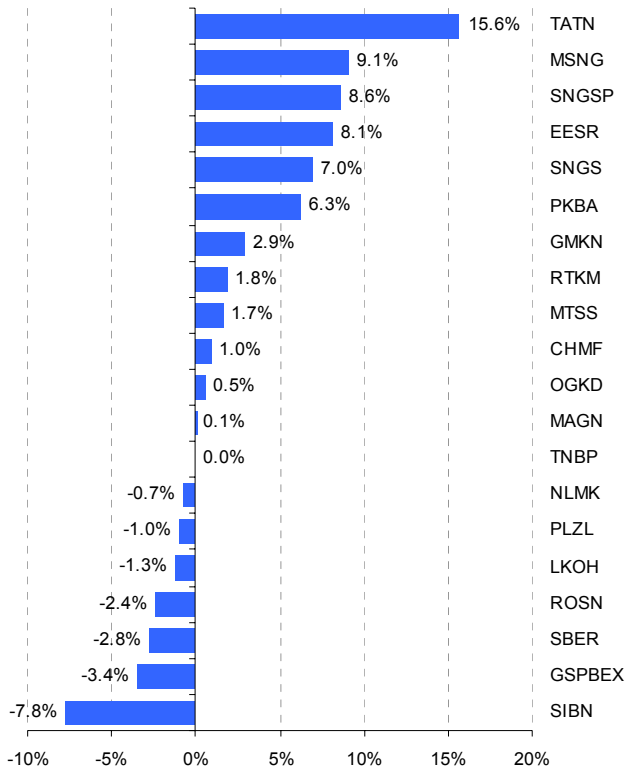
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, % Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>												
ВТБ - 4 об*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.3	0.00	0.00	100.15	-	6.24 (96)	27	0.91	0.91
ВТБ - 5 об*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.2	0.00	0.00	100.35	-	4.93 0	7	0.11	0.11
ГАЗПРОМ А4	5,000	10/2/2010		8.22	104.00	104.10	104.10	16,432,924	6.75 (0)	63	2.47	2.57
ГАЗПРОМ А5	5,000	9/10/2007		7.58	101.10	101.20	101.00	-	5.83 (11)	28	0.52	0.52
ГАЗПРОМ А6	5,000	20/3/2009		6.95	100.60	100.78	100.70	-	6.73 1	62	2.09	2.11
ИРКУТ-03об	3,250	16/9/2010		8.74	103.51	103.84	103.55	10,355,000	7.71 (1)	152	2.77	2.87
Лукойл2обл	6,000	17/11/2009		7.25	101.15	101.25	101.25	1,264,110	6.84 (1)	-19	0.63	0.64
НКНХ-03 об*	2,000	1/9/2007	1/9/2005	8	0.00	100.40	100.40	1,255,000	7.30 (0)	180	0.11	0.11
ОМК 1 об	3,000	12/6/2008		9.2	101.30	101.65	101.55	-	8.00 (1)	214	1.09	1.11
РЖД-02обл	4,000	5/12/2007		7.75	0.00	0.00	101.35	-	5.88 (0)	26	0.67	0.67
РЖД-03обл	4,000	2/12/2009		8.33	0.00	105.23	104.80	-	6.47 (1)	36	2.29	2.40
РЖД-04обл	10,000	14/6/2007		6.59	100.20	100.29	100.28	2,005,500	5.46 3	6	0.23	0.23
РЖД-05обл	10,000	21/1/2009		6.67	99.90	99.95	99.90	12,314,406	6.84 1	102	1.65	1.65
РЖД-06обл	10,000	10/11/2010		7.35	101.25	101.32	101.28	41,013,405	7.06 (3)	85	2.99	3.03
РусАлФ-2в	5,000	20/5/2007		8	0.00	0.00	100.10	-	7.47 0	234	0.17	0.17
РусАлФ-3в	6,000	21/9/2008		7.2	0.00	0.00	100.01	-	7.32 0	136	1.32	1.32
РуссНефть1	7,000	10/12/2010		9.25	85.55	88.00	88.00	19,131	8.66 0	1240	2.96	1.36
САНОС-02об	3,000	10/11/2009		10	105.10	105.30	105.30	-	7.90 (0)	179	2.16	2.28
СевСталь-1	3,000	28/6/2007		8.1	0.00	0.00	100.55	-	6.16 114	74	0.27	0.27
СибТлк-4об	2,000	5/7/2007		12.5	101.50	101.65	98.25	983	19.30 1,229	1387	0.25	0.25
СибТлк-5об	3,000	25/4/2008		9.2	101.75	101.95	98.38	25,450,984	11.05 349	525	0.94	0.93
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.3	103.20	103.25	103.25	34,516,259	8.44 0	222	2.95	3.04
Мечел 2об	5,000	12/6/2013	16/6/2010	8.4	101.36	101.47	101.37	4,156,170	8.06 (0)	190	2.65	2.69
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	101.65	101.87	101.84	-	7.05 (1)	147	0.57	0.58
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	0.00	0.00	101.65	-	7.72 (0)	192	0.95	0.97
ФСК ЕЭС-01	5,000	18/12/2007		8.8	101.90	102.20	102.05	1,020,750	6.06 (3)	42	0.70	0.71
ФСК ЕЭС-02	7,000	22/6/2010		8.25	102.98	103.09	103.05	-	7.31 0	114	2.69	2.78
ФСК ЕЭС-03	7,000	12/12/2008		7.1	100.20	100.40	100.40	-	6.96 (5)	110	1.54	1.54
ЦентрТел-4	5,600	21/8/2009		13.8	114.00	114.08	114.08	451,203,652	7.51 (4)	142	2.00	2.29
ЦентрТел-5	3,000	30/8/2011	2/9/2008	8.09	0.00	0.00	101.00	-	7.49 (0)	152	1.31	1.31
ЧТПЗ 01об	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	-	8.36 (13)	218	1.64	0.14
ЮТК-3	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.9	102.00	102.12	102.05	8,505,809	7.25 (21)	171	0.50	0.52
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10	103.21	103.30	103.25	5,297,040	8.15 (11)	212	1.46	1.35
<b>Субфедеральные облигации</b>												
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	100.00	106.88	105.25	-	5.57 (6)	-28	1.10	1.15
МГор31-об	5,000	20/5/2007		10	100.11	101.00	100.99	-	4.45 (0)	-68	0.17	0.17
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	0.00	0.00	106.90	-	5.88 (2)	3	1.53	1.64
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	111.90	112.10	112.10	52,131,960	6.45 (0)	23	3.02	3.02
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	109.50	109.60	109.50	13,982,010	6.67 (3)	18	5.23	5.73
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	0.00	0.00	102.91	-	5.25 (1)	-32	0.57	0.58
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	107.60	107.80	107.70	-	6.39 1	21	2.77	2.99
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	0.00	0.00	102.03	-	4.99 (27)	-49	0.39	0.40
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	0.00	0.00	105.14	-	5.56 (1)	-27	1.06	1.11
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11	101.85	102.17	102.10	25,525,000	6.02 (3)	53	0.40	0.41
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11	108.65	108.75	108.75	-	6.67 3	63	1.77	1.92
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10	106.72	106.85	106.72	279,460	6.72 (0)	64	1.82	1.46
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9	107.12	107.30	107.25	71,674,436	7.05 (58)	80	3.20	3.43

