

В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	7
Steppе Cement. Последний шанс сделать ставку на рост компании	
Долговой рынок	12
Рынок акций	14
Мировые рынки	15

КОММЕНТАРИЙ

Банкротство ЮКОСа: "Роснефть" может стать основным бенефициаром

Приобретение активов ЮКОСа может увеличить стоимость "Роснефти" на 18%



Источник: оценки "Атона"

Распродажа активов ЮКОСа начнется только в следующем году, однако рынок, похоже, уже пришел к выводу, что главными бенефициарами этого процесса станут госкомпании. Мы решили подсчитать, какую выгоду могут получить "Роснефть" и "Газпром", которые считаются главными претендентами на покупку дочерних предприятий ЮКОСа. В своих расчетах мы исходили из следующих предположений:

Прогнозируемая стоимость (EV) ЮКОСа, по нашим оценкам, составляет \$37.1 млрд. Мы рассчитали совокупную стоимость всей компании как сумму стоимости ее основных активов. При этом мы оценивали добывающие "дочки" компании, исходя из коэффициентов оценки запасов и добычи, применяемых для ее публичных аналогов (\$4/бпр. доказанных запасов и \$90/бпр. добычи), а в случае с "Юганскнефтегазом" принимали во внимание коэффициенты обмена, применявшиеся при консолидации "Роснефти" (\$160/бпр. добычи). Аналогичным образом, НПЗ компании оценивались, исходя из коэффициентов \$15/бпр. мощности и \$20/бпр. переработки, а ВСНК и газовые проекты – \$0.25/бпр. запасов ЗР. Принадлежащие ЮКОСу 20% акций "Сибнефти" мы оценили по их текущей рыночной стоимости – \$3.8 млрд., Transpetrol – на уровне \$100 млн. (на основе публичной информации о возможной цене продажи компании).

Мы "разделили" большую часть активов ЮКОСа между "Газпромом" и "Роснефтью", основываясь на публичных высказываниях топ-менеджеров этих компаний и публикациях в СМИ. Таким образом, мы исходили из предположения, что "Роснефть" потенциально имеет возможность получить 23% акций "Юганскнефтегаза", а также "Самаранефтегаз", Ангарскую НХК и группу Самарских НПЗ. В свою очередь, "Газпром" может получить "Томскнефть", Ачинский НПЗ, газовые активы и 20% акций "Газпромнефти". Мы не стали включать в наш сценарий ВСНК, так как Минприроды недавно заявило о возможном отзыве лицензии на принадлежащее компании Юрубчено-Тахомское месторождение, а также доли в словацкой компании Transpetrol и литовском концерне Mazeikui Nafta, так как судьба этих активов пока не определена (в прессе появлялись сообщения о том, что они уже проданы).

"Роснефть" станет основным бенефициаром банкротства ЮКОСа, если представленный выше сценарий будет реализован (см. рисунок). По нашим расчетам, прирост стоимости "Газпрома" в результате приобретения активов ЮКОСа составит \$7 млрд. или 3% текущей капитализации, для "Роснефти" эти цифры составят \$14.7 млрд. и 18% соответственно. При этом мы исходим из предположения,

что реальные цены продажи "дочек" ЮКОСа окажутся ниже рассчитанной нами стоимости и в сумме не превысят совокупный объем обязательств компании (выигрыш госкомпаний будет заключаться в разнице между прогнозируемой ценой и ценой продажи). Мы также учитываем тот факт, что "Роснефть" является крупнейшим кредитором ЮКОСа и должна получить свыше \$4.5 млрд. в счет погашения долга. Следует отметить, мы учитываем только долги ЮКОСа перед "Роснефтью" и "Юганскнефтегазом", которые на сегодня официально включены в реестр кредиторов. Госкомпания также пытается добиться в суде признания дополнительных требований к ЮКОСу на сумму свыше \$8.3 млрд. Если это произойдет, выигрыш "Роснефти" возрастет, а "Газпрома" – уменьшится.

С точки зрения роста стоимости наибольший эффект дала бы покупка активов ЮКОСа дочерней нефтяной компанией "Газпрома" – "Газпромнефтью". Сумма в \$7 млрд. является незначительной в сравнении с капитализацией "Газпрома", но составляет 38% текущей капитализации "Газпромнефти". Очевидно, что с точки зрения создания дополнительной акционерной стоимости для "Газпрома" было бы целесообразней передать активы ЮКОСа своей нефтяной "дочке", кроме того, для газового монополиста в принципе было бы логично консолидировать все нефтяные активы под одной крышей. Однако мы не уверены, что "Газпром" реализует именно этот сценарий, так как концерн вряд ли захочет делиться выигрышем от распродажи активов ЮКОСа с миноритариями "дочки". Как вариант, монополия, на наш взгляд, может воспользоваться последними изменениями в законе Об акционерных обществах и объявить принудительный выкуп долей миноритарных акционеров "Газпромнефти" до того, как последняя начнет приобретать доли в "дочках" ЮКОСа.

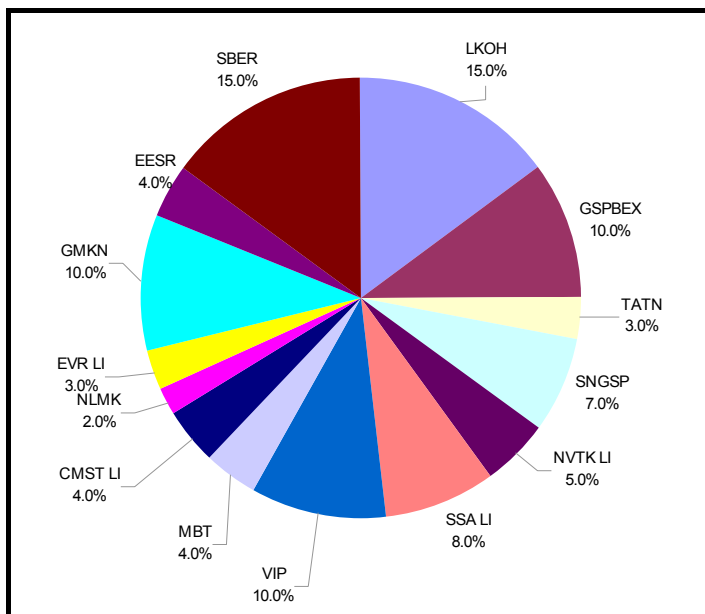
Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru

Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru

НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
25.09	Внеочередное собрание акционеров "Северстали"	Будут опубликованы данные о продаже жилых домов на вторичном рынке за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 6.20 млн. (предыдущее значение: 6.30 млн.)	
26.09	Акционеры "Уралсвязьинформа" на внеочередном собрании изберут совет директоров	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей, рассчитываемого Conference Board, за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 103.0 пункта (предыдущее значение: 99.6 пункта)	
	Акционеры ОГК-5 на внеочередном собрании утвердят допэмиссию акций		
	Заседание совета директоров ОГК-1	Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Richmond Fed Manufacturing за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 7.0 пункта (предыдущее значение: 3.0 пункта)	
	Rambler Media опубликует результаты за первое полугодие 2006 года по МСФО		
	Акционеры "Рязаньнефтепродукта" обсудят вопрос об увеличении уставного капитала компании		
27.09	Акционеры Каспийского трубопроводного консорциума (КТК) на очередном собрании рассмотрят вопрос расширения нефтепровода	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% (предыдущее значение: -2.4%)	
	Совет директоров "Газпрома" рассмотрит вопрос создания СП с Казахстаном на базе Оренбургского ГПЗ		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит ряд исков МГТС о взыскании с Минфина 600 млн. руб.	Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1040 тыс. (предыдущее значение: 1072 тыс.)	
28.09	Акционеры "Дальсвязи" на внеочередном собрании изберут совет директоров	Будут опубликованы предварительные данные о динамике ВВП за II квартал 2006 года (в годовом выражении). Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.9% (предыдущее значение: 2.9%)	
	ФАС рассмотрит дело в отношении операторов МТС, "Вымпелкома" и "Мегафона" по признакам нарушения закона "О конкуренции"		
	Акционеры "Карельского окатыша" на внеочередном собрании изберут совет директоров	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 24 сентября 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 318 тыс.)	
	Акционеры ТМК обсудят предоставление займа, заинтересованным лицом по которому выступает ТМК Steel	Будет опубликовано значение индекса компаний, нуждающихся в дополнительной рабочей силе, за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 32.0 пункта (предыдущее значение: 32.0 пункта)	
29.09	Совет директоров РАО "ЕЭС России" рассмотрит вопрос о созыве внеочередного собрания акционеров и допэмиссиях генерирующих компаний, включая частное размещение акций "Мосэнерго"	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за август 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.3% и 0.2% соответственно (предыдущее значение: 0.5% и 0.8%)	Будет опубликовано значение индекса экономической уверенности стран евро-зоны за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 106.3 пункта (предыдущее значение: 106.7 пункта)
	Акционеры ОГК-5 на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о допэмиссии акций		
	Акционеры Дагестанской РГК обсудят передачу исполнительных полномочий "ГидроОГК"	Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 85.0 пункта (предыдущее значение: 84.4 пункта)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за сентябрь 2006 года (в годовом сопоставлении). Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.9% (предыдущее значение: 2.3%)
	Внеочередные собрания акционеров НТМК, ЗСМК и НЛМК	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за сентябрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 55.5 пункта (предыдущее значение: 57.1 пункта)	

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля в точности повторила динамику рынка, снизившись на 2.96% на фоне падения индекса РТС на 2.95%.

