

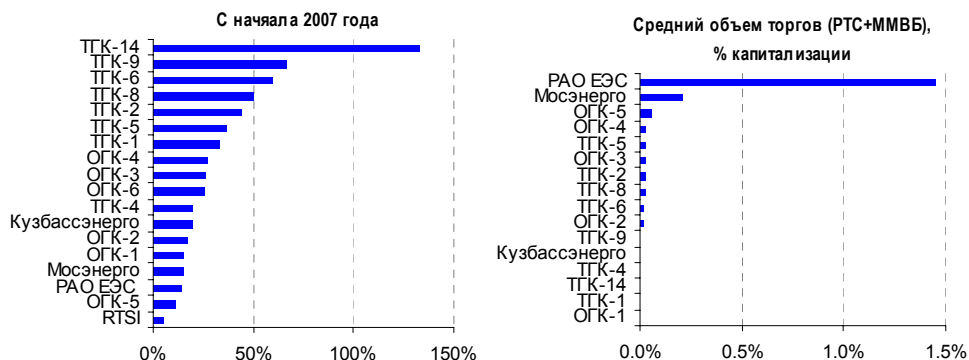
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

| | |
|---|----|
| Календарь | 3 |
| Рекомендуемый портфель | 4 |
| Компании | 8 |
| Rambler Media. Повышение прогнозируемой цены на 37% в результате консолидации Bequn | |
| Долговой рынок | 10 |
| Рынок акций | 12 |
| Мировые рынки | 13 |

КОММЕНТАРИЙ

Акции ОГК и ТГК – риски растут вслед за котировками

Акции ОГК и ТГК сильно выросли в цене, но объемы торгов очень низкие



Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Акции генерирующих компаний выросли в среднем более чем на 36% с начала года, сильно обогнав и индекс РТС, и акции РАО "ЕЭС России" (рост на 6% и 15% с начала года соответственно). Однако стоит отметить, что рост котировок сопровождался очень низкими объемами торгов, и это ставит под сомнение устойчивость сложившейся тенденции. Средний ежедневный объем торгов акциями ОГК и ТГК (без учета "Мосэнерго") составил \$560 000 (в РТС и на ММВБ). Совокупный объем торгов с начала года составил \$16 млн. на одну компанию, что составляет примерно 0.5% средней рыночной капитализации (снова без учета "Мосэнерго").

Мы считаем, что новости последних дней о процессе приватизации генерирующего сегмента электроэнергетики не слишком позитивны для оценки компаний. На прошлой неделе появились сообщения о том, что правительство не позволит финской компании Fortum, владеющей блокирующим пакетом акций ТПК-1, увеличить свою долю до размера контрольного пакета. На наш взгляд, это может оказать негативное влияние на весь процесс инвестиций в российскую электроэнергетику. РАО "ЕЭС России" обязало стратегических инвесторов, покупающих акции ОГК и ТГК, согласовывать все ключевые вопросы развития компаний с РАО или его наследником после расформирования холдинга. Наконец, "Газпром" и СУЭК объявили о планах по созданию совместного предприятия, где "Газпрому" будет принадлежать контрольный пакет. С нашей точки зрения, это укрепит позиции государственных компаний в электроэнергетическом секторе, создав дополнительные риски фундаментального характера для независимых игроков.

Текущая средняя рыночная цена ОГК и ТГК, использующих в качестве топлива природный газ, составляет \$548/кВт и близка к стоимости строительства новых мощностей (\$750/кВт). Поэтому мы считаем, что новые игроки по целому ряду причин предпочтут развивать собственные проекты с нуля или использовать независимые электростанции. Во-первых, в настоящий момент не ясно, с какой скоростью пойдет процесс либерализации рынка для уже созданных генерирующих компаний. В настоящее время правительство рассматривает темпы либерализации на ежегодной основе. Во-вторых, большая часть существующих в настоящее время электроэнергетических активов была введена в строй в 1980-х годах, и износ сейчас составляет, по крайней мере, 60%.

Эффективность использования топлива составляет чуть выше 320 гсе/кВт-ч, в то время как эффективность новых ТЭЦ, оснащенных газотурбинными установками, составляет 250 гсе/кВт. Наконец, у существующих в настоящее время генерирующих компаний есть ряд социальных обязательств, как, например, обеспечение работой жителей регионов России, субсидирование определенных категорий потребителей и так далее.

Поэтому мы не видим фундаментальных причин для дальнейшего роста рыночной стоимости существующих ОГК и ТГК, учитывая экономические ограничения, связанные с ценой строительства новых генерирующих мощностей.

Инвесторы могут предпочесть вложения в новые проекты, а не покупку акций существующих компаний



Источник: РТС, оценки "Атона"

Ключевым событием ближайшего времени, которое может оказать влияние на котировки акций генерирующих компаний, станет размещение дополнительной эмиссии акций ОГК-3. Книга заявок должна закрыться 9 марта. С другой стороны, итоги наших бесед с представителями энергетической отрасли позволяют предположить, что победу одержит заявка с ценой ниже текущего коэффициента в \$548/кВт.

Мы повторяем наши рекомендации по газовым и угольным генерирующим компаниям: 12 компаний – "Продавать", три – "Держать".

Наши рекомендации по генерирующим компаниям

| Компания | Тикер | Рекомендация | Цена, \$ | Прогнозируемая цена, \$ | Потенциал, % | EV/Мощность, \$/кВт |
|---------------|-------|--------------|----------|-------------------------|--------------|---------------------|
| ОГК-1 | OGKA | Продавать | 0.113 | 0.085 | -24% | 531 |
| ОГК-2 | OGKB | Держать | 0.162 | 0.134 | -17% | 503 |
| ОГК-3 | OGKC | Продавать | 0.152 | 0.082 | -46% | 548 |
| ОГК-4 | OGKD | Продавать | 0.103 | 0.088 | -14% | 581 |
| ОГК-5 | OGKE | Продавать | 0.137 | 0.103 | -25% | 527 |
| ТГК-1 | TGKA | Продавать | 0.0011 | 0.0010 | -12% | 556 |
| ТГК-2 | TGKB | Продавать | 0.0013 | 0.0003 | -75% | 716 |
| Мосэнерго | MSNG | Держать | 0.228 | 0.191 | -16% | 621 |
| ТГК-4 | TGKD | Продавать | 0.0013 | 0.0003 | -79% | 606 |
| ТГК-5 | TGKE | Продавать | 0.0014 | 0.0008 | -40% | 518 |
| ТГК-6 | TGKF | Продавать | 0.0015 | 0.0005 | -69% | 531 |
| ТГК-8 | TGKH | Продавать | 0.0014 | 0.0005 | -64% | 675 |
| ТГК-9 | TGKI | Продавать | 0.0005 | 0.0001 | -78% | 921 |
| Кузбассэнерго | KZBE | Держать | 3.43 | 3.49 | 2% | 501 |
| ТГК-14 | TGKN | Продавать | 0.0006 | 0.0004 | -41% | 765 |

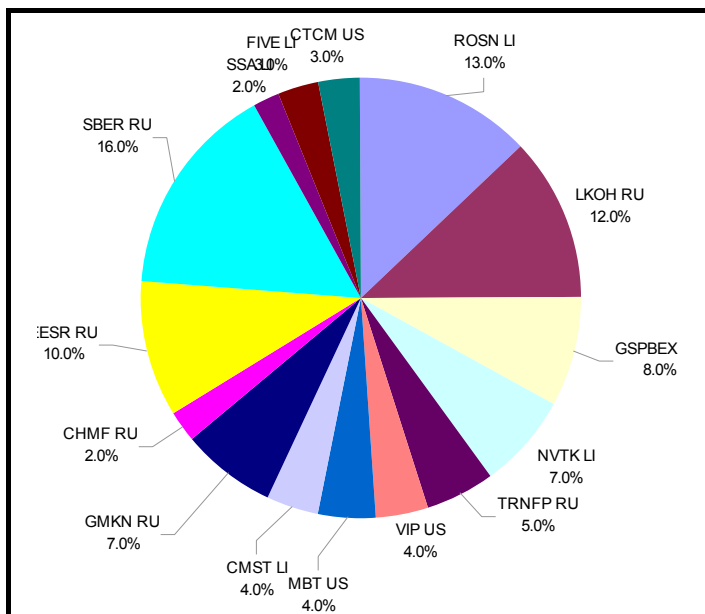
Источник: РТС, оценки "Атона"

Дмитрий Скрябин
skryabin@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

| | Россия | США | Европа |
|-------|---|--|--|
| 19.02 | <p>Председатель СФ Сергей Миронов проведет совещание по вопросу "О проекте федерального бюджета на 2008 год и на период до 2010 года"</p> <p>Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск о пересмотре судебного акта, на основании которого была рассчитана сумма долга ЮКОСа перед ООО "Тангра-Ойл"</p> | | |
| 20.02 | <p>ОГК-5 определит организатора кредита на сумму более \$200 млн.</p> <p>Арбитражный суд Москвы возобновит рассмотрение иска МТС о недействительности налоговых претензий на 1.284 млрд. руб.</p> <p>РФФИ проведет аукцион по продаже 15% акций ОАО "Челябинское авиапредприятие"</p> <p>Комитет по стратегии и реформированию РАО "ЕЭС России" рассмотрит использование возможного остатка средств от допэмиссии ОГК-3</p> | | |
| 21.02 | <p>Арбитражный суд Красноярского края продолжит рассмотрение иска "Росимущества" к KrasAir о возврате имущества аэропорта Красноярск</p> <p>Акционеры Косогорского металлургического завода намерены утвердить устав общества в новой редакции</p> <p>Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск "МегаФона" к ФАС РФ</p> <p>Состоится аукцион по размещению ОФЗ с амортизацией долга выпуска N46021RMFS на 15 млрд. руб.</p> | <p>Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: 0.5%)</p> <p>Будут опубликованы данные о динамике индекса опережающих индикаторов за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 0.3%)</p> <p>Будет опубликована стенограмма заседания Комитета ФРС по открытым рынкам от 31 января 2007 года</p> | <p>Будет опубликовано значение счета текущих операций стран еврозоны за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -€1.0 млрд. (предыдущее значение: -€2.0 млрд.)</p> |
| 22.02 | <p>РФФИ проведет аукцион по продаже 20% акций ОАО "Второй Московский приборостроительный завод"</p> <p>РФФИ проведет аукцион по продаже 2.74% акций ОАО "Национальный резервный банк"</p> <p>Акционеры "Силовых машин" переизберут совет директоров компании</p> <p>Федеральный арбитражный суд Московского округа рассмотрит жалобу Mogavel на отказ включить требования на 18.9 млрд. руб. в реестр кредиторов ЮКОСа</p> | <p>Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 18 декабря 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 235 тыс. (предыдущее значение: 357 тыс.)</p> <p>Будет опубликовано значение индекса компаний, нуждающихся в дополнительной рабочей силе, за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 33.0 пункта (предыдущее значение: 33.0 пункта)</p> | <p>Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий стран еврозоны за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.2% (предыдущее значение: 1.4%)</p> |

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля выросла на 0.29% на фоне повышения индекса РТС на 0.59%.

В роли лидеров повышения выступили акции торговой сети X5 Retail Group, котировки которых выросли за неделю на 5.0% на фоне положительных новостей о компании (новые назначения в руководстве, выкуп франчайзинговых магазинов в Самаре, новый план инвестиций в развитие собственной сети логистики).

Кроме того, уверенно чувствовали себя акции ГМК "Норильский никель" и "Северстали", котировки которых повысились на 2.8% и 3.6% соответственно, а также бумаги соевых операторов – "Вымпелкома" и МТС, подорожавшие, соответственно, на 1.0% и 3.4%.