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

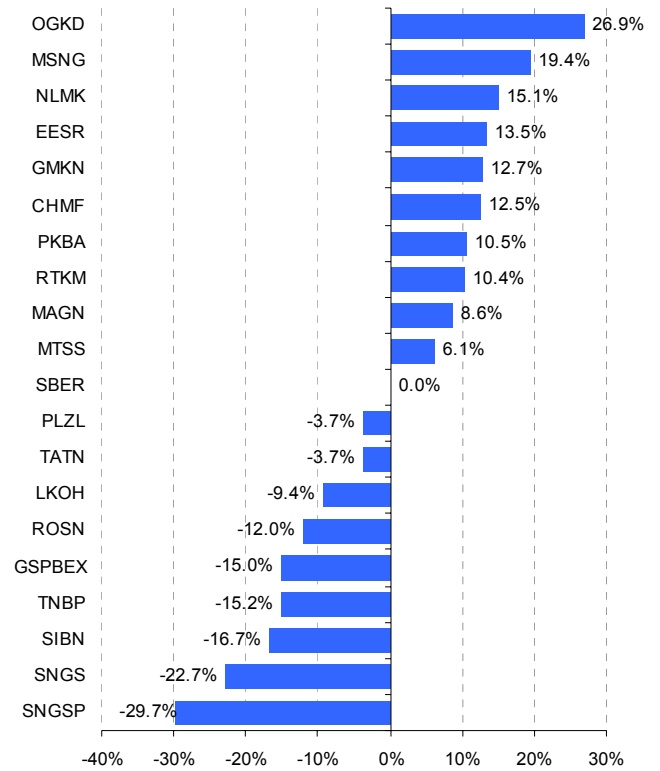
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