Противостоять рыночной коррекции сумели лишь акции НЛМК и Evraz Group, котировки которых выросли на 3.8% и 8.2% в условиях повышения интереса инвесторов к сталелитейному сектору.

Кроме того, рост "против рынка" продемонстрировали также акции "Комстар-ОТС", подорожавшие за неделю на 1.5%.

Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	-2.96%	-2.95%	-0.01%	-5.07%	-8.42%	3.34%	48.64%	33.70%	14.94%

Рекомендуемый портфель

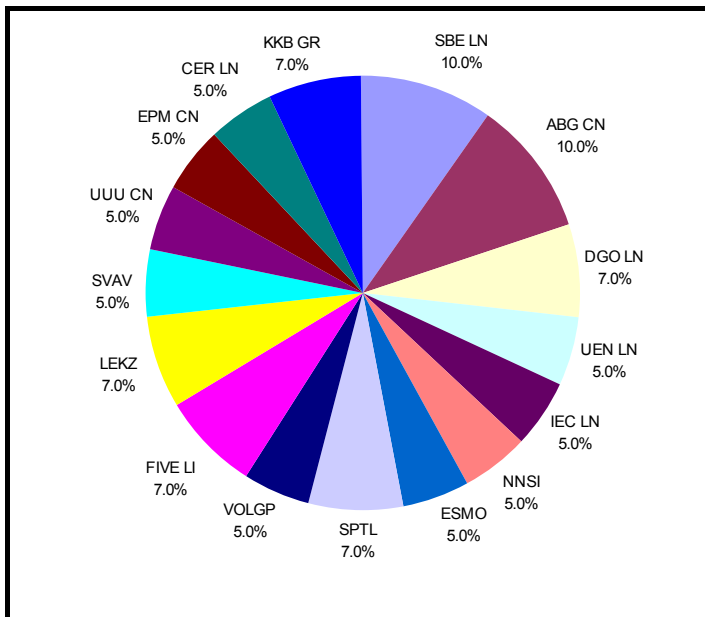
Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 22/09, \$	Цена 15/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Нефть и газ							
	56.02%	40.0%	40.0%				
ЛУКОЙЛ	LKOH	13.87%	15.0%	75.35	77.75	-3.1%	26.6%
Газпром	GSPBEX	14.30%	10.0%	10.21	10.89	-6.3%	51.0%
Татнефть	TATN	2.25%	3.0%	4.30	4.75	-9.5%	31.5%
Сургутнефтегаз, прив.	SNGSP	3.71%	7.0%	0.88	0.90	-2.3%	-1.0%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.79%	5.0%	45.10	46.00	-2.0%	105.9%
Телекоммуникации							
	8.70%	26.0%	26.0%				
АФК "Система"	SSA LI	0.00%	8.0%	26.80	28.05	-4.5%	11.2%
Вымпелком	VIP	0.00%	10.0%	61.85	62.62	-1.2%	37.8%
МТС	MBT	4.79%	4.0%	37.75	39.65	-4.8%	7.1%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	6.80	6.70	1.5%	-5.4%
Металлургия							
	11.45%	15.0%	15.0%				
НЛМК	NLMK	1.39%	2.0%	1.91	1.84	3.8%	33.6%
"Евраз-групп"	EVRLI	0.00%	3.0%	23.80	22.00	8.2%	31.5%
ГМК Норильский никель	GMKN	6.18%	10.0%	117.30	121.00	-3.1%	78.8%
Прочие							
	23.85%	19.0%	19.0%				
РАО ЕЭС России	EESR	3.49%	4.0%	0.71	0.78	-8.7%	67.6%
Сбербанк РФ	SBER	12.38%	15.0%	2,105	2,160	-2.5%	60.7%
Всего		100%				-3.0%	48.6%

Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

	Справедливая цена	EV/Revenue			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Нефть и газ														
Газпром	10.5	3.6	3.3	3.4	8.1	7.7	8.4	11.1	10.6	12.2	10.8	10.0	9.3	IFRS
ЛУКОЙЛ	77.8	0.9	1.0	1.2	5.6	6.1	6.8	8.4	9.3	10.6	8.6	7.6	8.3	US GAAP
Роснефть	7.58	2.7	2.8	3.0	11.1	11.5	12.0	20.5	19.3	21.2	13.7	13.2	13.6	US GAAP
Сургутнефтегаз (без учета казн. акций)	N.A.	1.6	1.6	1.7	3.8	4.2	4.2	8.1	7.6	7.1	4.5	4.8	4.8	RAS
Сургутнефтегаз	1.54	2.1	2.2	2.3	5.1	5.7	5.7	14.0	13.2	12.4	7.7	8.3	8.4	RAS
Газпромнефть (Сибнефть)	4.17	1.1	1.2	1.4	4.9	5.8	7.1	6.3	8.5	12.7	5.3	5.5	6.5	US GAAP
Татнефть	5.53	0.6	0.7	0.8	3.5	4.6	5.0	6.0	8.4	9.5	4.8	5.6	6.3	US GAAP
ТНК-ВР	2.81	1.4	1.1	1.2	5.6	5.4	5.9	8.6	8.3	9.3	9.1	8.0	7.2	US GAAP
НОВАТЭК	46.0	7.4	6.4	5.5	12.9	12.5	11.2	19.6	19.1	17.1	17.9	16.8	15.0	IFRS
Burgen Energy	17.1	4.9	5.2	5.9	5.6	6.1	7.1	8.0	9.0	11.4	6.9	6.3	7.6	UK GAAP
Dragon Oil	4.79	3.6	2.9	3.0	4.1	3.3	3.5	7.7	6.3	7.1	7.7	6.3	4.9	IFRS
Телекоммуникации														
МТС	51.0	3.0	2.7	2.5	6.0	5.4	5.1	12.0	10.5	9.8	6.3	5.6	5.2	US GAAP
АФК Система	38.5	2.6	2.2	2.0	6.5	5.6	5.1	6.9	6.0	5.3	5.6	4.9	4.4	US GAAP
Вымпелком	79.0	3.3	2.8	2.6	6.7	5.6	5.2	14.6	10.7	9.9	7.9	5.9	5.3	US GAAP
Ростелеком	2.50	1.7	1.6	1.6	10.5	8.1	8.4	43.8	23.3	22.4	16.0	10.4	9.9	IFRS
Golden Telecom	42.0	1.3	1.1	0.9	4.2	3.6	2.9	9.9	10.4	8.2	5.4	4.4	3.6	US GAAP
РБК	12.9	5.6	4.3	3.4	19.1	13.7	10.1	43.6	29.2	19.0	35.1	23.3	16.4	IFRS
ЮТК	0.14	1.9	1.6	1.4	6.7	5.4	4.4	N.M.	N.M.	9.2	5.6	4.1	2.7	IFRS
Уралсвязьинформ	0.06	2.0	1.8	1.6	5.4	5.1	4.7	12.0	10.7	8.2	5.1	4.5	3.8	IFRS
ВолгаТелеком	5.10	1.8	1.5	1.4	4.6	4.4	4.2	10.6	9.6	7.7	5.0	4.7	4.0	IFRS
Сибирьтелеком	0.11	1.7	1.4	1.3	5.6	4.7	4.3	14.3	10.0	7.5	5.9	5.0	4.0	IFRS
С-З. Телеком	1.40	2.2	1.9	1.7	6.5	5.4	4.7	19.5	13.6	9.8	7.4	5.5	4.6	IFRS
Центртелеком	0.51	1.8	1.7	1.5	6.6	6.0	5.0	N.M.	48.7	15.7	5.8	5.2	4.1	IFRS
Дальсвязь	4.82	1.3	1.1	1.0	4.5	3.8	3.0	11.6	8.5	5.2	7.4	5.9	4.0	IFRS
Электроэнергетика														
РАО ЕЭС России	N.A.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	IFRS
ОГК5	0.080	2.8	2.3	2.1	20.1	15.4	13.2	48.9	31.0	24.8	55.9	49.5	17.2	RAS
ОГК3	0.066	3.2	2.5	2.1	25.1	18.4	15.5	56.7	34.7	27.2	51.8	38.6	21.0	RAS
Металлургия														
ГМК Норильский никель	176	2.0	1.9	1.9	3.0	2.9	3.0	4.4	4.3	4.3	4.2	3.9	3.9	IFRS
Северсталь	12.8	1.3	1.3	1.3	4.6	4.2	4.8	9.1	7.8	9.7	5.6	4.7	5.3	IFRS
НЛМК	2.08	1.9	1.8	1.9	4.2	4.1	4.5	7.8	7.8	8.7	5.1	6.1	6.6	US GAAP
Потребительский сектор														
Сбербанк РФ	2,950	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	13.9	11.1	9.3	3.6	2.8	2.3	IFRS
Пятерочка	25.2	1.4	1.0	0.8	17.4	11.1	8.3	41.8	24.4	16.7	20.5	12.3	9.0	IFRS
Седьмой континент	23.3	1.6	1.3	1.0	14.0	10.8	9.1	24.1	18.9	16.2	16.0	12.4	10.4	IFRS
Efes Breweries	29.9	1.6	1.4	1.3	8.0	7.0	6.4	19.7	16.2	14.1	11.4	9.4	8.3	IFRS
Балтика	42.0	3.6	2.7	2.5	12.0	9.4	8.8	19.1	14.0	12.7	8.4	9.9	10.0	IFRS
Лебедянский	74.2	2.1	1.7	1.4	10.1	7.9	6.7	15.4	11.9	10.0	17.1	12.3	9.6	IFRS
Вимм-Билль-Данн	43.0	1.3	1.1	0.9	10.5	7.9	6.5	23.7	16.8	12.7	15.0	11.2	8.8	US GAAP
Северсталь-Авто	28.6	0.8	0.7	0.6	5.8	4.9	3.6	11.4	9.0	6.1	4.7	3.8	2.7	IFRS
АвтоВАЗ	26.3	0.4	0.4	0.4	6.2	5.9	4.5	26.9	23.7	11.4	6.0	5.7	4.3	IAS
Opiflame, €	22.9	1.9	1.8	1.6	11.8	10.8	9.9	16.4	15.1	13.8	14.3	13.2	11.9	IFRS
Калина	36.4	1.3	1.2	1.2	7.9	7.4	7.1	15.0	13.7	13.0	16.8	12.0	11.0	IFRS

РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

"ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" продемонстрировал неплохие результаты, повысившись на 0.37% на фоне падения индекса РТС на 2.95%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции Kazkommertsbank и European Minerals, котировки которых повысились на 9.1% и 10.9% соответственно, а также бумаги "ЦентрТелекома" и "Северо-Западного Телекома" подорожавшие за неделю на 4.5% и 6.1%.

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 22/09, \$	Цена 15/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Siber Energy	10.0%	10.0%	8.25	7.99	3.2%	31.0%
Arawak Energy	10.0%	10.0%	2.06	2.14	-4.0%	48.7%
Dragon Oil	7.0%	7.0%	3.01	3.10	-2.9%	-11.9%
Urals Energy	5.0%	5.0%	7.01	7.85	-10.7%	55.9%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	12.87	13.07	-1.6%	65.1%
ВолгаТелеком	5.0%	5.0%	3.97	4.05	-2.0%	1.5%
Центртелеком	5.0%	5.0%	0.59	0.56	4.5%	17.0%
С-3 Телеком	7.0%	7.0%	1.19	1.12	6.1%	28.8%
Волжская ГЭС, прив.	5.0%	5.0%	0.22	0.22	0.0%	5.2%
Пятерочка	7.0%	7.0%	19.70	19.60	0.5%	36.8%
Лебедянский	7.0%	7.0%	70.20	70.50	-0.4%	11.4%
Северсталь-Авто	5.0%	5.0%	19.60	20.50	-4.4%	13.0%
UrasiaEnergy	5.0%	5.0%	2.39	2.49	-4.2%	28.0%
European Minerals	5.0%	5.0%	0.64	0.58	10.9%	-23.6%
Celtic Resources	5.0%	5.0%	3.90	3.94	-0.9%	22.3%
Kazkommertsbank	7.0%	7.0%	248.62	227.86	9.1%	68.1%
Всего	100%				0.4%	179.9%

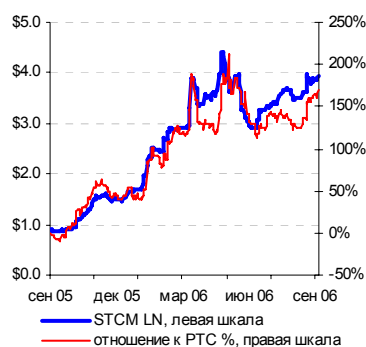
СТЕРРЕ СЕМЕНТ

ПОСЛЕДНИЙ ШАНС СДЕЛАТЬ СТАВКУ НА РОСТ КОМПАНИИ

Тикер	STCM
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	3.93
Прогнозируемая цена, \$	4.65
Потенциал роста	18%

Цены на 21 сентября 2006

Динамика котировок акций



Капитализация и данные об акциях	
Рын. кап., \$ млн.	448
Чистый долг 2005, \$ млн.	6
EV, \$ млн.	454
Кол-во акций в обращении, млн.	114
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	18%
Кол-во акций на ADR	N.A.
Дивиденды 2005, \$	0
Дивидендная доходность	0%

МСФО, \$ млн.	2006П	2007П	2008П
Выручка	62	113	165
ЕБИТДА	28	58	92
Чистая прибыль	18	39	59
Операционный денежный поток	18	40	66

Оценка стоимости	2006П	2007П	2008П
EV/ЕБИТДА	16.3	7.8	4.9
P/E	25.1	11.5	7.6
P/CF	24.6	11.3	6.8

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

После включения в модель компании результатов 2005 года и первого полугодия 2006 года, а также изменения методологии оценки на основе DCF (см. отчет о стратегии "Покупаем российский экономический рост" от 11 сентября), прогнозируемая цена акций Steppe Cement на конец 2007 года повысилась на 47% до \$4.65 за акцию. Поскольку текущие рыночные котировки Steppe Cement составляют \$3.93, мы возобновляем аналитическое освещение компании с рекомендации "Покупать".

Если финансовые результаты 2005 года в целом соответствовали нашим прогнозам, то показатели первого полугодия 2006 года со всей очевидностью продемонстрировали, что наше мнение о казахстанском рынке цемента является излишне консервативным. Фактические показатели компании в 2005 году лишь незначительно отличались от прогнозов. Так, выручка повысилась на 42.8% по сравнению с 2004 годом до \$46.3 млн., превысив прогноз в \$45 млн. на 3.5%, операционная прибыль выросла почти вдвое до \$20.5 млн., что выше нашего прогноза (\$20 млн.) на 4.3%, а чистая прибыль составила \$13.1 млн. превзойдя наши ожидания (\$12.6 млн.) на 3.3%.

Однако результаты первого полугодия 2006 года принесли немало неожиданностей, в связи с чем нам пришлось вносить изменения в модель DCF компании.

Казахстанский рынок цемента продолжает расширяться, вопреки прогнозам стабилизации после сильного роста в 2005 году (МСФО)

\$ млн.	2004	2005	В год, сопост., %	2005П	Факт/прогноз, %	1 пр. 05	1 пр. 06	В год, сопост., %	1 пр. 06П	Факт/прогноз, %
Объем реализации, млн. т	0.67	0.73	8.0	0.71	2.5	0.32	0.37	13.9	0.37	-1.3
Средняя цена, \$/т	48	64	32.2	63	0.9	60	78.3	30.4	65	20.4
Выручка	32.4	46.3	42.8	45	3.5	19.7	28.6	45.3	24.1	18.9
Себестоимость реализации	-13.1	-18.9	43.7	-18	3.0	-8.2	-12.4	51.2	-9.5	31.0
Валовая прибыль	19.3	27.4	42.1	26	3.7	11.5	16.2	41.0	14.6	11.0
Валовая рентабельность, %	59.5	59.2	-0.3pp	59.1	0.2pp	58.4	56.6	-1.7pp	60.7	-4.0pp
Коммерческие и административные затраты	-8.3	-6.9	-15.9	-6.8	2.2	-3.0	-5.3	78.6	-3.5	51.9
Операционная прибыль	11.0	20.5	85.5	20	4.3	8.5	10.9	27.9	11.1	-1.8
Операционная рентабельность, %	34.0	44.2	10.2pp	43.9	0.3pp	43.3	38.1	-5.2pp	46.2	-8.0pp
Финансовые затраты, нетто	-0.9	-1.2	35.4	-1.5	-20.0	-0.7	-0.3	-56.6	-0.9	-66.7
Прочая прибыль/(убыток), нетто	1.6	-0.1	N.M.	0.0	N.M.	-0.2	0.9	N.M.	0.0	N.M.
ЕВТ	11.8	19.2	62.7	18.1	5.7	7.6	11.5	50.1	10.2	13.0
Налоговые выплаты	-3.8	-6.1	59.0	-5.5	11.2	-2.3	-3.5	51.4	-3.0	14.0
Чистая прибыль	7.9	13.1	64.5	12.6	3.3	5.4	8.0	49.5	7.1	12.5
Чистая рентабельность, %	24.5	28.2	3.7pp	28.2	0.0pp	27.2	28.0	0.8pp	29.6	-1.6pp

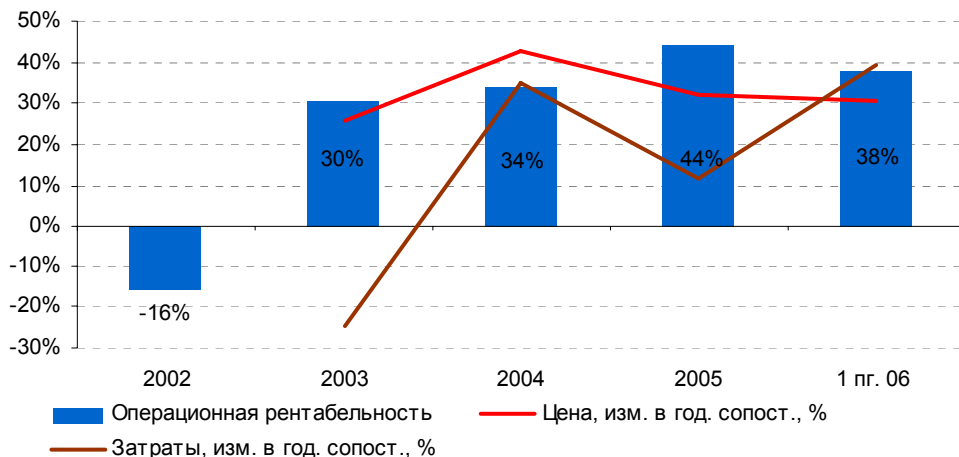
Источник: данные компании, оценки "Атона"

Быстрый рост цен на цемент продолжился в первом полугодии 2006 года, хотя мы ожидали стабилизации цен после трех лет повышения. В нашем февральском отчете о Казахстане мы отмечали резкую активизацию строительства в регионе, которая привела к разрыву между спросом на строительные материалы (в том числе цемент) и предложением на местном рынке, что способствовало повышению цен. Однако мы недооценили тенденцию роста цен на стройматериалы: мы прогнозировали, что средняя отпускная цена цемента стабилизируется возле отметки \$65/т, то есть на уровне, на который Steppe Cement удалось выйти в 2005 году после трех лет устойчивого роста. Однако в реальности средняя цена превысила уровень 2005 года и достигла \$78/т. В связи с этим фактическая выручка компании в первом полугодии 2006 года превысила наш прогноз на 19%.