Среди бумаг нефтегазового сектора рост "против рынка" продемонстрировали только акции "Газпрома", подорожавшие на 2.1%, тогда как котировки акций других компаний снизились на 1.8-3.0%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

| Портфель | Изменение за неделю | | | Изменение за месяц | | | Изменение с начала года | | |
|----------|---------------------|-------|--------|--------------------|-------|-------|-------------------------|--------|-------|
| | Портфель | РТС | Δ | Портфель | РТС | Δ | Портфель | РТС | Δ |
| | 0.29% | 0.59% | -0.30% | 4.94% | 4.64% | 0.30% | 1.34% | -1.29% | 2.64% |

Рекомендуемый портфель

| | Тикер | Вес в индексе РТС | Вес в настоящем портфеле | Вес в предыдущем портфеле | Цена 16/02, \$ | Цена 9/02, \$ | Изм. за период | Изм. с начала года |
|-------------------------|-----------|-------------------|--------------------------|---------------------------|----------------|---------------|----------------|--------------------|
| Нефть и газ | | 48.85% | 45.0% | 45.0% | | | | |
| Роснефть | ROSN LI | 4.91% | 13.0% | 13.0% | 8.63 | 8.90 | -3.0% | -8.7% |
| ЛУКОЙЛ | LKOH RU | 12.72% | 12.0% | 12.0% | 80.25 | 81.80 | -1.9% | -8.8% |
| Газпром | GSPBEX RU | 13.06% | 8.0% | 8.0% | 10.77 | 10.55 | 2.1% | -6.2% |
| НОВАТЭК | NVTK LI | 2.58% | 7.0% | 7.0% | 55.00 | 56.00 | -1.8% | -13.4% |
| Транснефть, прив. | TRNFP RU | 2.30% | 5.0% | 5.0% | 2,390.00 | 2,445.00 | -2.2% | 4.1% |
| Телекоммуникации | | 9.04% | 12.0% | 12.0% | | | | |
| Вымпелком | VIP US | 0.00% | 4.0% | 4.0% | 86.33 | 85.50 | 1.0% | 9.3% |
| МТС | MBT US | 5.27% | 4.0% | 4.0% | 54.78 | 53.00 | 3.4% | 9.1% |
| Комстар-ОТС | CMST LI | 0.00% | 4.0% | 4.0% | 8.72 | 8.98 | -2.9% | 3.8% |
| Металлургия | | 12.48% | 9.0% | 9.0% | | | | |
| ГМК Норильский никель | GMKN RU | 7.21% | 7.0% | 7.0% | 183.00 | 178.00 | 2.8% | 16.6% |
| Северсталь | CHMF RU | 1.08% | 2.0% | 2.0% | 13.05 | 12.60 | 3.6% | 16.5% |
| Прочие | | 29.63% | 34.0% | 34.0% | | | | |
| РАО ЕЭС России | EESR RU | 4.74% | 10.0% | 10.0% | 1.24 | 1.27 | -2.3% | 14.9% |
| Сбербанк РФ | SBER RU | 16.24% | 16.0% | 16.0% | 3,510.00 | 3,390.00 | 3.5% | 1.7% |
| Система | SSA LI | 0.00% | 2.0% | 2.0% | 30.20 | 30.30 | -0.3% | -5.6% |
| X5 Retail Group | FIVE LI | 0.00% | 3.0% | 3.0% | 28.25 | 26.90 | 5.0% | 8.7% |
| СТС Медиа | CTCM US | 0.00% | 3.0% | 3.0% | 19.77 | 21.35 | -7.4% | -17.7% |
| Всего | | | 100% | | | | 0.3% | 1.3% |

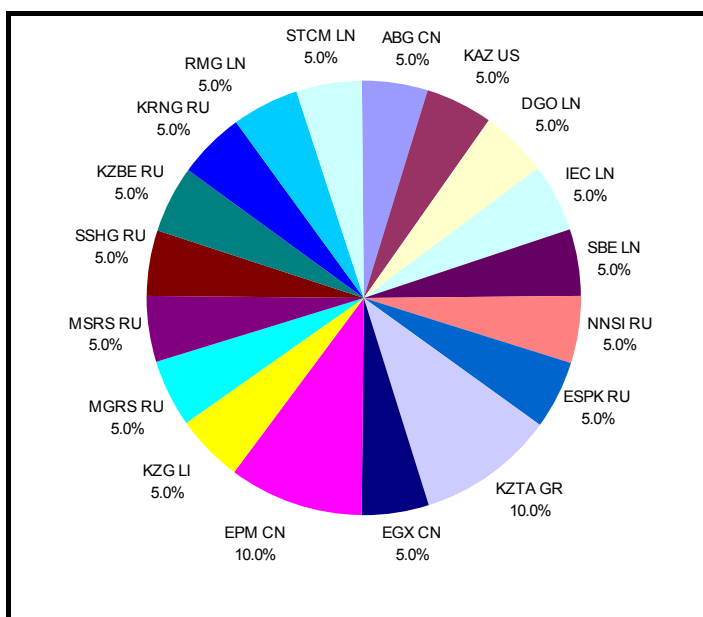
Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