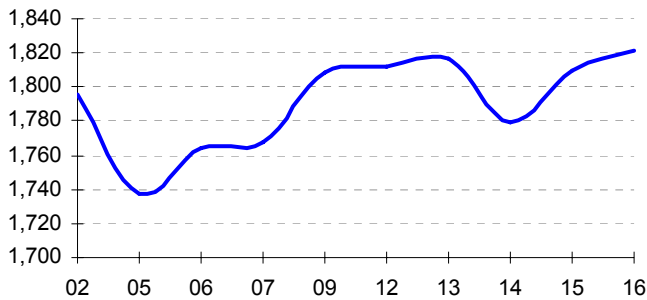
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



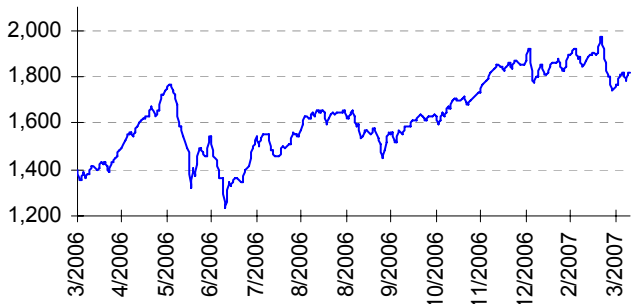
### 20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



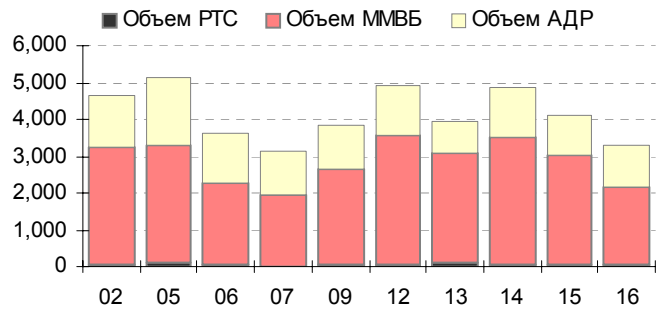
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

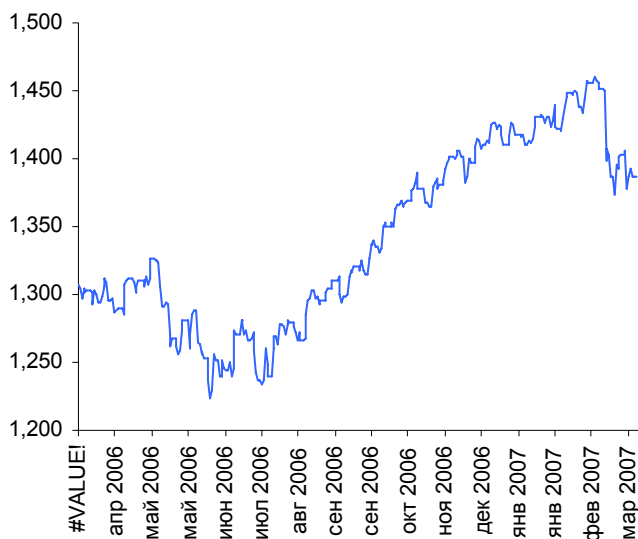


10 наиболее ликвидных акций РТС

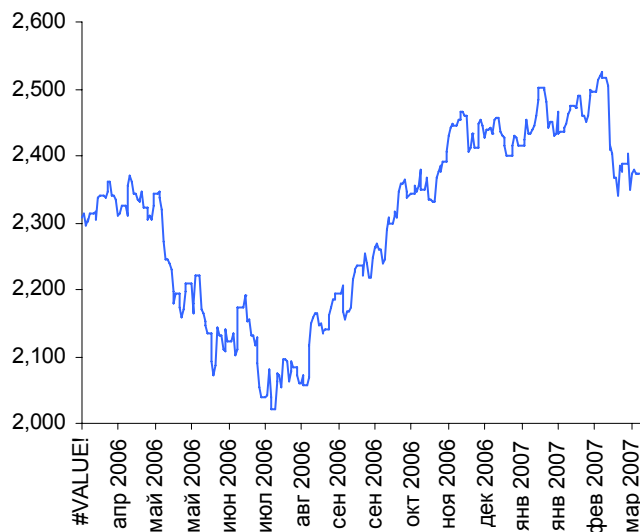
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
РАО ЕЭС России	8.1	148
Газпром	-3.4	40
Сбербанк РФ	-2.8	26
ГМК Норильский никель	2.9	23
ЛУКОЙЛ	-1.3	17
Газпром	-3.4	15
Сургутнефтегаз	7.0	11
ТНК-ВР Холдинг	0.0	7
ТНК-ВР Холдинг, прив.	3.8	7
Сургутнефтегаз, прив.	8.6	6