В первом полугодии наблюдались более высокие, чем ожидалось, темпы роста производственных затрат компании и сокращение рентабельности. В первой половине 2006 года темпы роста производственных затрат впервые с 2002 года опережали рост цен, что привело к снижению операционной рентабельности на 5.2 п.п. по сравнению с аналогичным периодом 2005 года до 38.1%.

Мы считаем, что это связано, в первую очередь, с резким повышением транспортных затрат и расходов на энергоносители и энергетику, которые сильно зависят от цен на нефть, тогда как более высокие, чем ожидалось, темпы роста курса казахстанского тенге негативно сказались на совокупных расходах компании в долларовом выражении.

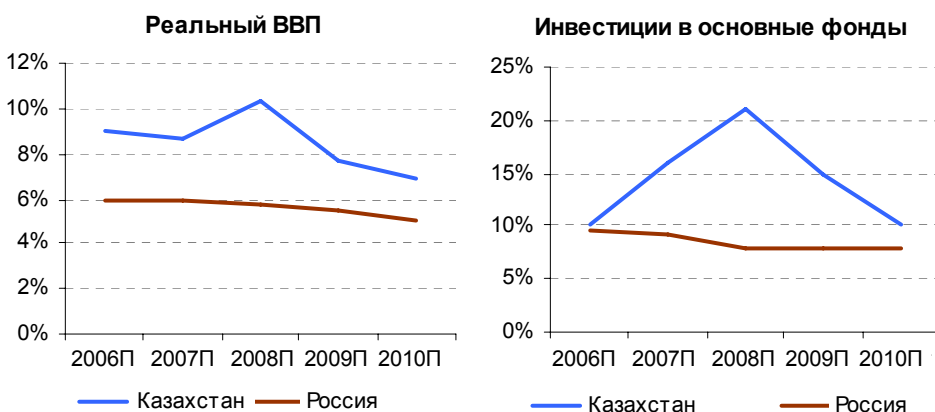
Производственные затраты росли опережающими темпами по сравнению с отпускными ценами; рентабельность несколько снизилась



Источник: данные компании

Благоприятная макроэкономическая ситуация в Казахстане стимулирует рост цен на стройматериалы, которые, скорее всего, останутся высокими в долгосрочной перспективе. За последние пять лет среднегодовые темпы роста реального ВВП в Казахстане составляли 10.1%, что превышает темпы экономического роста самой динамичной страны мира – Китая. Прогнозы на будущее также выглядят многообещающе: ожидается, что в 2006-2010 годах среднегодовые темпы роста ВВП составят 8.1%, по сравнению с 5.1% в России, тогда как реальные располагаемые доходы населения в 2005-2010 годах должны расти в среднем на 10.7% в год, по сравнению с 9.3% в год в России. По нашему мнению, строительная отрасль должна выиграть от роста благосостояния населения, так как увеличение доходов ведет к росту затрат на ремонт и постройку новых жилых домов. Еще важнее, что широкомасштабная разведка и разработка нефтяных месторождений Казахстана (проект Тенгиз в Западном Казахстане, Карачаганак на северо-западе Казахстана и месторождение Кашаган на севере страны) также должна способствовать увеличению капиталовложений в основные средства, так как для разработки месторождений потребуется активное развитие инфраструктуры

Экономический рост обеспечивает повышение инвестиций в основные фонды и поддерживает спрос на строительные материалы



Источник: Economist Intelligence Unit, оценки "Атона"

Наши оценки дальнейшего экономического роста в Казахстане позволяют прогнозировать повышение цен на цемент с \$65/т до \$75/т. Мы считаем, что наш новый прогноз цен является весьма умеренным и не предусматривает дальнейшего повышения цен по сравнению с уровнем первого полугодия 2006 года – \$78/т.

При этом мы отмечаем, что в случае задержки ввода в строй новых производственных мощностей или дальнейшего увеличения спроса могут произойти положительные сюрпризы.

В отличие от роста выручки, повышение производственных затрат представляется временным явлением. Позитивные изменения должны проявиться уже в 2007 году, когда начнется прогнозируемая коррекция цен на сырую нефть на внутреннем рынке Казахстана. Внутренние цены на нефть, по нашим прогнозам,

должны снизиться с рекордной отметки \$32/бпр. в 2006 году до более устойчивого долгосрочного уровня в \$24.4/бпр., который должен быть достигнут к 2008 году, в результате чего снизятся транспортные расходы и затраты на энергоносители и электроэнергию. Кроме того, повышению рентабельности компании должна способствовать дальнейшая реализация программы капиталовложений, предусматривающей ввод в строй новых (более эффективных) мощностей и модернизацию существующих. Мы допускаем, что дальнейшее повышение курса казахстанского тенге может способствовать росту затрат в долларовом выражении, однако это будет сопровождаться аналогичным ростом выручки, так как компания реализует продукцию на внутреннем рынке. Поэтому укрепление национальной валюты не скажется на рентабельности. Наш новый прогноз предусматривает, что затраты на производство тонны продукции постепенно снизятся в 2006-2010 годах с \$44/т до уровня 2005 года – \$35.5/т.

Положительное влияние роста отпускных цен перевешивает негативные последствия временного сокращения рентабельности. Наши новые прогнозы роста выручки благодаря дальнейшему повышению цен позволили нам повысить прогноз среднегодовых темпов роста операционной прибыли в 2006-2010 годах с 33.1% до 38.1%, а чистой прибыли – с 35.1% до 40.8%. Кроме того, что еще более важно, прогноз совокупного свободного денежного потока за 2006-2010 годы увеличился с \$132 млн. до \$165 млн.

Рост выручки за счет высоких цен отражается в повышении прибыли и денежных потоков

	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	CAGR* '06П-'10П
Отпускные цены, \$/т – новый прогноз	64	75	75	75	75	75	3.4%
Отпускные цены, \$/т – предыдущий прогноз	64	65	65	65	65	65	0.4%
Изменение, %	0	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4	
Производственные затраты, \$/т – новый прогноз	35	44	42	40	38	35	0.0%
Производственные затраты, \$/т – предыдущий прогноз	35	35	35	35	34	34	-1.1%
Изменение, %	0	26.8	21.3	15.7	10.8	5.8	
Операционная прибыль, \$/т – новый прогноз	28	31	33	35	37	40	7.1%
Операционная прибыль, \$/т – предыдущий прогноз	28	30	30	31	31	32	2.3%
Изменение, %	0	2.0	8.6	15.0	20.4	25.5	
Операционная рентабельность, % – новый прогноз	44.2	40.8	43.8	46.8	49.8	52.7	
Операционная рентабельность, % – предыдущий прогноз	44.2	46.2	46.5	46.9	47.7	48.5	
Изменение, %	0	-5.3pp	-2.7pp	-0.2pp	2.1pp	4.3pp	
Чистая прибыль, \$/т – новый прогноз	18	22	26	27	27	28	9.2%
Чистая прибыль, \$/т – предыдущий прогноз	18	20	23	23	22	22	4.1%
Изменение, %	0	9.3	15.3	16.4	21.8	27.0	
Чистая рентабельность, % – новый прогноз	28.2	28.9	34.6	35.6	35.7	37.1	
Чистая рентабельность, % – предыдущий прогноз	28.2	30.5	34.6	35.2	33.8	33.7	
Изменение, %	0	-1.6pp	0	0.3pp	1.9pp	3.4pp	
Свободный денежный поток, \$ млн. – новый прогноз	8	-26	-2	58	64	70	56.3%
Свободный денежный поток, \$ млн. – предыдущий прогноз	8	-24	-6	49	54	59	51.0%
Изменение, %	0	7.0	-72.4	18.9	17.8	18.7	

* среднегодовые темпы роста

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Прогнозируемая стоимость компании также повысилась в связи с использованием новой методологии оценки на основе DCF (см. отчет о стратегии "Покупаем российский экономический рост" от 11 сентября). В случае Steppe Cement некоторое повышение стоимости акционерного капитала (до 14.7% против 14.1%) с избытком компенсировалось переносом горизонта прогнозирования на конец 2007 года. Такое изменение является вполне логичным, так как в настоящее время Steppe Cement находится на очень ранней стадии инвестиционного цикла. Перенос даты прогноза на более поздний этап программы капиталовложений компании, когда затраты станут сопоставимыми с дополнительной выручкой, полученной от расширения производства, способствует существенному повышению прогнозируемой стоимости акционерного капитала.