| Прогнозируемая цена | EVI/Выручка | | | EVI/ЕБИТДА | | | P/E | | | P/CF | | | Стандарт учета | |
|--------------------------|-------------|------|------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|---------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | | |
| Нефть и газ | | | | | | | | | | | | | | |
| Роснефть | 10.0 | 3.0 | 2.8 | 2.9 | 13.0 | 10.6 | 10.5 | 22.6 | 17.1 | 17.4 | 17.1 | 12.7 | 12.2 | US GAAP |
| Газпром | 12.3 | 3.7 | 3.4 | 3.3 | 8.8 | 8.2 | 8.2 | 12.5 | 11.9 | 12.1 | 12.4 | 11.2 | 9.8 | МСФО |
| ЛУКОЙЛ | 100.8 | 1.0 | 1.0 | 1.2 | 5.3 | 5.4 | 6.2 | 8.5 | 8.7 | 10.5 | 7.1 | 7.2 | 7.8 | US GAAP |
| Сургутнефтегаз | 1.44 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 5.4 | 5.9 | 6.1 | 11.6 | 13.8 | 14.6 | 7.9 | 8.4 | 8.7 | РСБУ |
| Газпромнефть (Сибнефть) | 4.74 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 3.9 | 4.3 | 4.9 | 5.6 | 6.4 | 7.6 | 5.7 | 5.0 | 5.5 | US GAAP |
| ТНК-ВР Холдинг | 2.46 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 4.6 | 4.7 | 5.0 | 6.8 | 7.0 | 7.7 | 11.0 | 5.3 | 5.4 | US GAAP |
| Татнефть | 5.60 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 3.9 | 4.0 | 4.8 | 7.1 | 7.5 | 9.5 | 5.6 | 5.2 | 5.7 | US GAAP |
| Транснефть, прив. | 3.330 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 3.5 | 3.0 | 2.9 | 6.2 | 5.5 | 5.6 | 4.4 | 3.9 | 3.8 | МСФО |
| НОВАТЭК | 79.6 | 9.3 | 7.6 | 6.1 | 18.9 | 15.6 | 12.8 | 29.1 | 23.5 | 19.2 | 25.7 | 20.5 | 17.2 | МСФО |
| Arawak Energy | 3.10 | 3.0 | 2.2 | 2.1 | 6.2 | 4.6 | 4.0 | 19.7 | 15.3 | 13.9 | 8.7 | 5.5 | 4.9 | МСФО |
| Caspian Services | 4.37 | 3.7 | 2.8 | 2.1 | 15.8 | 10.2 | 7.2 | 28.1 | 14.9 | 10.3 | 21.9 | 14.7 | 10.3 | US GAAP |
| Dragon Oil | 4.29 | 4.4 | 2.9 | 3.0 | 5.3 | 3.4 | 3.5 | 9.8 | 6.4 | 6.9 | 9.1 | 7.6 | 5.0 | МСФО |
| KazMunaiGaz | 13.2 | 2.0 | 2.2 | 2.6 | 3.3 | 3.8 | 5.2 | 13.0 | 15.2 | 21.6 | 10.2 | 11.7 | 15.8 | МСФО |
| РИТЭК | 7.21 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 5.2 | 6.0 | 6.7 | 9.3 | 11.3 | 13.5 | 6.7 | 7.3 | 7.5 | US GAAP |
| Sibir Energy | 10.3 | 2.9 | 3.0 | 3.2 | 17.4 | 8.2 | 6.6 | 30.1 | 12.5 | 11.6 | N.M. | 53.7 | N.M. | UK GAAP |
| Urals Energy | 9.1 | 7.8 | 5.3 | 4.0 | 32.8 | 13.5 | 8.4 | N.M. | 27.4 | 15.3 | NEG. | 26.8 | 13.1 | МСФО |
| West Siberian Resources | 1.01 | 4.0 | 3.0 | 2.6 | 9.6 | 6.5 | 6.0 | 21.5 | 14.9 | 17.0 | 22.5 | 8.3 | 7.5 | МСФО |
| Телекоммуникации | | | | | | | | | | | | | | |
| МТС | 64.0 | 3.9 | 3.2 | 2.9 | 7.6 | 6.2 | 5.8 | 15.4 | 11.4 | 10.2 | 8.5 | 7.1 | 6.5 | US GAAP |
| Система | 40.0 | 2.7 | 2.2 | 1.9 | 6.5 | 5.3 | 4.8 | 7.2 | 5.7 | 4.9 | 6.2 | 5.0 | 4.5 | US GAAP |
| Вымпелком | 104.0 | 4.2 | 3.2 | 2.9 | 8.1 | 6.3 | 5.7 | 20.3 | 13.5 | 12.1 | 9.1 | 6.8 | 5.9 | US GAAP |
| Комстар-ОТС | 9.90 | 4.3 | 3.3 | 2.9 | 11.2 | 8.4 | 7.4 | 20.0 | 9.7 | 8.1 | 13.8 | 7.3 | 6.3 | US GAAP |
| Ростелеком | 2.40 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 18.1 | 13.9 | 14.4 | N.M. | 38.2 | 37.2 | 26.5 | 17.2 | 16.4 | МСФО |
| Golden Telecom | 42.0 | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 8.7 | 7.2 | 5.8 | 23.2 | 18.9 | 16.0 | 11.6 | 9.8 | 7.9 | US GAAP |
| РБК | 12.2 | 7.4 | 5.6 | 4.6 | 25.0 | 17.8 | 13.7 | 57.7 | 39.8 | 27.8 | 45.5 | 27.8 | 20.8 | МСФО |
| Rambler | 59.0 | 21.6 | 11.0 | 6.3 | N.M. | 26.3 | 12.9 | N.M. | 32.3 | 16.5 | N.M. | 29.6 | 15.1 | МСФО |
| Центртелеком | 0.56 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 6.3 | 5.3 | 4.8 | 54.4 | 18.4 | 11.9 | 7.3 | 4.8 | 4.1 | МСФО |
| Дальсвязь | 4.49 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 5.8 | 4.5 | 4.0 | 16.3 | 10.1 | 8.0 | 10.1 | 6.6 | 5.4 | МСФО |
| С-З. Телеком | 1.43 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 7.8 | 6.3 | 5.9 | 24.7 | 17.2 | 15.6 | 9.8 | 7.0 | 6.2 | МСФО |
| Сибирьтелеком | 0.11 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 5.7 | 4.6 | 4.3 | 14.6 | 10.1 | 9.5 | 6.4 | 5.0 | 4.6 | МСФО |
| ЮТК | 0.14 | 2.1 | 1.8 | 1.7 | 6.6 | 4.9 | 4.2 | NEG. | 30.6 | 10.0 | 10.5 | 4.1 | 3.1 | МСФО |
| Уралсвязьинформ | 0.06 | 2.9 | 2.4 | 2.3 | 7.8 | 6.4 | 6.0 | 19.4 | 14.4 | 12.3 | 8.7 | 6.7 | 5.8 | МСФО |
| ВолгаТелеком | 6.09 | 2.5 | 2.1 | 1.9 | 6.6 | 4.9 | 4.6 | 17.2 | 10.6 | 9.8 | 7.6 | 5.3 | 4.8 | МСФО |
| Kazakhtelecom | 138 | 5.1 | 4.4 | 3.9 | 13.5 | 11.1 | 9.8 | 18.2 | 14.8 | 13.5 | 13.1 | 10.3 | 9.4 | МСФО |
| Moscow CableCom | 12.8 | 10.4 | 3.9 | 2.5 | NEG. | 24.4 | 8.9 | NEG. | NEG. | 37.7 | NEG. | N.M. | 13.4 | US GAAP |
| Электроэнергетика | | | | | | | | | | | | | | |
| РАО ЕЭС России | 1.2800 | 2.5 | 2.0 | 1.7 | 15.1 | 12.5 | 10.4 | 45.5 | 35.9 | 29.1 | 17.0 | 13.9 | 11.5 | МСФО |
| ОГК 1 | 0.0850 | 5.1 | 4.3 | 3.6 | 36.3 | 31.7 | 19.2 | N.M. | N.M. | 38.1 | 59.8 | 41.6 | 24.4 | РСБУ |
| ОГК2 | 0.1340 | 5.0 | 4.2 | 3.4 | 38.5 | 31.3 | 19.6 | N.M. | N.M. | 33.0 | N.M. | N.M. | 25.7 | РСБУ |
| ОГК3 | 0.0820 | 6.1 | 4.9 | 4.0 | 47.5 | 38.8 | 23.4 | N.M. | N.M. | 56.1 | N.M. | 56.6 | 30.8 | РСБУ |
| ОГК4 | 0.0880 | 5.6 | 4.6 | 3.8 | 43.4 | 35.4 | 18.6 | N.M. | N.M. | 35.2 | 53.9 | 48.1 | 23.9 | РСБУ |
| ОГК5 | 0.1030 | 4.8 | 4.1 | 3.4 | 34.7 | 31.0 | 19.8 | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. | N.M. | 34.3 | РСБУ |
| ТГК 1 | 0.0010 | 4.5 | 3.9 | 3.1 | 43.2 | 38.9 | 17.9 | N.M. | N.M. | 36.0 | 56.5 | 55.2 | 23.7 | РСБУ |
| ТГК 2 | 0.0003 | 2.9 | 2.5 | 1.9 | 37.8 | 32.3 | 18.2 | N.M. | N.M. | 34.5 | 44.4 | 43.6 | 25.3 | РСБУ |
| Мосэнерго (ТГК 3) | 0.1900 | 2.4 | 2.1 | 1.7 | 26.0 | 19.5 | 11.9 | N.M. | N.M. | 20.3 | 31.8 | 27.3 | 19.1 | РСБУ |
| ТГК 4 | 0.0003 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 1.8 | 1.5 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | РСБУ |
| ТГК5 | 0.0008 | 2.9 | 2.5 | 2.0 | 35.7 | 30.9 | 16.8 | N.M. | N.M. | 34.9 | 44.2 | 43.0 | 22.8 | РСБУ |
| ТГК6 | 0.0004 | 3.3 | 2.8 | 2.3 | 36.4 | 30.9 | 19.3 | N.M. | N.M. | 39.8 | N.M. | N.M. | 24.3 | РСБУ |
| ТГК 8 | 0.0005 | 4.3 | 3.6 | 3.0 | 47.0 | 40.2 | 23.0 | N.M. | N.M. | 50.4 | N.M. | NEG. | 31.1 | РСБУ |
| ТГК 9 | 0.0001 | 3.5 | 3.0 | 2.5 | 45.6 | 38.7 | 26.5 | N.M. | N.M. | 58.0 | N.M. | N.M. | 40.0 | РСБУ |
| ТГК 12 (Кузбассэнерго) | 3.4900 | 5.1 | 4.5 | 2.9 | 34.8 | 35.2 | 13.3 | N.M. | N.M. | 25.9 | 47.9 | 51.0 | 17.0 | РСБУ |
| ТГК 13 | 2.2880 | 5.1 | 4.6 | 3.8 | 31.5 | 33.7 | 14.1 | 46.8 | 53.5 | 22.2 | 33.6 | 36.7 | 14.9 | РСБУ |
| ТГК 14 | 0.0004 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 1.6 | 1.5 | 0.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | РСБУ |
| Волжская ГЭС | 0.4600 | 15.2 | 14.5 | 9.7 | 50.8 | 52.9 | 20.7 | N.M. | N.M. | 34.6 | 58.9 | N.M. | 27.9 | РСБУ |
| Воткинская ГЭС | 0.8000 | 13.7 | 12.7 | 9.8 | 26.8 | 24.9 | 16.7 | N.M. | 57.3 | 31.4 | 31.3 | 30.3 | 21.2 | РСБУ |
| Саяно-Шушенская ГЭС | 1.8980 | 16.3 | 14.6 | 9.8 | 22.9 | 20.4 | 12.3 | 32.7 | 31.8 | 18.1 | 29.7 | 27.1 | 16.5 | РСБУ |
| Зейская ГЭС | 0.1840 | 10.6 | 9.2 | 8.5 | 36.5 | 27.8 | 25.1 | N.M. | N.M. | 57.5 | 43.4 | 33.4 | 30.1 | РСБУ |
| Жигулевская ГЭС | 0.3500 | 16.1 | 15.4 | 10.3 | 46.0 | 47.1 | 20.2 | N.M. | N.M. | 32.6 | 54.8 | N.M. | 27.4 | РСБУ |
| Загорская ГАЭС | 0.0050 | 6.3 | 5.1 | 4.8 | 29.9 | 21.7 | 20.7 | 45.9 | 32.4 | 31.2 | 42.2 | 28.4 | 26.9 | РСБУ |
| МГЭСК | 0.0890 | 7.5 | 2.2 | 1.9 | 13.1 | 3.0 | 2.5 | 26.6 | 4.4 | 4.0 | 18.7 | 3.8 | 3.2 | РСБУ |
| МОЭСК | 0.1240 | 4.7 | 1.8 | 1.5 | 16.3 | 2.7 | 2.2 | 31.4 | 4.1 | 3.5 | 21.7 | 3.6 | 2.8 | РСБУ |
| Ленэнерго | 0.6360 | 4.7 | 3.1 | 2.7 | 33.8 | 7.8 | 6.8 | NEG. | 13.4 | 12.3 | 46.2 | 9.3 | 7.9 | РСБУ |
| Кубаньэнерго | 33.2000 | 3.5 | 2.2 | 2.0 | 20.9 | 5.6 | 4.9 | N.M. | 10.1 | 9.3 | 22.3 | 7.0 | 6.0 | РСБУ |
| Свердловэнерго | 1.0280 | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 47.9 | 4.4 | 3.8 | N.M. | 6.7 | 6.1 | 50.7 | 5.7 | 4.8 | РСБУ |
| Красноярскэнерго | 0.6710 | 3.7 | 2.0 | 1.8 | 34.2 | 6.0 | 5.2 | N.M. | 9.8 | 9.0 | 36.7 | 7.6 | 6.5 | РСБУ |
| Челябэнерго | 0.0680 | 2.4 | 1.6 | 1.4 | 41.1 | 3.9 | 3.4 | N.M. | 6.6 | 6.0 | 33.3 | 5.2 | 4.4 | РСБУ |
| Пермэнерго | 9.2000 | 1.8 | 1.2 | 1.1 | 10.1 | 3.8 | 3.3 | 25.3 | 6.4 | 5.8 | 14.0 | 5.0 | 4.2 | РСБУ |
| Дагестанская РГК | 0.0660 | 7.7 | 7.1 | 6.0 | 31.4 | 27.6 | 18.9 | 57.2 | 50.2 | 31.7 | 39.9 | 36.1 | 25.6 | РСБУ |
| Ставропольская ЭГК | 0.1400 | 8.8 | 8.1 | 6.7 | 37.9 | 33.8 | 21.1 | N.M. | 58.2 | 33.3 | 48.4 | 45.0 | 28.8 | РСБУ |
| Омская ЭГК | 127.0000 | 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 |

| | Прогнозируемая цена | EV/Выручка | | | EV/ EBITDA | | | P/E | | | P/CF | | | Стандарт учета |
|-------------------------------|---------------------|------------|------|------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 | |
| Металлургия | | | | | | | | | | | | | | |
| ГМК Норильский никель | 194 | 3.2 | 2.9 | 3.1 | 4.8 | 4.4 | 4.9 | 6.1 | 6.4 | 7.1 | 6.7 | 5.9 | 6.3 | МСФО |
| Evraz Group | 25.5 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 5.4 | 5.7 | 7.4 | 8.4 | 8.7 | 12.1 | 5.4 | 6.3 | 8.4 | МСФО |
| Мечел | 25.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 4.4 | 5.5 | 6.1 | 7.0 | 9.2 | 10.5 | 4.8 | 6.4 | 7.2 | US GAAP |
| ММК | 0.68 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 4.8 | 4.6 | 6.2 | 7.5 | 7.2 | 10.3 | 7.2 | 6.0 | 7.8 | МСФО |
| НЛМК | 2.27 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 5.4 | 5.6 | 6.4 | 9.7 | 10.2 | 11.9 | 10.7 | 7.7 | 8.7 | US GAAP |
| Северсталь | 13.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 5.6 | 5.3 | 5.9 | 11.4 | 9.8 | 11.6 | 6.8 | 6.0 | 6.5 | МСФО |
| ВСМПО-Ависма | 237 | 3.3 | 2.9 | 2.9 | 8.1 | 7.1 | 7.4 | 11.7 | 10.3 | 11.0 | 14.6 | 11.0 | 10.4 | US GAAP |
| Kazakhmys | 22.6 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 3.6 | 2.9 | 3.1 | 6.6 | 5.3 | 5.4 | 8.3 | 4.8 | 4.7 | МСФО |
| Bema Gold | 6.65 | 14.1 | 11.4 | 6.0 | 51.3 | 35.2 | 9.2 | NEG. | N.M. | 15.3 | 53.2 | 49.5 | 12.3 | CA GAAP |
| Centerra Gold | 12.2 | 6.4 | 3.8 | 3.5 | 23.2 | 6.4 | 5.8 | 38.3 | 9.6 | 8.5 | 18.6 | 9.2 | 7.6 | CA GAAP |
| European Minerals | 1.24 | N.A. | 7.5 | 1.5 | NEG. | 13.1 | 2.2 | NEG. | 18.4 | 2.7 | NEG. | 26.8 | 3.6 | CN GAAP |
| High River Gold | 1.961 | 5.2 | 2.6 | 1.8 | 18.0 | 6.9 | 4.0 | 52.1 | 11.1 | 5.9 | 31.0 | 6.5 | 5.6 | CN GAAP |
| KazakhGold | 35.5 | 7.4 | 5.3 | 3.0 | 12.0 | 7.9 | 4.2 | 19.4 | 11.7 | 6.4 | 23.8 | 12.9 | 7.8 | МСФО |
| Peter Hambro | 19.7 | 14.1 | 12.2 | 5.1 | 27.4 | 25.7 | 8.7 | 50.4 | 47.2 | 13.1 | 42.7 | 41.6 | 20.6 | UK GAAP |
| Потребительский сектор | | | | | | | | | | | | | | |
| X5 Retail Group | 35.5 | 2.1 | 1.4 | 1.1 | 25.4 | 13.9 | 11.0 | N.M. | 28.3 | 20.5 | 19.5 | 10.4 | 8.3 | МСФО |
| Седьмой континент | 24.7 | 2.1 | 1.5 | 1.1 | 18.0 | 12.8 | 10.5 | 29.4 | 24.4 | 22.1 | 19.4 | 13.5 | 11.6 | МСФО |
| Магнит | 45.3 | 1.3 | 0.9 | 0.7 | 25.3 | 16.5 | 10.6 | 49.9 | 36.3 | 20.2 | 28.9 | 18.1 | 11.4 | МСФО |
| Балтика | 43.6 | 3.3 | 2.9 | 2.6 | 10.6 | 9.1 | 8.5 | 16.3 | 12.8 | 11.2 | 11.3 | 9.2 | 9.2 | МСФО |
| Efes Breweries | 32.02 | 1.2 | 1.0 | 0.7 | 7.5 | 5.5 | 3.6 | 28.6 | 15.0 | 7.7 | 6.7 | 4.3 | 3.2 | МСФО |
| Калина | 55.01 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 7.5 | 6.9 | 6.1 | 13.0 | 11.6 | 9.9 | 14.0 | 10.7 | 7.9 | МСФО |
| Лебедянский | 89 | 2.5 | 1.8 | 1.5 | 12.8 | 9.7 | 7.8 | 19.4 | 15.0 | 12.0 | 22.3 | 17.6 | 11.8 | МСФО |
| Ogilvie, € | 38.8 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 12.9 | 12.2 | 10.9 | 18.0 | 15.1 | 13.3 | 13.5 | 13.7 | 11.4 | МСФО |
| Вимм-Билль-Данн | 69.5 | 1.8 | 1.4 | 1.1 | 14.5 | 9.4 | 7.6 | 32.7 | 18.6 | 14.0 | 22.1 | 15.2 | 10.4 | US GAAP |
| Промышленность | | | | | | | | | | | | | | |
| Северсталь-Авто | 39.7 | 1.2 | 0.9 | 0.6 | 10.3 | 7.8 | 5.1 | 25.4 | 15.1 | 9.2 | 10.9 | 7.1 | 4.6 | МСФО |
| Акрон | 34.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 6.5 | 5.1 | 5.5 | 13.3 | 9.1 | 10.2 | 8.0 | 6.3 | 6.4 | МСФО |
| Дорогобуж | 0.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 7.2 | 5.7 | 3.5 | 8.1 | 5.9 | 3.8 | 5.2 | 4.3 | 3.1 | МСФО |
| Steppe Cement | 6.35 | 10.6 | 5.7 | 3.8 | 22.3 | 10.7 | 6.6 | 33.7 | 14.4 | 9.2 | 31.8 | 14.4 | 8.9 | МСФО |
| Банковский сектор | | | | | | | | | | | | | | |
| Сбербанк РФ | 4,653 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 24.7 | 17.2 | 13.5 | 6.4 | 2.9 | 2.5 | МСФО |
| Kazkommertsbank | 26.2 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | 28.1 | 22.3 | 18.1 | 6.3 | 2.8 | 2.3 | МСФО |