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

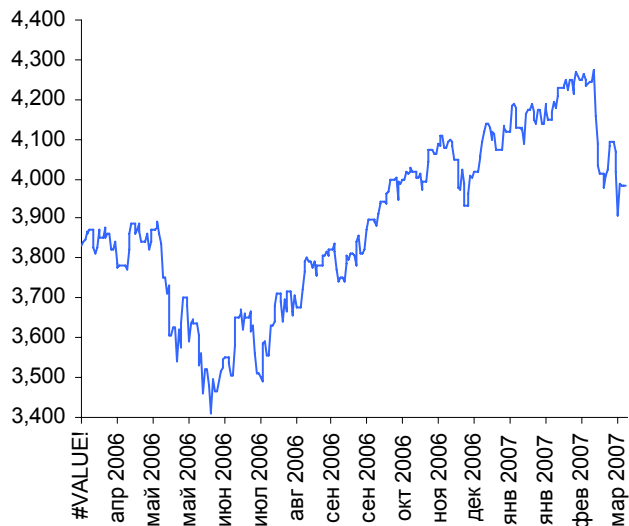
S&P 500



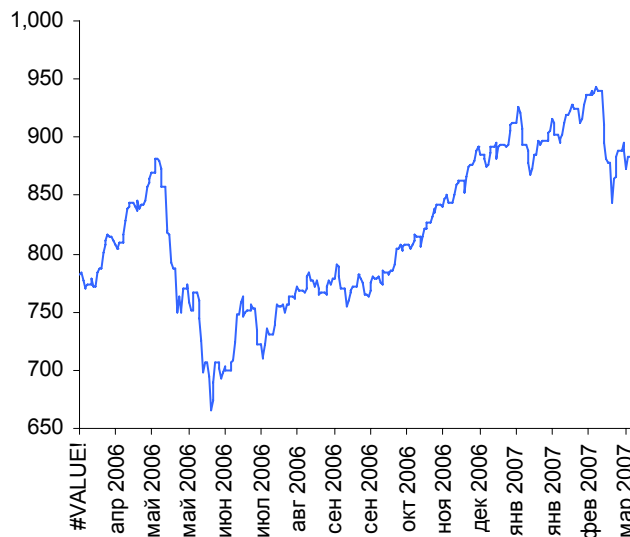
Nasdaq



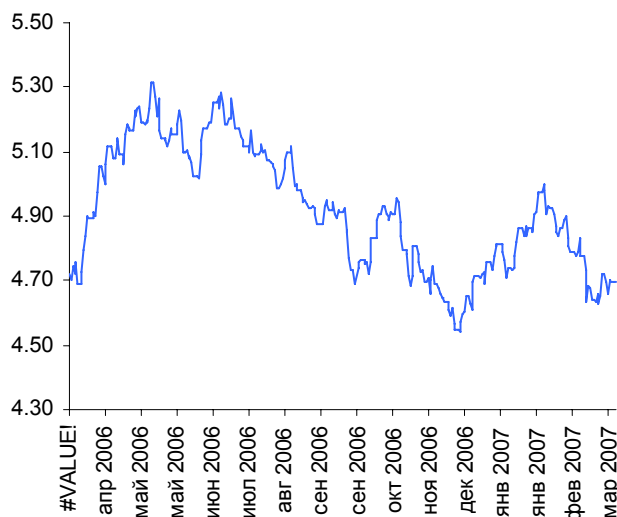
DJ Euro STOXX 50



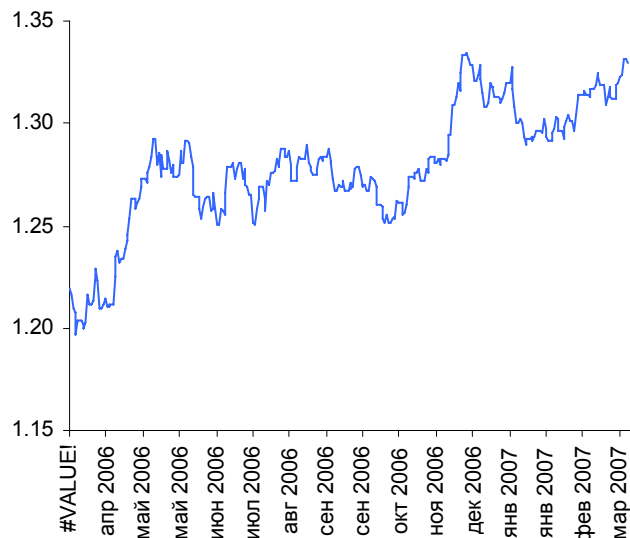
MSCI Emerging markets



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 анализе-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  
NASD/SIPC member  
+1 (212) 697-6099  
+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**  
Дмитрий Коломыцын, CFA  
kolomytsyn@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3112

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

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

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