Результатом внесения всех этих изменений в модель DCF стало повышение прогнозируемой стоимости на 47% – с \$3.17 до \$4.65 за акцию.

Оценка стоимости

Основа нашего инвестиционного заключения по Steppe Cement не изменилась: мы по-прежнему считаем, что стремление компании к расширению объемов производства в условиях бума на рынке стройматериалов, по всей вероятности, принесет свои плоды. Анализ операционных и финансовых результатов за 2005 год и первое полугодие 2006 года свидетельствует о том, что наши представления о рынке цемента Казахстана являются недостаточно оптимистичными. Изменения основных допущений, заложенных в модель DCF, в сочетании с изменениями нашей методологии расчета DCF привели к повышению прогнозируемой стоимости на 47% до \$4.65 за акцию.

Следует также отметить, что рынок, похоже, осознает превосходные перспективы Steppe Cement, учитывая, что котировки акций компании повысились в 2.4 раза с начала года и в 4.6 раз с момента получения листинга в секции AIM LSE в

сентябре 2005 года, а в скором времени должны приблизиться к нашей прогнозируемой цене. Поэтому мы считаем данный отчет последним предложением сделать ставку на быстрый рост компании.

Модель DCF Steppe Cement: прогнозируемая цена повышена на 47% до \$4.65

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Выручка	62	113	165	188	195
Операционные затраты	-34	-55	-73	-79	-77
ЕБИТДА	28	58	92	108	118
Амортизация	-3	-9	-15	-15	-15
Операционная прибыль (ЕБИТ)	25	49	77	93	103
Минус: Налог на прибыль	-6	-7	-15	-24	-29
Минус: Капвложения	-45	-45	-11	-17	-18
Минус: Изменения рабочего капитала	-2	-8	-8	-3	-1
Плюс: Амортизация	3	9	15	15	15
Свободный денежный поток	-26	-2	58	64	70
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.00	1.00	1.15	1.31	1.50
PV будущего свободного денежного потока	-26	-2	51	49	47
Совокупная PV будущего свободного денежного потока	119				

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	70
Остаточные темпы роста	3%
Остаточная ставка дисконтирования	14.5%
Остаточная стоимость, \$ млн.	627
PV остаточной стоимости, \$ млн.	417

Расчет прогнозируемой цены

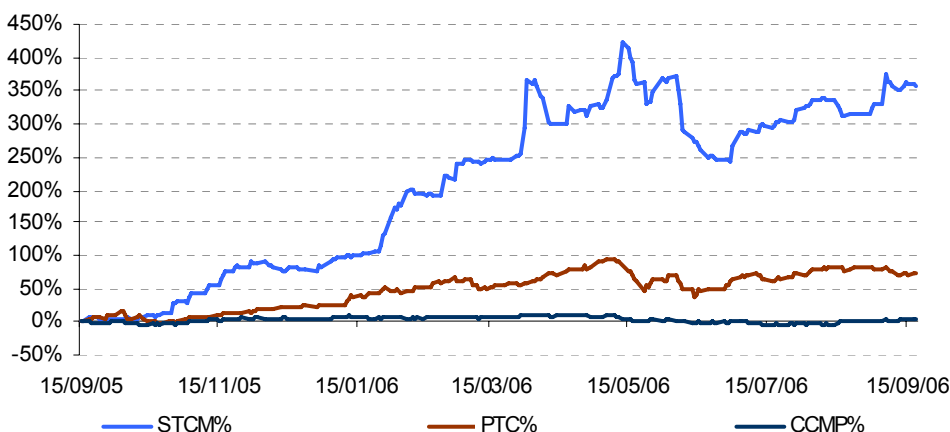
Совокупная NPV будущего свободного денежного потока, \$ млн.	536
Минус: чистый долг (конец 2005), \$ млн.	6
Минус: доли миноритариев, \$ млн.	0
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	530
Кол-во обыкновенных акций, млн.	114
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	\$4.65

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Казахстан	1.0%
Безрисковая ставка в Казахстане	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности	1.40
Премия за риск инвестиций в казахстанские акции	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.50
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.52
Стоимость акционерного капитала	14.7%
Расчет WACC	
Совокупный долг, % от капитализации	1.6%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	5.6%
Акционерный капитал, % от капитализации	98.4%
Стоимость акционерного капитала	14.7%
WACC	14.5%

Источник: данные компании, оценки «Атона»

Рынок осознает перспективы Steppe Cement; котировки акций выросли в 2.4 раза с начала года



Источник: Bloomberg

Метод сравнительной оценки не дает полной картины в случае Steppe Cement, поскольку стандартные коэффициенты EV/ЕБИТДА и P/E не отражают превосходные перспективы роста компании: прогнозируемое повышение объемов реализации в 3.6 раза, повышение выручки в 4.2 раза и рост чистой прибыли в 5.5 раз к 2010 году. Поэтому для проведения сравнительного анализа мы придаем большее значение коэффициенту PEG (коэффициент P/E, скорректированный с учетом темпов роста). Коэффициент PEG 2007П Steppe Cement рассчитан исходя из прогнозируемых среднегодовых темпов роста чистой прибыли в 2006-2007 годах на 73%, тогда как коэффициент PEG 2007П для мировых аналогов базируется на прогнозируемых темпах роста чистой прибыли по данным I/B/E/S, составляющих лишь 7.4%

Хотя стандартные коэффициенты EV/EBITDA 2007П на уровне 7.8 и P/E 2007П на уровне 11.5 выше среднего значения этих коэффициентов у компаний-аналогов на 10-25%, коэффициент PEG 2007П гораздо ниже, чем у сопоставимых компаний. Следует отметить, стандартные коэффициенты оценки Steppe Cement и коэффициент PEG приближаются к аналогичным показателям индийской компании по производству цемента Gujarat Ambuja Cements (GAC). Учитывая схожие условия деятельности обеих компаний, а также аналогичные перспективы роста (среднегодовые темпы роста чистой прибыли Steppe Cement в 2006-2007 годах прогнозируются на уровне 73% против 58% у GAC), мы считаем, что сходные коэффициенты подтверждают обоснованность рыночной оценки Steppe Cement на данный момент.

Оценку стоимости необходимо рассматривать с учетом перспектив роста компании

На 21 сентября 2006	Цена, обыкн.	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/CF			PEG
				2005	2006П	2007П	2005	2006П	2007П	2005	2006П	2007П	2007П
Steppe Cement	3.93	448	454	21.0	16.3	7.8	34.3	25.1	11.5	39.3	24.6	11.3	0.16
Мировые аналоги													
Cemex	29.5	21,400	26,917	7.5	6.4	6.0	10.1	8.9	8.2	2.9	5.7	5.2	0.71
Holcim	82.6	20,885	32,525	8.9	6.9	6.4	17.1	13.6	12.0	7.4	6.1	5.8	0.62
Heidelbergcement	128	14,777	18,258	7.3	6.6	6.2	14.5	12.1	10.7	8.9	7.8	7.8	0.65
Hanson	12.9	9,159	11,959	9.4	8.5	8.1	15.2	12.7	12.1	9.1	8.6	7.9	1.00
Gujarat Ambuja Cements	2.53	3,437	1,933	9.6	5.3	4.4	29.1	13.8	11.7	23.1	14.4	11.5	0.20
Средневзвешенное				8.2	6.8	6.4	14.8	11.7	10.6	7.3	7.1	6.6	0.69

Источник: I/B/E/S, Bloomberg, данные компании, оценки "Атона"