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" вновь показал очень удачные результаты, повысившись на 2.64% на фоне роста индекса РТС на 0.59%.

В роли лидеров повышения выступили акции московских энергосбытовых компаний – МГЭСК и МОЭСК, продемонстрировавшие впечатляющий рост котировок на 14.9% и 16.8% соответственно.

Кроме того, сильные результаты продемонстрировали акции Steppe Cement и Eurasia Gold, котировки которых выросли на 10.6% и 10.7%.

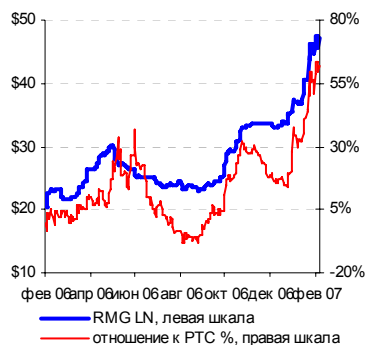
Изменения в портфеле

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 16/02, \$ | Цена 9/02, \$ | Изм. за период | Изм. с начала года |
|------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------|---------------|----------------|--------------------|
| Agawak Energy | ABG CN | 5.0% | 2.21 | 2.22 | -0.7% | -5.0% |
| BMB Munai | KAZ US | 5.0% | 5.02 | 4.96 | 1.2% | 1.4% |
| Dragon Oil | DGO LN | 5.0% | 3.49 | 3.53 | -1.1% | 3.1% |
| Imperial Energy | IEC LN | 5.0% | 16.82 | 15.96 | 5.4% | 35.0% |
| Sibir Energy | SBE LN | 5.0% | 8.50 | 8.49 | 0.2% | 1.1% |
| ВолгаТелеком | NNSI RU | 5.0% | 6.37 | 6.10 | 4.4% | 5.3% |
| Дальсвязь | ESPK RU | 5.0% | 4.02 | 4.02 | 0.0% | -3.4% |
| Kazakh Telecom | KZTA GR | 10.0% | 130.69 | 133.95 | -2.4% | 27.0% |
| Eurasia Gold | EGX CN | 5.0% | 1.06 | 0.95 | 10.7% | -27.6% |
| European Minerals | EPM CN | 10.0% | 0.89 | 0.90 | -1.1% | 17.0% |
| KazakhGold | KZG LI | 5.0% | 22.30 | 24.00 | -7.1% | 8.8% |
| МГЭСК | MGRS RU | 5.0% | 0.10 | 0.09 | 14.9% | 34.0% |
| МОЭСК | MSRS RU | 5.0% | 0.15 | 0.13 | 16.8% | 37.2% |
| Саяно-Шушенская ГЭС | SSHG RU | 5.0% | 1.58 | 1.49 | 5.7% | 28.0% |
| ТГК 12 (Кузбассэнерго) | KZBE RU | 5.0% | 3.35 | 3.40 | -1.5% | 19.6% |
| Красноярскэнерго | KRNG RU | 5.0% | 0.91 | 0.91 | 0.0% | 0.6% |
| Rambler | RMG LN | 5.0% | 47.50 | 47.33 | 0.4% | 40.7% |
| Steppe Cement | STCM LN | 5.0% | 5.88 | 5.32 | 10.6% | 30.7% |
| Всего | | 100% | | | 2.6% | 14.7% |

| | |
|--------------------------------------|----------|
| Тикер | RMG LN |
| Рекомендация | Покупать |
| Цена, \$ | 47.1 |
| Прогнозируемая цена (конец 2007), \$ | 59.0 |
| Потенциал роста/снижения | 25% |

Динамика котировок акций

**Капитализация и
данные об акциях**

| | |
|--|-------|
| Рын. кап., \$ млн. | 705 |
| Чистый долг 2006П, \$ млн. | -53 |
| EV, \$ млн. | 652 |
| Кол-во акций, млн. | 15 |
| Кол-во акций в свободном обращении (оценочное) | 26% |
| Кол-во акций на ADR | N.A. |
| Дивиденды 2006П, \$ | 0 |
| Дивидендная доходность | 0.00% |

| МСФО, \$ млн. | 2006П | 2007П | 2008П |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|
| Выручка | 30 | 60 | 105 |
| ЕБИТДА | 10 | 25 | 51 |
| Чистая прибыль (скорректированная)* | 9 | 22 | 43 |
| Операционный денежный поток | 9 | 24 | 47 |
| Оценка стоимости | | | |
| EV/ЕБИТДА | 64.6 | 25.7 | 12.8 |
| P/E | 77.1 | 31.9 | 16.3 |
| P/CF | 79.2 | 29.9 | 14.9 |

Мы повышаем прогнозируемую цену акций Rambler Media (Rambler) на 37% до \$59 в связи с высокой вероятностью стопроцентной консолидации компании Vegun. Текущая капитализация Rambler в размере \$705 млн. в целом соответствует нашей оценке стоимости бизнеса самой компании, однако мы считаем, что Rambler, вероятно, получит полный контроль над интернет-агентством Vegun, специализирующимся на размещении контекстной рекламы. В настоящее время Rambler владеет 25% этой компании и имеет опцион на покупку остальных 75% акций. Если предположить, что цена приобретения будет соответствовать коэффициенту P/S 2006П на уровне 3, контроль над Vegun, по нашим оценкам, увеличит стоимость Rambler на 37%, а новая прогнозируемая цена Rambler на конец 2007 года составит \$59 за акцию. Новая прогнозируемая цена на 25% выше текущих котировок, поэтому мы повторяем нашу рекомендацию "Покупать" акции Rambler Media.

Недавно опубликованные данные о динамике развития рынка рекламы и основных его участников в 2006 году позволяют нам моделировать финансовые показатели компании Vegun и оценить воздействие интеграции с Rambler на оценку стоимости Rambler Media. В нашу модель Vegun заложены следующие предположения:

- **Выручка Vegun за 2006 год выросла в два раза, что соответствует темпам роста рынка в целом.** Для оценки финансовых показателей Vegun мы использовали 25% чистой прибыли компании за первое полугодие 2006 года, отраженной в отчетности Rambler в качестве дохода от инвестиций. Исходя из предположения о том, что чистая рентабельность составляла 25%, мы получили выручку за первое полугодие, которая, по нашим предположениям, должна составить 40% совокупного показателя за весь 2006 год, принимая во внимание высокие темпы роста Vegun. Мы ожидаем, что в 2007-2009 годах среднегодовые темпы роста выручки составят 43%, несколько превышая темпы роста рынка и Rambler, так как Vegun занимает прочные позиции в наиболее динамичном сегменте контекстной рекламы;
- **Рентабельность Vegun соответствует показателям крупнейших интернет-компаний (например, Google) год назад.** Относительно ранняя стадия развития Vegun (компания начала работу в 2002 году) свидетельствует о том, что рентабельность компании пока не достигла долгосрочного "нормализованного" уровня. Мы прогнозируем, что в 2006 году операционная рентабельность составит 33%, увеличится до 35% в 2007 году, а в дальнейшем стабилизируется на уровне 40%;
- **Мы прогнозируем, что капиталовложения, обеспечивающие быстрое расширение деятельности Vegun, превысят амортизацию в 1.2 раза до конца 2010 года, и в 1.1 раза в 2011 году и последующий период.**

Мы прогнозируем среднегодовые темпы роста выручки Vegun в 2007-2009 годах на уровне 43%

| | 2005 | 2006П | 2007П | 2008П | 2009П | 2010П | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rambler | | | | | | | | | | | |
| Выручка от рекламы | 14.8 | 27.4 | 41.4 | 57.0 | 72.9 | 87.4 | 100.8 | 113.4 | 126.7 | 140.9 | 156.1 |
| <i>В год. сопост.</i> | | 85% | 51% | 38% | 28% | 20% | 15% | 12% | 12% | 11% | 11% |
| ЕБИТ | 2.6 | 7.7 | 14.7 | 23.0 | 31.4 | 39.5 | 46.0 | 51.7 | 57.5 | 63.4 | 69.4 |
| Рентабельность ЕБИТ | 18% | 28% | 36% | 40% | 43% | 45% | 46% | 46% | 45% | 45% | 44% |
| Чистая прибыль | 2.6 | 8.7 | 14.0 | 21.9 | 29.9 | 37.5 | 43.7 | 49.1 | 54.6 | 60.2 | 65.9 |
| Чистая рентабельность | 18% | 32% | 34% | 38% | 41% | 43% | 43% | 43% | 43% | 43% | 42% |
| Vegun | | | | | | | | | | | |
| Выручка от рекламы | 12.8 | 27.4 | 43.4 | 61.4 | 79.5 | 95.3 | 109.8 | 123.5 | 138.1 | 153.5 | 170.1 |
| <i>В год. сопост.</i> | | 114% | 59% | 41% | 29% | 20% | 15% | 12% | 12% | 11% | 11% |
| ЕБИТ | 3.6 | 9.0 | 15.2 | 24.8 | 32.1 | 38.5 | 44.3 | 49.9 | 55.8 | 62.0 | 68.7 |
| Рентабельность ЕБИТ | 18% | 33% | 35% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% | 40% |
| Чистая прибыль | 2.6 | 6.8 | 11.5 | 18.8 | 24.4 | 29.2 | 33.7 | 37.9 | 42.4 | 47.1 | 52.2 |
| Чистая рентабельность | 20% | 25% | 27% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% |

Источник: оценки "Атона"

Так как нам неизвестны условия сделки, мы оцениваем ее влияние на Rambler в очень широком диапазоне – с коэффициентами P/S 2006П на уровне от 2 до 12 (верхняя граница нашего диапазона является исключительно гипотетической и соответствует уровню данного коэффициента у Google). Несмотря на то, что акции Интернет-компаний в настоящее время торгуются в среднем с коэффициентом P/S 2006П на уровне 7.5 (без учета Google, Yahoo и Baidu), мы принимаем за базовый сценарий цену покупки Vegun, соответствующую коэффициенту P/S 2006П на уровне 3. Такой дисконт объясняется непубличным статусом Vegun и стратегическим характером сделки.