Татьяна Капустина
kapoustina@atona.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												
Абсолют Банк 09	\$200	н.г./B1/B	7/4/2009	8.75	99.43	99.68	8.94	8.79	468	364	2.11	2.10
Алроса 08	\$500	BB-/Ba3	6/5/2008	8.125	102.87	102.87	6.22	7.90	172	81	1.44	1.48
Алроса 14	\$300	BB-/Ba3	17/11/2014	8.875	113.37	113.50	6.70	7.82	234	111	5.68	6.44
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2	9/2/2007	7.75	100.12	100.62	6.69	7.72	153	123	0.36	0.36
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2	2/7/2008	7.75	100.37	100.37	7.51	7.72	309	216	1.58	1.58
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B-	9/12/2010	8.625	100.00	102.00	8.33	8.54	425	294	3.35	3.38
Банк Москвы 09	\$250	н.г./A3/BBB	28/9/2009	8.000	103.50	103.50	6.70	7.73	235	126	2.52	2.61
Банк Москвы 10	\$300	н.г./A3/BBB	26/11/2010	7.375	101.75	101.75	6.88	7.25	267	141	3.42	3.48
Банк Москвы 13	\$500	н.г./A3/BBB	13/5/2013	7.335	100.75	101.75	7.09	7.34	648	155	4.99	5.06
Банк Москвы 15/10	\$300	н.г./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.500	100.00	102.00	7.21	7.43	308	176	3.40	3.43
БинБанк 09	\$200	B-/н.г./B-	18/5/2009	9.500	100.65	100.90	9.14	9.50	490	385	2.20	2.21
ВБД 08	\$150	B+/B3	21/5/2008	8.50	101.25	101.88	7.47	8.37	303	212	1.46	1.49
Внешторгбанк 08	\$550	BBB/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	102.13	102.63	5.71	6.72	125	25	1.97	2.02
Внешторгбанк 11	\$450	BBB/A2/BBB+	12/10/2011	7.500	105.75	105.75	6.16	7.09	196	62	4.00	4.23
Внешторгбанк 15/10	\$750	BBB-/A2/BBB	4/2/2010	6.315	100.88	101.88	5.85	6.23	155	36	2.93	2.97
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB/A2/BBB+	2/7/2035	6.250	100.25	100.25	6.21	6.23	181	56	6.50	6.51
Вымпелком 09	\$450	BB/Ba3	16/6/2009	10.000	107.25	108.00	6.88	9.29	251	146	2.29	2.47
Вымпелком 10	\$300	BB/Ba3	11/2/2010	8.000	101.75	101.75	7.40	7.86	312	198	2.86	2.91
Вымпелком 11	\$300	BB/Ba3	22/10/2011	8.375	104.00	104.44	7.36	8.04	322	189	3.92	4.08
Вымпелком 16	\$600	BB/Ba3	23/5/2016	8.250	100.82	101.07	8.10	8.17	377	254	6.33	6.39
Газпром 07	\$500	BB+/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.125	101.88	102.00	5.68	8.95	80	23	0.54	0.55
Газпром 09	\$700	BB+/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.50	114.25	114.25	5.40	9.19	100	-10	2.53	2.89
Газпром 13	\$1750	BB+/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.625	118.38	118.75	6.09	8.12	177	52	4.84	5.74
Газпром 13а	\$646	BB+/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.25	99.25	5.91	5.67	91	41	2.50	2.48
Газпром 20	\$1250	BBB-/BBB	1/2/2020	7.201	106.00	106.00	5.78	6.79	19	19	4.10	4.34
Газпром 34	\$1200	BB+/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	125.38	126.13	6.59	6.86	205	52	11.58	14.56
Газпромбанк 08	\$1050	BB/A3	30/10/2008	7.250	102.38	102.38	6.02	7.08	156	58	1.85	1.89
Газпромбанк 15	\$1000	BB/A3	23/9/2015	6.500	97.50	97.50	6.88	6.67	250	126	6.59	6.43
Евразхолдинг 09	\$300	B+/B1/BB-	3/8/2009	10.875	109.50	110.50	6.95	9.89	259	153	2.40	2.64
Евразхолдинг 15	\$750	B+/B2/BB-	10/11/2015	8.250	99.75	100.75	8.21	8.23	390	266	6.06	6.07
МБРР 08	\$150	н.г./B1/B	3/3/2008	8.625	100.12	100.62	8.34	8.59	392	305	1.30	1.31
МДМ Банк 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.500	100.09	100.27	7.32	7.49	743	198	1.09	1.09
МДМ Банк 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.800	99.78	99.84	7.28	6.81	215	185	0.37	0.37
МДМ Банк 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.750	103.18	103.68	8.85	9.75	480	347	3.70	3.82
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB-	10/12/2009	8.00	101.50	101.50	7.46	7.88	317	205	2.69	2.73
ММК 08	\$300	BB-/Ba3/BB-	21/10/2008	8.000	101.25	102.25	7.07	7.86	266	169	1.80	1.83
Моснарбанк 08	\$150	н.г./Baa3	30/6/2008	4.375	97.16	97.55	5.97	4.49	148	55	1.63	1.58
МТС 08	\$400	BB-/Ba3	30/1/2008	9.75	103.63	104.12	6.68	9.39	216	130	1.22	1.27
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	103.37	103.75	7.34	8.09	313	190	3.24	3.36
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	28/1/2012	8.000	100.88	101.50	7.72	7.91	358	226	4.18	4.23
Никойл 07	\$150	н.г./B1	19/3/2007	9.000	100.75	100.82	7.32	8.93	219	192	0.46	0.46
Нижнекамскнефть 15	\$200	н.г./B1/B+	22/12/2015	8.500	100.88	101.75	7.29	8.39	304	176	4.88	4.95
НОМОС 07	\$125	н.г./Ba3/B	13/2/2007	9.125	100.37	100.87	7.41	9.07	229	199	0.36	0.37
НОМОС 09	\$150	н.г./Ba3/B+	12/5/2009	8.250	100.34	100.83	7.99	8.20	369	264	2.23	2.24
Норникель 09	\$500	BBB-/Ba2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.25	102.25	6.48	7.00	212	102	2.56	2.60
Петрокоммерц 07	\$120	B/Ba3	9/2/2007	9.000	100.87	100.96	6.43	8.92	125	94	0.36	0.36
Петрокоммерц 09	\$225	B/Ba3	23/3/2009	8.000	100.02	100.52	7.88	7.98	355	252	2.19	2.20
Промсвязь 10	\$200	B/Ba3/B	4/10/2010	8.500	101.14	101.39	8.12	8.39	395	272	3.19	3.23
ПСБ 08	\$300	н.г./A2/BBB	29/7/2008	6.875	101.00	101.50	5.95	6.79	146	52	1.68	1.70
ПСБ 15/10	\$400	н.г./Baa1/BBB-	29/9/2010	6.200	99.00	100.00	6.34	6.23	215	85	3.35	3.33
РБР 08	\$170	BBB-/Baa2	11/8/2008	6.500	100.23	100.48	6.29	6.48	182	87	1.71	1.71
Росбанк 09	\$225	н.г./Ba3/B+	24/9/2009	9.75	103.62	104.62	2.73	9.36	-583	-282	1.56	1.62
Роснефть 06	\$150	B+/Baa2	20/11/2006	12.75	101.00	101.02	5.88	12.62	69	31	0.15	0.15
РСХБ 10	\$350	н.г./A3/BBB+	27/11/2010	6.875	101.35	102.35	6.36	6.75	213	86	3.47	3.53
РСХБ 13	\$700	н.г./A3/BBB+	16/5/2013	7.175	103.15	102.25	6.66	7.18	234	110	5.05	5.18
Рус.Станд 07	\$300	B+/Ba2	14/4/2007	8.750	100.62	101.12	7.10	8.66	218	171	0.51	0.51
Рус.Станд 07-II	\$300	B+/Ba2	28/9/2007	7.800	100.50	101.50	6.76	7.72	218	140	0.91	0.92
Рус.Станд 08	\$300	B+/Ba2	21/4/2008	8.125	100.62	101.00	7.56	8.06	312	222	1.39	1.40
Рус.Станд 10	\$500	B+/Ba2	7/10/2010	7.500	97.04	97.29	8.34	7.72	419	295	3.24	3.15
Рус.Станд 11	\$350	B+/Ba2	5/5/2011	8.625	99.14	99.39	8.82	8.69	477	344	3.56	3.54
Рус.Станд 15/10	\$200	B-/Ba3	16/12/2010	8.875	98.76	99.01	9.19	8.97	516	385	3.33	3.29
Сбербанк 13	\$500	н.г./A2e/BBB+	15/5/2013	6.480	101.35	102.35	6.13	6.36	179	55	5.16	5.25
Сбербанк 15/10	\$1000	н.г./A3	11/2/2010	6.230	101.00	101.00	5.90	6.17	160	40	2.95	2.98
Северсталь 09	\$325	BB-/B2/BB-	24/2/2009	8.625	103.12	104.12	6.97	8.32	258	156	2.12	2.19
Северсталь 14	\$375	BB-/B2/BB-	19/4/2014	9.250	106.00	107.00	8.08	8.69	380	258	5.18	5.52
СибАкадем 09	\$351	н.г./B1/B	12/5/2009	9.000	100.93	101.18	8.54	8.91	426	321	2.20	2.22
Сибнефть 07	\$400	BB/Ba2	13/2/2007	11.50	101.94	102.38	5.68	11.26	48	17	0.37	0.38
Сибнефть 09	\$500	BB/Ba2	15/1/2009	10.75	110.38	110.38	5.86	9.74	141	41	1.99	2.20