Мы оцениваем стоимость Rambler после приобретения Vegun на основе DCF, исходя из того, что сделка будет оплачена денежными средствами, а для ее финанси-

рования будет привлечен долг (в том случае, если стоимость Vegun превысит имеющиеся в распоряжении Rambler свободные денежные средства).

Если цена приобретения будет соответствовать коэффициенту P/S 2006П на уровне 3, Vegun увеличит стоимость Rambler на 37%

| \$ млн. | 2007П | 2008П | 2009П | 2010П | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П |
|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-------------|------------|-----------|-----------|
| Rambler | | | | | | | | | |
| Выручка | 45 | 62 | 78 | 93 | 107 | 120 | 134 | 149 | 165 |
| ЕВІТ | 15 | 23 | 32 | 40 | 47 | 52 | 58 | 64 | 71 |
| Минус: Налог на прибыль | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 | -3 | -4 |
| Минус: Капвложения | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| Минус: Изменения рабочего капитала | -2 | -2 | -2 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| Плюс: Амортизация | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| FCF | 14 | 20 | 29 | 38 | 44 | 49 | 55 | 61 | 67 |
| Vegun | | | | | | | | | |
| Выручка | 30 | 43 | 56 | 67 | 77 | 86 | 97 | 107 | 119 |
| ЕВІТ | 15 | 25 | 32 | 38 | 44 | 50 | 56 | 62 | 69 |
| Минус: Налог на прибыль | -4 | -6 | -8 | -9 | -11 | -12 | -13 | -15 | -16 |
| Минус: Капвложения | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -3 | -3 | -3 | -4 |
| Минус: Изменения рабочего капитала | -2 | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 | -3 |
| Плюс: Амортизация | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| FCF | 9 | 16 | 22 | 27 | 31 | 36 | 40 | 44 | 49 |
| P/S 2006П Vegun | | | | 2X | 3X | 7.5X | 12X | | |
| Оценка Vegun, \$ млн. | | | | 55 | 82 | 205 | 328 | | |
| Консолидированный Rambler | | | | | | | | | |
| Долг для финансирования сделки | | | | 2 | 30 | 153 | 276 | | |
| Коэффициент дисконтирования (WACC) | | | | 13.2% | 13.2% | 13.1% | 13.1% | | |
| PV будущего FCF | | | | 304 | 277 | 155 | 32 | | |
| Остаточный свободный денежный поток, \$ млн. | | | | 116 | 116 | 116 | 116 | | |
| Остаточные темпы роста | | | | 5% | 5% | 5% | 5% | | |
| Остаточная ставка дисконтирования | | | | 13.2% | 13.2% | 13.1% | 13.1% | | |
| Остаточная стоимость, \$ млн. | | | | 1,490 | 1,493 | 1,502 | 1,510 | | |
| PV остаточной стоимости, \$ млн. | | | | 553 | 554 | 560 | 564 | | |
| Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн. | | | | 857 | 831 | 714 | 596 | | |
| Минус: Чистый долг (конец 2006П), \$ млн. | | | | -52 | -52 | -52 | -52 | | |
| Доли миноритариев (2006П), \$ млн. | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн. | | | | 909 | 884 | 767 | 649 | | |
| Прогнозируемая цена акций на конец 2007 года | | | | 60.7 | 59.0 | 51.2 | 43.3 | | |
| Предыдущая прогнозируемая цена | | | | 43.2 | 43.2 | 43.2 | 43.2 | | |
| Повышение/снижение оценки, % | | | | 41% | 37% | 19% | 0% | | |

Источник: оценки "Атона"

Следует отметить, что сделка должна способствовать увеличению стоимости Rambler даже в том случае, если ее цена будет соответствовать среднему коэффициенту P/S для публичных интернет-компаний на уровне 7.5. Если цена сделки будет соответствовать коэффициенту P/S 2006П на уровне 2, покупка Vegun повысит оценочную стоимость Rambler на 41% до \$60.7 за одну акцию. Так как опцион был предоставлен Rambler еще в 2004 году, когда Vegun еще не добился большого успеха, мы ожидаем, что возможные сюрпризы будут скорее положительными, чем негативными.

Сравнительная оценка также подкрепляет наше предположение о том, что после приобретения Vegun акции Rambler будут обладать привлекательным потенциалом роста. По коэффициентам EV/EBITDA 2008П и P/E 2008П (первый полный год сто-процентной консолидации показателей Vegun) Rambler торгуется с дисконтом в размере 15-40% по сравнению с аналогами, что, по нашему мнению, едва ли оправдано, учитывая лидирующие позиции компании на быстрорастущем рынке.

После приобретения Vegun Rambler будет торговаться с дисконтом в размере 15-40% по сравнению с аналогами

| На 14 февраля 2007 | Цена | Рын. кап. | EV | EV/EBITDA | | | P/E | | |
|-------------------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Международные аналоги | \$ | \$ млн. | \$ млн. | 2006П | 2007П | 2008П | 2006П | 2007П | 2008П |
| Google | 466 | 144,147 | 130,080 | 29.4 | 19.5 | 14.4 | 46.2 | 31.9 | 23.8 |
| Yahoo | 30.7 | 41,704 | 34,401 | 19.1 | 16.5 | 13.3 | 57.9 | 48.1 | 37.3 |
| Yahoo Japan | 370 | 21,750 | 22,663 | 28.5 | 23.6 | 19.8 | 52.3 | 43.4 | 35.9 |
| NHN | 144 | 6,455 | 4,238 | 17.7 | 13.2 | 10.8 | 39.4 | 27.9 | 21.4 |
| Netease | 19.6 | 2,571 | 3,082 | 17.7 | 16.9 | 15.2 | 15.8 | 15.7 | 13.6 |
| baidu.com | 115 | 3,868 | 2,808 | 62.2 | 34.4 | 21.8 | N.M | 59.8 | 36.8 |
| Sina Corp | 36.1 | 1,947 | 1,111 | 23.5 | 18.4 | 13.1 | 44.6 | 36.6 | 25.9 |
| Sohu.com | 24.5 | 893 | 808 | 21.7 | 17.3 | 13.0 | 30.5 | 27.1 | 18.4 |
| Daum | 66.9 | 870 | 717 | 17.9 | 9.3 | 7.1 | 79.1 | 62.1 | 24.2 |
| Sity Limited | 9.12 | 390 | 341 | N.A. | 21.1 | 16.6 | N.A. | 67.0 | 24.7 |
| Средневзвешенное | | | | 27.4 | 19.4 | 14.7 | 48.6 | 36.4 | 27.5 |
| Rambler | 47.1 | 705 | 652 | 64.6 | 25.7 | 12.8 | 77.1 | 31.9 | 16.3 |

Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Наша прогнозируемая цена акций Rambler после консолидации составляет \$59, что подразумевает потенциал роста котировок на 25%. Мы рекомендуем "Покупать" акции компании.