Рынок внутреннего долга

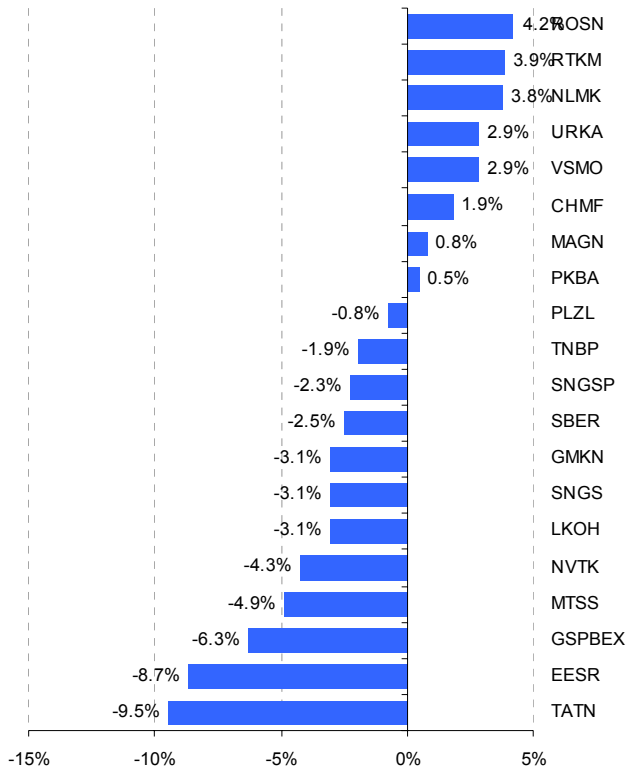
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка кулона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
Корпоративные облигации													
АвтоВАЗ-3*	5,000	22/6/2010	26/6/2007	7.80	100.00	100.35	100.30	-	7.49	(1)	249	0.71	0.71
ВТБ-4*	5,000	19/3/2009	22/3/2007	6.50	-	-	100.30	-	5.92	(1)	-46	0.48	0.48
ВТБ-5*	15,000	17/10/2013	26/4/2007	6.20	-	-	100.25	-	5.88	(1)	9	0.56	0.56
ВТБ-6*	15,000	6/7/2016	18/7/2007	6.50	-	-	100.00	-	6.66	0	161	0.76	0.76
Газпром-3	10,000	18/11/2007		8.00	100.85	101.10	100.93	1,011,018.30	5.13	(14)	-238	0.31	0.31
Газпром-4	5,000	10/2/2010		8.22	104.50	104.64	104.64	134,873.36	6.77	(3)	68	2.91	3.04
Газпром-5	5,000	6/11/2007		7.58	101.85	102.00	101.95	-	5.70	(1)	44	0.96	0.98
Газпром-6	5,000	6/8/2009		6.95	100.65	100.85	100.65	177,078.13	6.80	8	73	2.54	2.56
ГазпромБ 1	5,000	27/1/2011		7.10	99.41	99.55	99.50	38,058.50	7.36	1	106	3.64	3.62
ГидроОГК-1	5,000	29/6/2011		8.10	103.31	103.35	103.35	255,485.31	7.38	2	106	3.85	3.98
Иркут-3	3,250	16/9/2010		8.74	101.25	101.40	101.25	11,699.88	8.54	(2)	254	3.30	3.35
Лукойл	6,000	20/11/2007		7.25	101.28	101.45	101.20	728.55	6.24	22	87	1.07	1.08
Мосэнерго2	5,000	23/2/2012		7.65	100.70	100.85	100.65	10,779.55	7.64	5	128	4.35	4.38
ОМК	3,000	12/6/2008		9.20	101.60	101.70	101.60	33,532.02	8.33	20	282	1.52	1.55
РЖД-2	4,000	5/12/2007		7.75	101.75	102.30	101.81	309,582.97	6.24	(2)	83	1.11	1.13
РЖД-3	4,000	2/12/2009		8.33	104.40	104.68	104.45	5,222.50	6.87	3	78	2.72	2.84
РЖД-4	10,000	14/6/2007		6.59	100.55	100.70	100.53	81,447.51	5.89	(5)	93	0.68	0.69
РЖД-5	10,000	21/1/2009		6.67	100.00	100.10	100.00	92,002.00	6.78	5	90	2.10	2.10
РЖД-6	10,000	10/11/2010		7.35	101.70	101.85	101.70	143,631.10	6.99	6	77	3.43	3.49
РЖД-7	5,000	7/11/2012		7.55	102.65	102.79	102.80	360,828.93	7.10	4	70	4.74	4.87
РосселхБ 2	7,000	16/2/2011		7.85	101.10	101.40	101.40	767,046.95	7.68	7	139	3.60	3.65
РусАл-2*	5,000	20/5/2007		8.00	100.30	100.50	100.30	1.00	7.63	40	225	0.61	0.61
РусАл-3	6,000	21/9/2008		7.20	-	100.20	99.90	560,840.99	7.39	0	235	1.82	1.82
Руснефть*	7,000	10/12/2010	12/12/2008	9.25	101.05	101.15	101.05	48,525.89	8.90	6	327	1.92	1.94
СаНОС-2*	3,000	10/11/2009		9.70	105.51	105.80	105.65	106,652.62	8.08	(0)	200	2.58	2.73
Сибтлк-4	2,000	5/7/2007		12.50	103.85	103.98	103.85	-	7.40	(5)	247	0.72	0.75
Сибтлк-5	3,000	25/4/2008		9.20	101.90	102.25	101.90	-	8.05	(1)	231	1.40	1.43
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.30	104.00	104.20	104.00	4,742.40	8.32	(2)	208	3.38	3.52
ТМК-03 обл*	5,000	15/2/2011	19/2/2008	7.95	100.30	100.40	100.44	60,215.50	7.75	(3)	240	1.30	1.30
ТНК-5	3,000	28/11/2006		15.00	-	102.29	102.40	-	1.23	(58)	-717	0.17	0.18
УралСвзИн4	3,000	11/1/2007		9.99	102.77	103.00	102.80	34,131.66	7.42	6	209	1.00	1.02
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	102.05	102.44	102.05	1.02	7.91	24	217	1.38	1.41
ФСК ЭЭС	5,000	18/12/2007		8.80	102.85	-	102.85	101.82	6.44	20	100	1.13	1.17
ФСК ЭЭС 2	7,000	22/6/2010		8.25	104.00	104.15	104.00	13,479.50	7.13	7	107	3.13	3.26
ФСК ЭЭС 3	7,000	12/12/2008		7.10	100.40	100.50	100.40	24,415.27	7.01	(0)	138	1.98	1.99
ЦТК-4	5,622	21/8/2009		13.80	114.40	114.55	114.50	68,731.15	8.26	(1)	221	2.40	2.74
ЧТПЗ*	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.50	102.00	102.75	102.75	40,975.58	7.91	(27)	240	1.54	1.58
ЮТК-3*	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.90	102.20	102.24	102.20	21,041.67	8.82	6	0	0.92	0.94
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10.50	102.25	102.47	102.25	25,437.02	9.08	6	316	1.71	1.75
Субфедеральные облигации													
МГор 27	4,000	20/12/2006		15.00	100.50	105.00	102.40	51,306.04	4.78	(77)	-324	0.23	0.24
МГор 31	5,000	20/5/2007		10.00	-	-	103.00	2,060.00	5.37	(6)	-3	0.62	0.64
МГор 42	5,000	13/8/2007		10.00	-	-	105.20	-	3.97	(5)	-116	0.84	0.89
МГор 40	5,000	26/10/2007		10.00	-	-	104.80	-	5.52	(3)	21	1.01	1.06
МГор 29	5,000	5/6/2008		10.00	-	107.10	106.90	-	5.75	(2)	17	1.52	1.62
МГор 36	4,000	16/12/2008		10.00	-	109.35	108.70	-	5.86	(1)	20	1.95	2.12
МГор 41	5,000	30/7/2010		10.00	-	109.00	108.60	-	6.56	(1)	48	3.18	3.45
МГор 38	5,000	26/12/2010		10.00	111.70	113.70	111.70	44,703.39	6.90	41	64	3.42	3.82
МГор 39	5,000	21/7/2014		10.00	110.00	110.15	110.15	148,629.70	6.77	(0)	30	5.60	6.17
МГор 44	10,000	24/6/2015		10.00	109.95	110.09	110.09	216,774.75	6.78	(1)	26	6.04	6.65
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11.00	101.00	108.40	104.82	6,718.32	5.49	(99)	34	0.85	0.89
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11.00	110.15	110.44	110.44	60,522.45	6.72	(9)	66	2.22	2.45
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10.00	-	-	107.85	-	6.81	(1)	85	2.23	2.41
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9.00	107.90	108.00	107.90	36,701.00	7.07	1	77	3.62	3.90

*доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

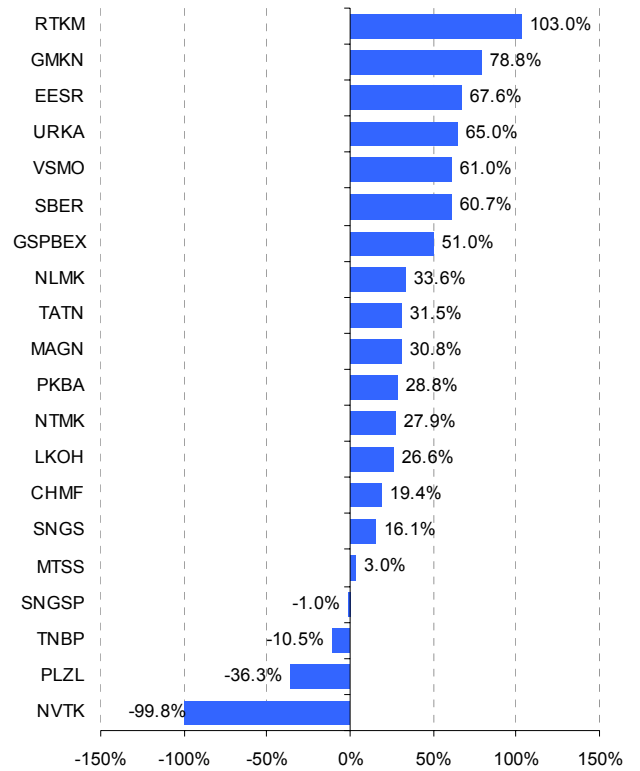
Источник: ММВБ

РЫНОК АКЦИЙ

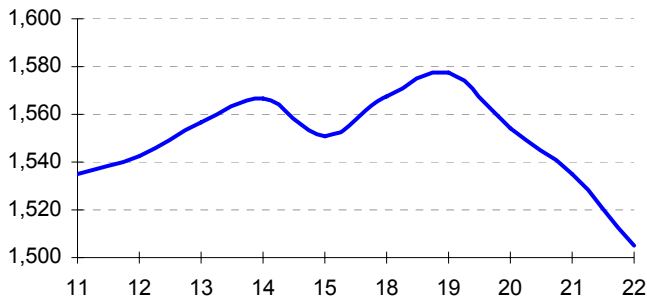
20 лидеров рынка – динамика за неделю



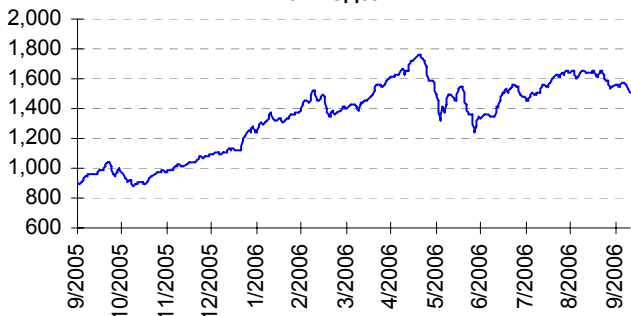
20 лидеров рынка – динамика в 2006 году



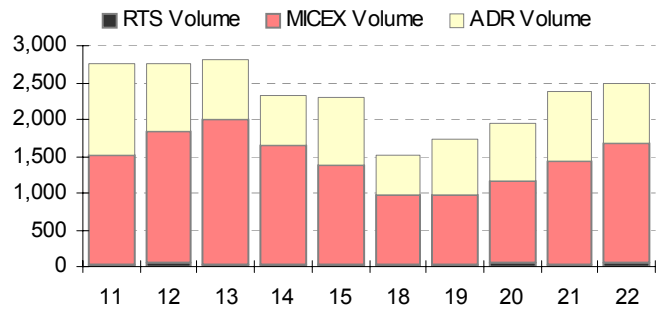
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

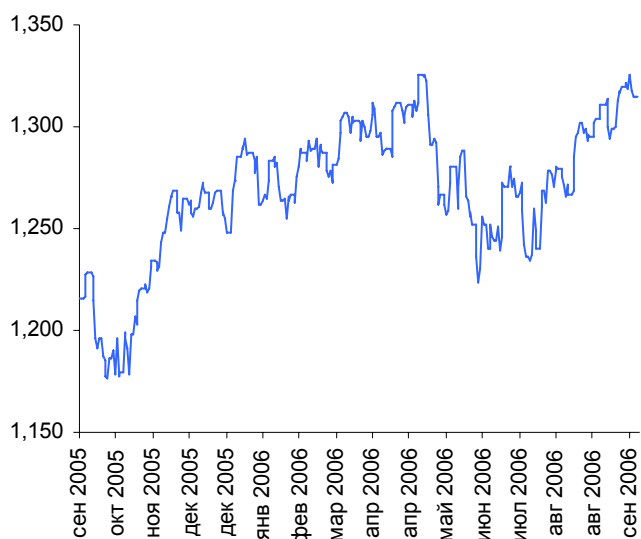


10 наиболее ликвидных акций РТС

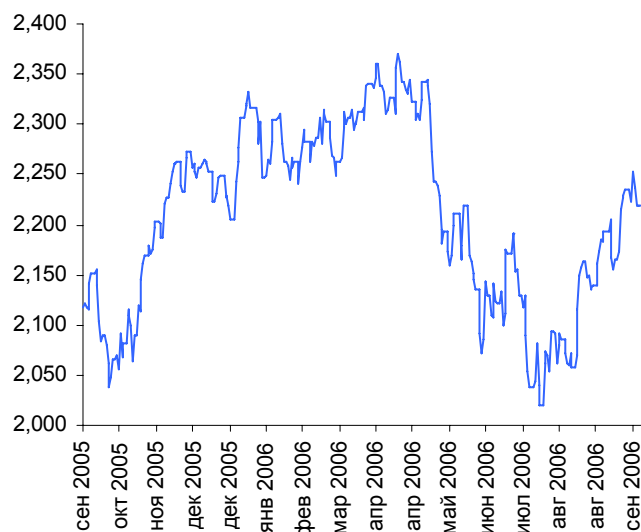
Company	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	-6.3	72.5
РАО ЕЭС России	-8.7	39.4
Роснефть	4.2	11.8
ЛУКОЙЛ	-3.1	11.0
Сургутнефтегаз	-3.1	8.4
Полюс Золото	-0.8	6.4
Татнефть	-9.5	5.6
ГМК Норильский никель	-3.1	5.1
Транснефть, прив.	-10.0	4.8
Северсталь	1.9	2.5

МИРОВЫЕ РЫНКИ

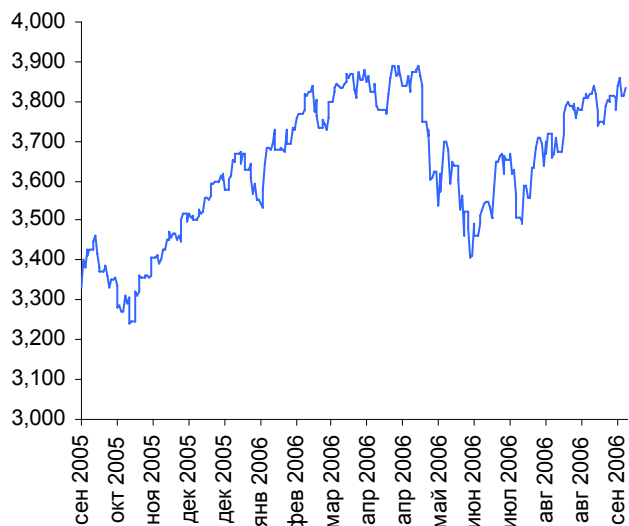
S&P 500



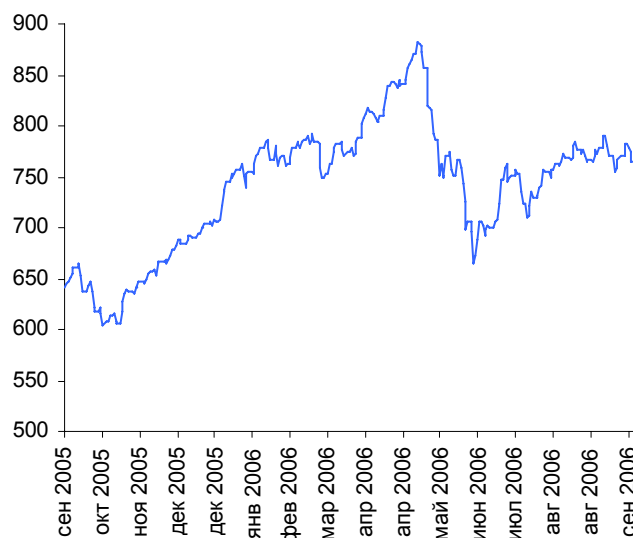
Nasdaq



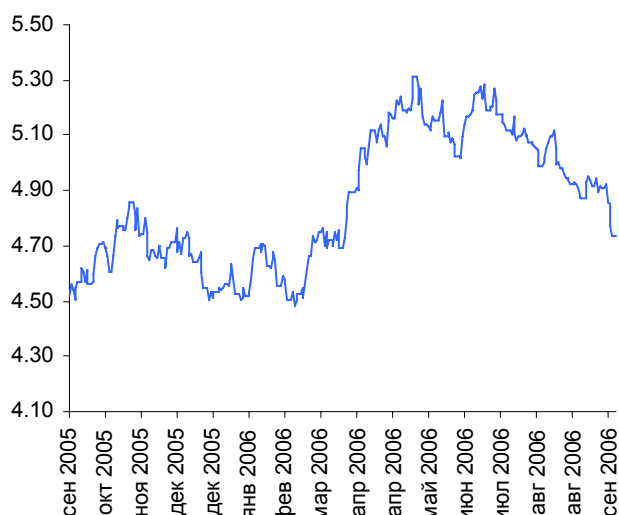
DJ Euro STOXX 50



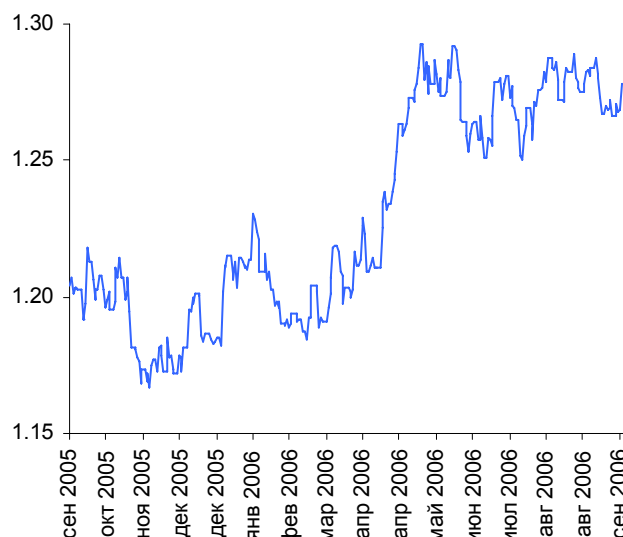
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



Aton LLC

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

Трейдинг
Контакты:
Алексей Примак
primak@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

Заявление аналитика

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

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставяемых компанией Aton LLC по акциям
Рекомендация Критерий

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

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

Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

Компания Aton LLC и ее дочерние предприятия 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).

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

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

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Aton International Ltd.

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

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

Офис во Франкфурте
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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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