Татьяна Капустина
kapoustina@aton.ru

ДОЛГОВОЙ РЫНОК
Рынок внешнего долга

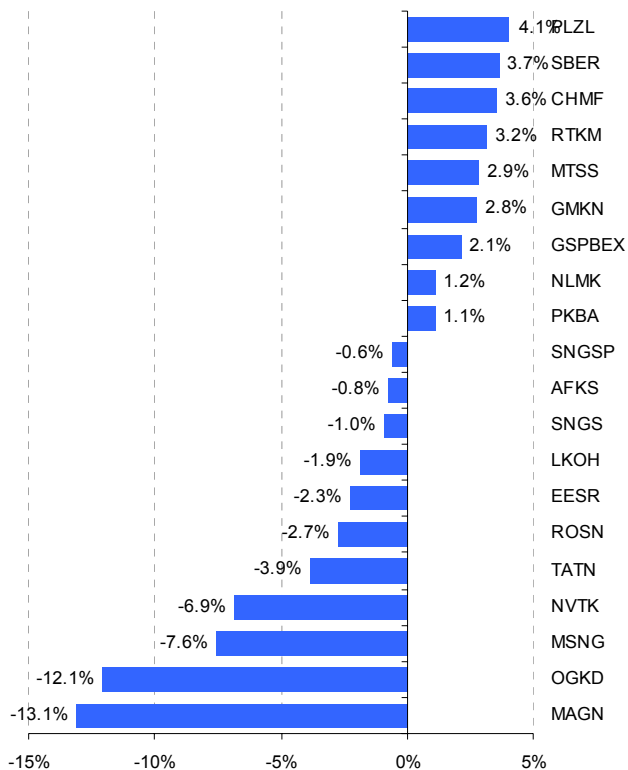
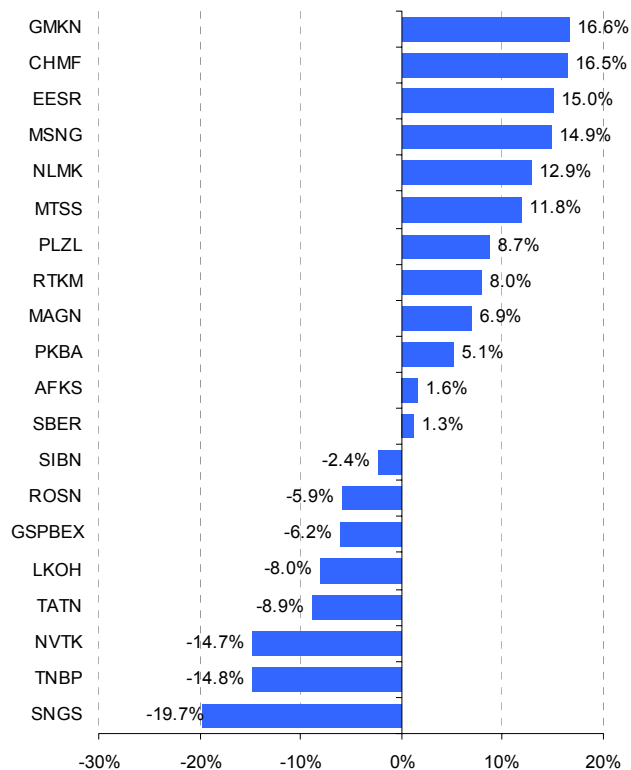
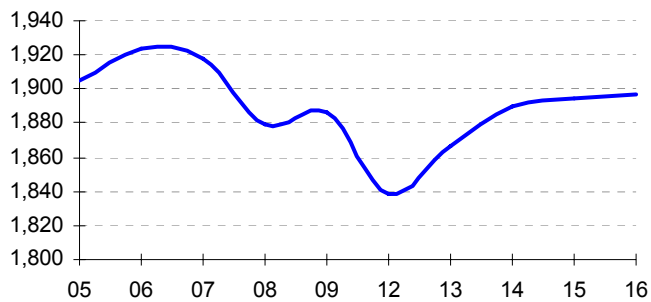
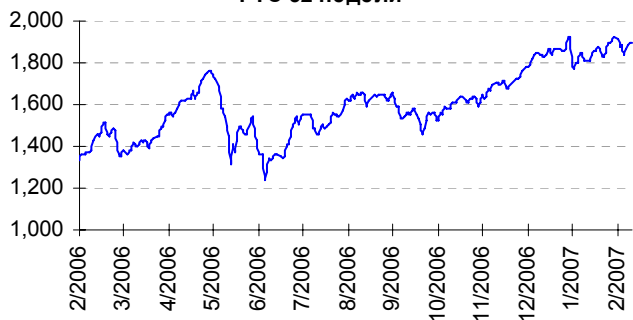
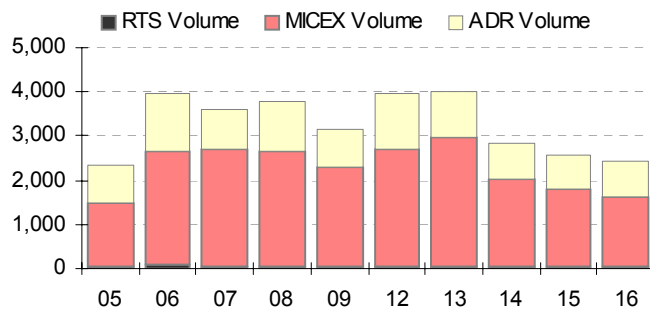
| Выпуск | Объем, млн | Рейтинг | Дата погашения | Купон, % | Bid | Ask | Доходность, % | Текущая доход., % | Спрэд к UST, бп | Спрэд к России, бп | Дюрация, лет | DV01, бп |
|--|------------|----------------|----------------|----------|--------|--------|---------------|-------------------|-----------------|--------------------|--------------|----------|
| Корпоративные и муниципальные еврооблигации | | | | | | | | | | | | |
| Galley 13 | \$175 | B-/Caa1 | 2/3/2009 | 10.125 | 100.00 | 101.00 | 9.93 | 10.07 | 99.41 | -2 | 2.55 | 2.56 |
| Абсолют Банк 09 | \$200 | n.r./B1/B | 7/4/2009 | 8.75 | 100.50 | 101.00 | 8.35 | 8.68 | 376.57 | 294 | 1.80 | 1.81 |
| Алроса 08 | \$500 | BB-/Ba2 | 6/5/2008 | 8.125 | 102.31 | 102.75 | 5.93 | 7.92 | 113.75 | 43 | 1.10 | 1.13 |
| Алроса 14 | \$300 | BB-/Ba2 | 17/11/2014 | 8.875 | 115.00 | 115.37 | 6.36 | 7.70 | 176.91 | 72 | 5.50 | 6.34 |
| Альфа Банк 08 | \$250 | BB-/Ba2/BB- | 2/7/2008 | 7.75 | 100.88 | 101.38 | 6.86 | 7.66 | 211.63 | 139 | 1.24 | 1.25 |
| Альфа Банк 15/10 | \$225 | B/Ba3/B+ | 9/12/2015 | 8.625 | 100.90 | 101.40 | 8.26 | 8.53 | 385.24 | 284 | 3.05 | 3.09 |
| АльфаБанк 09 | \$400 | n.r./Ba2/BB- | 10/10/2009 | 7.875 | 100.50 | 101.00 | 7.53 | 7.82 | 295.29 | 210 | 2.22 | 2.24 |
| Банк Москвы 09 | \$250 | n.r./A3/BBB | 28/9/2009 | 8 | 104.38 | 105.13 | 6.00 | 7.64 | 136.91 | 52 | 2.22 | 2.33 |
| Банк Москвы 10 | \$300 | n.r./A3/BBB | 26/11/2010 | 7.375 | 103.75 | 104.50 | 6.13 | 7.08 | 164.38 | 64 | 3.14 | 3.27 |
| БанкМосквы 13 | \$500 | n.r./A3/BBB | 13/5/2013 | 7.335 | 104.25 | 104.25 | 6.49 | 7.04 | 194.41 | 91 | 4.78 | 4.98 |
| БанкМосквы 15/10 | \$300 | n.r./Baa1/BBB- | 25/11/2015 | 7.5 | 102.63 | 103.63 | 6.55 | 7.27 | 207.07 | 107 | 3.12 | 3.22 |
| Бин Банк 09 | \$200 | B-/n.r./B- | 18/5/2009 | 9.5 | 99.26 | 99.30 | 9.85 | 9.57 | 535.85 | 453 | 1.86 | 1.85 |
| ВБД 08 | \$150 | B+/B2 | 21/5/2008 | 8.5 | 101.60 | 102.10 | 6.93 | 8.35 | 217.40 | 146 | 1.12 | 1.15 |
| Внешторгбанк 07 | \$300 | BBB+/A2/BBB+ | 30/7/2007 | 2.9 | 100.00 | 100.00 | 8.52 | 2.90 | 344.99 | 320 | 0.41 | 0.41 |
| Внешторгбанк 08 | \$550 | BBB+/A2/BBB+ | 11/12/2008 | 6.875 | 101.63 | 101.63 | 5.91 | 6.76 | 118.78 | 40 | 1.63 | 1.66 |
| Внешторгбанк 11 | \$450 | BBB+/A2/BBB+ | 12/10/2011 | 7.5 | 106.00 | 106.00 | 6.00 | 7.08 | 161.32 | 47 | 3.73 | 3.96 |
| Внешторгбанк 15 | \$750 | BBB/A2/BBB | 4/2/2010 | 6.315 | 102.43 | 102.83 | 2.12 | 6.15 | 70.60 | -15 | 6.72 | 2.62 |
| Внешторгбанк 16€ | 500.00 | BBB+/A2/BBB+ | 15/2/2016 | 4.25 | 97.76 | 98.26 | 4.47 | 4.34 | 45.59 | 0 | 7.35 | 7.21 |
| Внешторгбанк 35 (put) | \$1000 | BBB+/A2/BBB+ | 2/7/2035 | 6.25 | 101.63 | 101.63 | 6.00 | 6.15 | 120.58 | -27 | 6.28 | 6.39 |
| Вымпелком 09 | \$450 | BB+/Ba3 | 16/6/2009 | 10 | 107.88 | 108.13 | 6.25 | 9.26 | 160.52 | 77 | 1.99 | 2.15 |
| Вымпелком 10 | \$300 | BB+/Ba3 | 11/2/2010 | 8 | 104.00 | 104.50 | 6.41 | 7.67 | 180.49 | 95 | 2.56 | 2.67 |
| Вымпелком 11 | \$300 | BB+/Ba3 | 22/10/2011 | 8.375 | 107.38 | 107.38 | 6.52 | 7.80 | 214.34 | 100 | 3.68 | 3.95 |
| Вымпелком 16 | \$600 | BB+/Ba3 | 23/5/2016 | 8.25 | 107.15 | 107.40 | 7.16 | 7.69 | 254.96 | 149 | 6.26 | 6.72 |
| Газпром 07 | \$500 | BBB-/Baa1/BBB- | 25/4/2007 | 9.13 | 100.75 | 100.75 | 5.09 | 9.06 | -5.26 | -44 | 0.18 | 0.18 |
| Газпром 09 | \$700 | BBB-/Baa1/BBB- | 21/10/2009 | 10.5 | 112.19 | 112.25 | 5.53 | 9.36 | 88.16 | 3 | 2.23 | 2.51 |
| Газпром 10€ | 1000.00 | BBB-/Baa1/BBB- | 27/9/2010 | 7.8 | 110.13 | 110.48 | 4.57 | 7.07 | 63.31 | 0 | 3.09 | 3.41 |
| Газпром 12€ | 1000.00 | BBB-/Baa1/BBB- | 9/12/2012 | 4.56 | 98.00 | 98.13 | 4.89 | 4.65 | 92.41 | 0 | 4.97 | 4.87 |
| Газпром 13 | \$1750 | BBB-/Baa1/BBB- | 1/3/2013 | 9.63 | 118.13 | 118.50 | 5.97 | 8.14 | 144.30 | 38 | 4.42 | 5.23 |
| Газпром 13а | \$646 | BBB-/Baa1/BBB- | 22/7/2013 | 5.625 | 99.38 | 99.63 | 5.83 | 5.65 | 125.32 | 31 | 2.30 | 1.98 |
| Газпром 15 | \$1000 | BB+/A3 | 23/9/2015 | 6.5 | 100.25 | 100.25 | 6.46 | 6.48 | 184.47 | 78 | 6.21 | 6.23 |
| Газпром 15€ | 1000.00 | BBB-/Baa1/BBB- | 1/6/2015 | 5.875 | 104.38 | 104.38 | 5.22 | 5.63 | 122.77 | 0 | 6.35 | 6.63 |
| Газпром 16 | \$1350 | BBB-/Baa1/BBB- | 22/11/2016 | 6.212 | 100.00 | 100.40 | 6.18 | 6.20 | 151.11 | 45 | 6.99 | 7.01 |
| Газпром 20 | \$1250 | BBB+/nr/BBB | 1/2/2020 | 7.201 | 105.13 | 105.44 | 5.91 | 6.84 | 131.36 | 27 | 3.98 | 3.99 |
| Газпром 34 | \$1200 | BBB-/Baa1/BBB- | 28/4/2034 | 8.625 | 127.50 | 127.50 | 6.46 | 6.76 | 157.27 | 14 | 11.73 | 14.96 |
| Газпромбанк 08 | \$1050 | BB+/A3 | 30/10/2008 | 7.25 | 102.00 | 102.25 | 5.92 | 7.10 | 118.20 | 41 | 1.52 | 1.55 |
| Евразхолдинг 09 | \$300 | BBB+/nr/BBB | 3/8/2009 | 10.875 | 109.75 | 109.75 | 6.53 | 9.91 | 189.17 | 106 | 2.10 | 2.30 |
| Евразхолдинг 15 | \$750 | BB-/B2/BB | 10/11/2015 | 8.25 | 103.13 | 103.37 | 7.73 | 7.99 | 315.67 | 210 | 5.92 | 6.11 |
| Зенит 09 | \$200 | n.r./nr/BB | 27/10/2009 | 8.75 | 99.90 | 100.15 | 8.54 | 8.07 | 400.75 | 316 | 2.21 | 2.21 |
| КазаньОргСинтез 11 | \$200 | B-/na/B | 30/11/2011 | 9.25 | 100.90 | 101.55 | 8.92 | 9.14 | 463.58 | 350 | 3.54 | 3.58 |
| КазКоммерцБанк 14/09 | \$351 | n.r./B1e/B | 12/5/2009 | 9 | 101.90 | 102.15 | 7.99 | 8.82 | 340.42 | 257 | 1.89 | 1.93 |
| МБПП 08 | \$150 | n.r./B1/B | 3/3/2008 | 8.625 | 100.85 | 101.25 | 7.55 | 8.54 | 279.73 | 210 | 0.92 | 0.93 |
| МДМ 07_1 | \$250 | B+/Ba2/BB- | 7/12/2007 | 7.5 | 100.25 | 100.60 | 6.93 | 7.47 | 211.26 | 145 | 0.74 | 0.74 |
| МДМ 11 | \$200 | B-/Ba3/B+ | 21/7/2011 | 9.75 | 104.50 | 105.00 | 8.44 | 9.31 | 412.63 | 301 | 3.43 | 3.60 |
| Мегафон 09 | \$375 | BB-/B1/BB | 10/12/2009 | 8 | 104.00 | 104.00 | 6.42 | 7.69 | 180.68 | 95 | 2.40 | 2.50 |
| ММК 08 | \$300 | BB/Ba3/BB- | 21/10/2008 | 8 | 102.50 | 102.50 | 6.40 | 7.80 | 167.05 | 90 | 1.48 | 1.51 |
| Москва 11 | 400.00 | BBB+/Baa2/BBB+ | 12/10/2011 | 6.45 | 106.94 | 107.29 | 4.65 | 6.02 | 70.53 | 0 | 3.93 | 4.21 |
| Моснарбанк 07 | \$200 | n.r./Baa2/BBB | 5/10/2007 | 1.8 | 100.82 | 100.92 | 5.88 | 1.78 | 100.89 | 37 | 0.59 | 0.59 |
| Моснарбанк 08 | \$150 | n.r./Baa2/BBB | 30/6/2008 | 4.375 | 97.73 | 98.04 | 6.00 | 4.47 | 122.18 | 49 | 1.26 | 1.24 |
| МТС 08 | \$400 | BB-/Ba3/nr | 30/1/2008 | 9.75 | 103.31 | 103.56 | 5.99 | 9.43 | 115.59 | 48 | 0.88 | 0.91 |
| МТС 10 | \$400 | BB-/Ba3 | 14/10/2010 | 8.375 | 105.75 | 106.25 | 6.50 | 7.90 | 200.32 | 103 | 2.98 | 3.16 |
| МТС 12 | \$400 | BB-/Ba3 | 18/7/2016 | 8 | 105.25 | 106.00 | 6.65 | 7.57 | 228.05 | 112 | 3.95 | 4.17 |
| Нижнекамскнефть 15 | \$200 | n.r./B1/B+ | 22/12/2015 | 8.5 | 101.10 | 101.60 | 8.23 | 8.39 | 376.16 | 269 | 4.75 | 4.81 |
| Никоил 07 | \$150 | B/Ba3/n.r. | 19/3/2007 | 9 | 100.12 | 100.27 | 6.76 | 8.98 | 206.89 | 162 | 0.08 | 0.08 |
| Номос 09 | \$150 | n.r./Ba3/B+ | 12/5/2009 | 8.25 | 100.45 | 100.76 | 7.94 | 8.20 | 336.10 | 253 | 1.90 | 1.91 |
| Номос16 | \$125 | nr/B1/B+ | 20/10/2016 | 9.75 | 101.36 | 101.61 | 9.34 | 9.61 | 507.53 | 394 | 3.47 | 3.52 |
| Норникель 09 | \$500 | BBB-/Baa2/BBB- | 30/9/2009 | 7.125 | 102.88 | 103.25 | 5.84 | 6.91 | 120.64 | 36 | 2.25 | 2.32 |
| Петербург Банк 09 | \$125 | nr/B1e/B | 25/11/2009 | 9.501 | 101.00 | 101.50 | 8.96 | 9.38 | 444.37 | 359 | 2.27 | 2.29 |
| Петрокоммерц 09 | \$225 | B+/Ba3 | 23/3/2009 | 8 | 99.85 | 100.25 | 7.97 | 8.00 | 337.12 | 255 | 1.78 | 1.78 |
| Промсвязь 11 | \$125 | B+/Ba3/B+ | 20/10/2011 | 8.75 | 101.50 | 102.00 | 8.52 | 8.73 | 422.31 | 309 | 3.54 | 3.55 |
| Промсвязь 12 | \$200 | ССС+/B1/B- | 23/5/2012 | 9.625 | 102.15 | 102.90 | 9.26 | 9.60 | 500.27 | 384 | 3.80 | 3.81 |
| Промсвязьбанк 10 | \$200 | B+/Ba3/B+ | 4/10/2010 | 8.5 | 101.82 | 102.07 | 7.87 | 8.34 | 341.27 | 244 | 2.90 | 2.96 |
| ПСБ 08 | \$300 | n.r./A2/BBB | 29/7/2008 | 6.678 | 101.00 | 101.00 | 5.94 | 6.61 | 117.84 | 44 | 1.32 | 1.34 |
| ПСБ 15/10 | \$400 | n.r./A3/BBB | 29/9/2015 | 6.2 | 100.10 | 100.60 | 6.09 | 6.18 | 157.26 | 60 | 3.05 | 3.06 |
| РБР 08 | \$170 | BBB+/Baa2 | 11/8/2008 | 6.5 | 100.60 | 101.00 | 5.93 | 6.45 | 115.89 | 42 | 1.36 | 1.37 |
| Ренессанс 09 | \$250 | B+/Ba3/BB- | 17/11/2009 | 8.75 | 100.97 | 101.45 | 8.24 | 8.65 | 369.09 | 284 | 2.28 | 2.31 |
| Рообанк 09 | \$225 | n.r./Ba3/BB- | 24/9/2009 | 9.75 | 103.95 | 104.45 | 6.63 | 9.36 | 192.94 | 116 | 1.23 | 0.93 |
| РСХБ 10 | \$350 | n.r./A3/BBB+ | 29/11/2010 | 6.875 | 102.75 | 102.75 | 6.05 | 6.69 | 156.14 | 55 | 3.18 | 3.26 |
| РСХБ 13 | \$700 | n.r./A3/BBB+ | 16/5/2013 | 7.175 | 105.25 | 105.25 | 6.15 | 6.82 | 158.66 | 56 | 4.82 | 5.08 |

Рынок внутреннего долга

| Эмитент | Выпуск, тыс.руб | Дата погашения | Дата оферты | Ставка кулона | Bid | Ask | Цена | Объем торгов, тыс.руб | УТМ, % | Изм., бп | Сред к ГКО/ОФЗ | Дюрация, лет | DV01, бп |
|---------------------------------|--------------------|----------------|-------------|------------------|--------|--------|--------|--------------------------|--------|----------|-------------------|-----------------|----------|
| Корпоративные облигации | | | | | | | | | | | | | |
| ВТБ - 4 об* | 5,000 | 19/3/2009 | 22/3/2007 | 6.5 | 0.00 | 0.00 | 100.00 | - | 6.33 | (2) | 197 | 0.09 | 0.09 |
| ВТБ - 5 об* | 15,000 | 17/10/2013 | 26/4/2007 | 6.2 | 0.00 | 100.40 | 100.00 | - | 7.46 | 0 | 273 | 0.18 | 0.18 |
| ГАЗПРОМ А4 | 5,000 | 10/2/2010 | | 8.22 | 104.17 | 104.18 | 104.17 | 20,952,709 | 6.77 | (0) | 70 | 2.54 | 2.65 |
| ГАЗПРОМ А5 | 5,000 | 9/10/2007 | | 7.58 | 101.20 | 101.25 | 101.20 | 45,572,384 | 5.72 | (6) | 37 | 0.59 | 0.60 |
| ГАЗПРОМ А6 | 5,000 | 20/3/2009 | | 6.95 | 100.73 | 100.84 | 100.83 | 60,467,016 | 6.69 | (1) | 66 | 2.17 | 2.18 |
| ИРКУТ-03об | 3,250 | 16/9/2010 | | 8.74 | 103.53 | 103.70 | 103.78 | - | 7.65 | (1) | 153 | 2.84 | 2.95 |
| Лукойл2обл | 6,000 | 17/11/2009 | | 7.25 | 101.25 | 102.26 | 101.25 | 162,754,868 | 6.85 | (1) | 21 | 0.70 | 0.71 |
| НКНХ-03 об* | 2,000 | 1/9/2007 | 1/9/2005 | 8 | 100.00 | 100.20 | 100.15 | - | 7.67 | (0) | 243 | 0.13 | 0.13 |
| ОМК 1 об | 3,000 | 12/6/2008 | | 9.2 | 101.65 | 0.00 | 101.85 | - | 7.83 | (11) | 226 | 1.16 | 1.19 |
| РЖД-02обл | 4,000 | 5/12/2007 | | 7.75 | 0.00 | 0.00 | 101.45 | 10,145,000 | 5.94 | (0) | 53 | 0.74 | 0.75 |
| РЖД-03обл | 4,000 | 2/12/2009 | | 8.33 | 104.20 | 105.23 | 104.15 | - | 6.78 | (17) | 73 | 2.36 | 2.46 |
| РЖД-04обл | 10,000 | 14/6/2007 | | 6.59 | 100.30 | 100.35 | 100.27 | 7,221,540 | 5.78 | 5 | 54 | 0.31 | 0.31 |
| РЖД-05обл | 10,000 | 21/1/2009 | | 6.67 | 100.10 | 100.20 | 100.10 | 1,152,827,003 | 6.72 | (0) | 83 | 1.72 | 1.72 |
| РЖД-06обл | 10,000 | 10/11/2010 | | 7.35 | 101.65 | 101.70 | 101.65 | 138,014,847 | 6.95 | (0) | 79 | 3.07 | 3.12 |
| РЖД-07обл | 5,000 | 7/11/2012 | | 7.55 | 102.70 | 102.85 | 102.80 | 12,121,003 | 7.07 | (477) | 82 | 4.38 | 4.50 |
| РусАлФ-2в | 5,000 | 20/5/2007 | | 8 | 100.12 | 0.00 | 100.25 | - | 7.05 | (1) | 206 | 0.24 | 0.24 |
| РусАлФ-3в | 6,000 | 21/9/2008 | | 7.2 | 99.95 | 100.12 | 100.05 | - | 7.29 | (0) | 164 | 1.39 | 1.39 |
| РусНефть1 | 7,000 | 10/12/2010 | | 9.25 | 90.72 | 91.00 | 91.00 | 2,231,510 | 7.63 | 0 | 982 | 3.07 | 1.46 |
| САНОС-02об | 3,000 | 10/11/2009 | | 10 | 104.97 | 105.04 | 105.00 | 115,636,550 | 8.08 | (2) | 203 | 2.23 | 2.34 |
| СевСталь-1 | 3,000 | 28/6/2007 | | 8.1 | 100.50 | 0.00 | 100.30 | - | 7.33 | (1) | 208 | 0.34 | 0.34 |
| СибТлк-4об | 2,000 | 5/7/2007 | | 12.5 | 102.00 | 102.20 | 102.00 | 57,147,960 | 7.16 | 1 | 189 | 0.36 | 0.36 |
| СибТлк-5об | 3,000 | 25/4/2008 | | 9.2 | 102.05 | 102.25 | 102.15 | 915,264 | 7.39 | (9) | 186 | 1.05 | 1.07 |
| ПятерочФ 2 | 3,000 | 14/12/2010 | | 9.3 | 103.15 | 103.35 | 103.30 | 100,239,348 | 8.44 | (0) | 227 | 3.02 | 3.12 |
| Мечел 2об | 5,000 | 12/6/2013 | 16/6/2010 | 8.4 | 101.28 | 101.40 | 101.35 | 142,215,442 | 8.08 | (0) | 200 | 2.72 | 2.76 |
| УралСвайИн4 | 3,000 | 1/11/2007 | | 9.99 | 101.50 | 102.00 | 101.82 | - | 7.40 | (1) | 203 | 0.64 | 0.65 |
| УралСвайИн5 | 2,000 | 17/4/2008 | | 9.19 | 102.05 | 102.15 | 102.05 | - | 7.44 | (0) | 191 | 1.03 | 1.05 |
| ФСК ЕЭС-01 | 5,000 | 18/12/2007 | | 8.8 | 102.30 | 102.35 | 102.35 | 7,230,995 | 5.95 | 1 | 53 | 0.77 | 0.79 |
| ФСК ЕЭС-02 | 7,000 | 22/6/2010 | | 8.25 | 103.49 | 103.60 | 103.48 | 10,550,508 | 7.19 | (2) | 110 | 2.77 | 2.87 |
| ФСК ЕЭС-03 | 7,000 | 12/12/2008 | | 7.1 | 100.55 | 100.65 | 100.60 | 115,741,006 | 6.85 | 0 | 104 | 1.61 | 1.62 |
| ЦентрТел-4 | 5,600 | 21/8/2009 | | 13.8 | 0.00 | 0.00 | 114.20 | - | 7.63 | (1) | 162 | 1.95 | 2.23 |
| ЦентрТел-5 | 3,000 | 30/8/2011 | 2/9/2008 | 8.09 | 0.00 | 0.00 | 100.95 | - | 7.56 | (0) | 194 | 1.33 | 1.33 |
| ЧТПЗ 01об | 3,000 | 16/6/2010 | 18/6/2008 | 9.5 | 102.25 | 102.30 | 102.25 | - | 8.36 | 1 | 218 | 1.64 | 0.14 |
| ЮТК-3 | 3,500 | 10/10/2009 | 9/10/2007 | 10.9 | 102.00 | 102.30 | 102.25 | 8,077,750 | 7.36 | (2) | 201 | 0.58 | 0.59 |
| ЮТК-4 | 5,000 | 9/12/2009 | | 10 | 103.86 | 103.94 | 103.94 | 125,220,005 | 7.80 | (19) | 188 | 1.50 | 1.40 |
| Субфедеральные облигации | | | | | | | | | | | | | |
| МГор29-об | 5,000 | 5/6/2008 | | 10 | 105.08 | 105.45 | 105.30 | - | 5.78 | 1 | 22 | 1.17 | 1.23 |
| МГор31-об | 5,000 | 20/5/2007 | | 10 | 0.00 | 0.00 | 101.28 | - | 5.00 | 1 | 2 | 0.24 | 0.24 |
| МГор36-об | 5,000 | 16/12/2008 | | 10 | 106.90 | 0.00 | 107.02 | - | 5.98 | (2) | 16 | 1.60 | 1.72 |
| МГор38-об | 5,000 | 26/12/2010 | | 10 | 112.22 | 112.35 | 112.22 | 2,244,400 | 6.48 | (0) | 29 | 3.09 | 3.09 |
| МГор39-об | 5,000 | 21/7/2014 | | 10 | 109.81 | 109.90 | 109.82 | 115,398,950 | 6.65 | (2) | 26 | 5.30 | 5.82 |
| МГор40-об | 4,000 | 26/10/2007 | | 0 | 102.98 | 0.00 | 103.26 | - | 5.26 | (1) | -11 | 0.64 | 0.66 |
| МГор41-об | 5,000 | 30/7/2010 | | 10 | 107.80 | 108.15 | 107.90 | - | 6.41 | (0) | 32 | 2.85 | 3.07 |
| МГор42-об | 5,000 | 13/8/2007 | | 10 | 0.00 | 0.00 | 101.90 | - | 6.08 | (3) | 78 | 0.46 | 0.47 |
| МГор43-об | 5,000 | 17/5/2008 | | 10 | 0.00 | 0.00 | 105.35 | - | 5.65 | (1) | 10 | 1.10 | 1.16 |
| Мос.обл.3в | 4,000 | 19/8/2007 | | 11 | 0.00 | 0.00 | 102.45 | - | 6.08 | (0) | 77 | 0.45 | 0.46 |
| Мос.обл.4в | 9,600 | 21/4/2009 | | 11 | 109.20 | 109.25 | 109.20 | - | 6.59 | 79 | 61 | 1.84 | 2.01 |
| Мос.обл.5в | 12,000 | 30/3/2010 | | 10 | 107.00 | 107.11 | 107.15 | 32,939,250 | 6.62 | (0) | 62 | 1.90 | 1.52 |
| Мос.обл.6в | 12,000 | 19/4/2011 | | 9 | 107.56 | 107.60 | 107.56 | 126,011,156 | 7.00 | (1) | 80 | 3.28 | 3.52 |

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

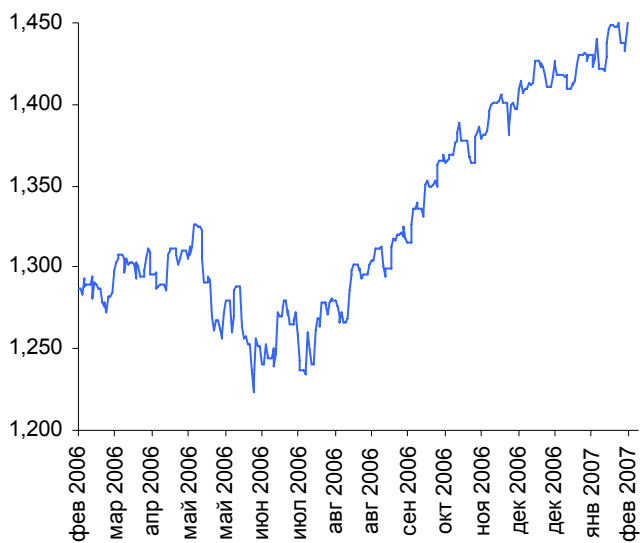
Источник: ММВБ

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

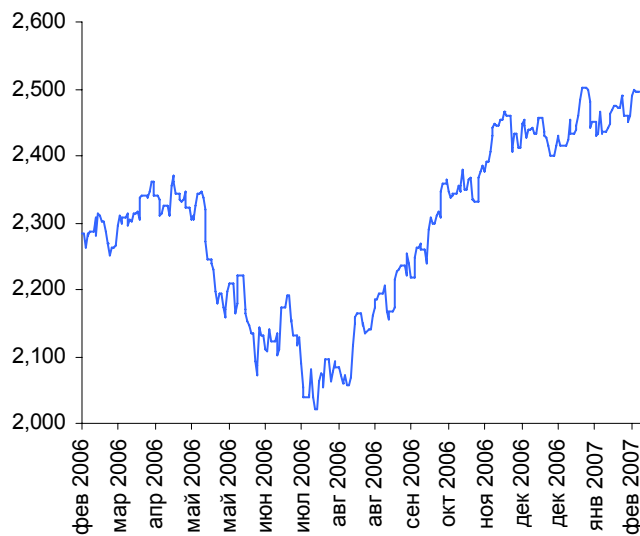
| Company | % изм. | Объем (\$ млн) |
|-----------------------|--------|----------------|
| Газпром | 2.1 | 73 |
| РАО ЕЭС России | -2.3 | 70 |
| Сбербанк РФ | 3.7 | 24 |
| ЛУКОЙЛ | -1.9 | 21 |
| ГМК Норильский никель | 2.8 | 15 |
| Сбербанк РФ, прив. | 1.9 | 4 |
| Транснефть, прив. | -2.2 | 4 |
| Сургутнефтегаз | -1.0 | 3 |
| Роснефть | -2.7 | 3 |
| Северсталь | 3.6 | 3 |

МИРОВЫЕ РЫНКИ

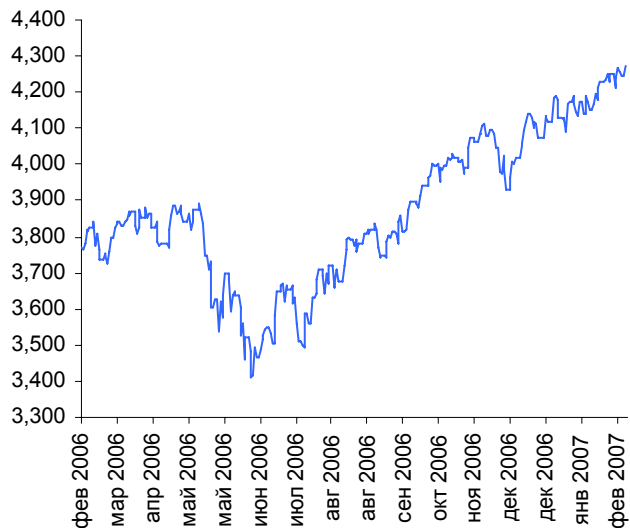
S&P 500



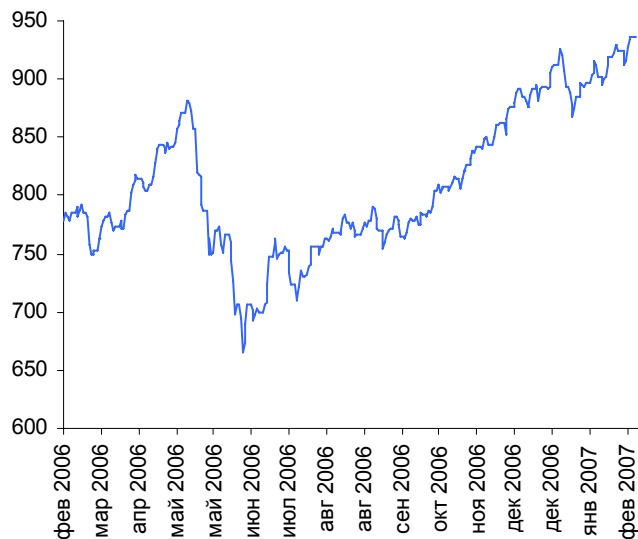
Nasdaq



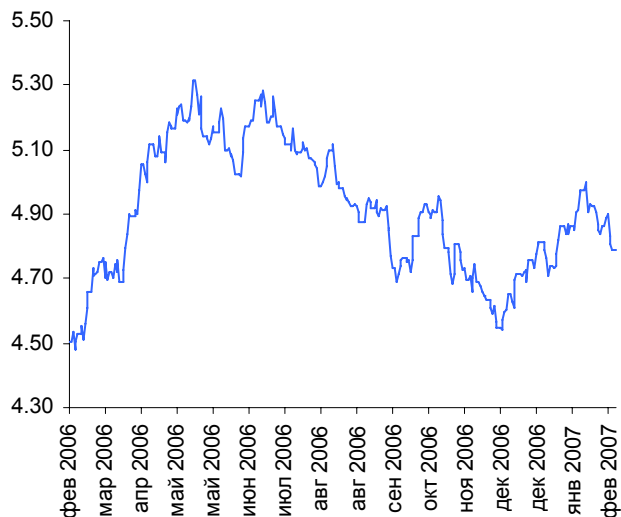
DJ Euro STOXX 50



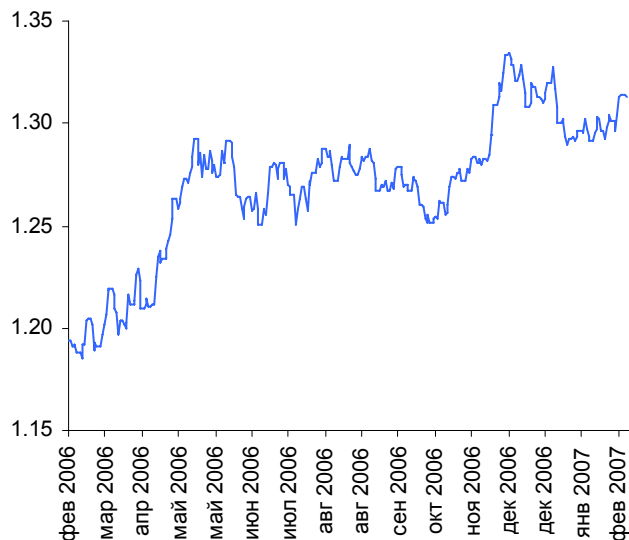
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



ЗАО "АТОН Брокер"

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

Трейдинг
Контакты:
Мария Родионова
rodionova@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
ssidorov@aton.ru

Заявление аналитика

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

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых ЗАО «АТОН Брокер» по акциям
Рекомендация Критерий

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

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

Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

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

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

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

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton International Ltd.

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

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

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

Контакты:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
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
Крис Пирсон
pearson@atonint.com
+44 20 7464-8848

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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