

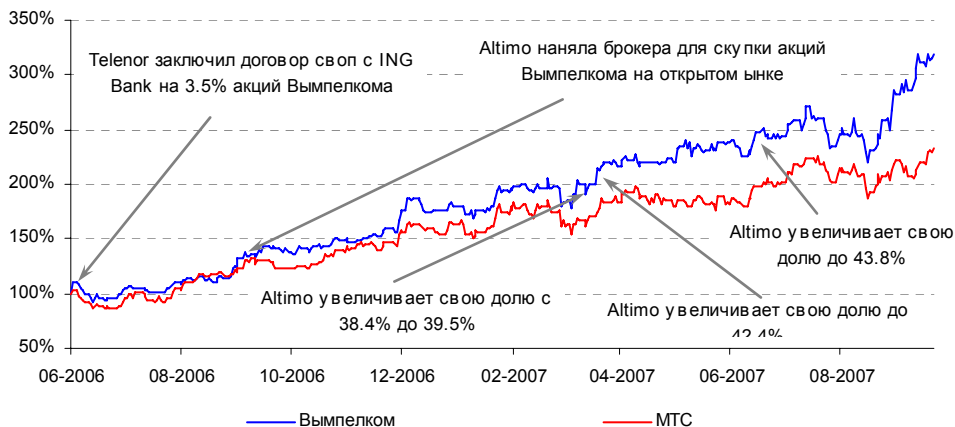
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	8
"Ситроникс". Несмотря на слабые результаты II квартала, цена акций по-прежнему привлекательна для покупки	
Долговой рынок	11
Рынок акций	13
Мировые рынки	14

### КОММЕНТАРИЙ

#### Конфликты между основными акционерами идут на пользу миноритариям

Конфликты между основными акционерами привели к росту акций "Вымпелкома"...



#### ... и "Норильского никеля"



Источник: Bloomberg

**Конфликты между основными акционерами публичных компаний могут сыграть на руку миноритариям.** История "Вымпелкома", чьи крупнейшие владельцы – Altimo и норвежская Telenor – уже длительное время не могут договориться о стратегии развития сотового оператора, наглядно демонстрирует, как акционерный конфликт может привести к росту стоимости компании (см. левый график). Совладельцы начали наращивать долю в капитале "Вымпелкома" осенью 2006 года посредством скупки акций на открытом рынке, в результате чего с августа 2006 года на сегодняшний день котировки ценных бумаг компании повысились на 191%, в то время как акции основного конкурента – МТС – подорожали всего на 88% за тот же период. Хотя опережающая динамика акций Вымпелкома во многом объясняется его более сильными фундаментальными показателями, скупка акций на открытом рынке, очевидно, сыграла не последнюю роль.

**Такая ситуация, по нашему мнению, в последнее время наблюдалась с "Норильским никелем"**, чьи крупнейшие акционеры – Михаил Прохоров и Владимир Потанин – пока не сумели достичь соглашения о разделе активов. В 2007 году акции "Норильского никеля" продемонстрировали одни из лучших результатов среди российских "голубых фишек" (рост с начала года составил 62%), однако если в начале года этому способствовали высокие цены на никель, то во втором полугодии динамика акций компании слабо коррелировала с ценами на ее основную продукцию (см. правый график). Мы полагаем, что частично это произошло благодаря стараниям г-на Прохорова, который, по данным газеты "Ведомости", с июля скупил на рынке порядка 3% акций "Норильского никеля", чтобы довести свою долю в капитале компании до 25%. Не исключено, что и Потанин также пытался предпринять аналогичные

шаги (о чем сообщила вчера газета "Коммерсантъ"), что спровоцировало ралли по акциям "Норильского никеля". Примеры "Вымпелкома" и "Норильского никеля" показывают, что конфликт между акционерами позволяет миноритариям неплохо заработать на своих инвестициях.

**Фундаментальные показатели остаются основополагающими факторами оценки стоимости; "Норильский никель" выглядит привлекательно и без учета конфликта акционеров.** Мы далеки от мысли о том, что инвесторам стоит покупать акции любой компании, где имеет место конфликт акционеров – этот фактор может служить лишь дополнительным катализатором роста котировок, к тому, же он с трудом поддается прогнозированию. Поэтому мы рекомендуем, в первую очередь, обращать внимание на фундаментальные показатели, но не забывать при этом о возможных акционерных конфликтах. В случае с "Вымпелкомом" росту котировок акций способствовали сильные финансовые результаты, являющиеся следствием высоких темпов развития рынка сотовой связи в России и грамотной стратегии менеджмента. "Норильский никель", на наш взгляд, также остается фундаментально привлекательной компанией. Несмотря на последнее ралли, потенциал роста до нашей прогнозируемой цены на ближайшие 12 месяцев на уровне \$294 составляет 19%, хотя мы используем консервативные долгосрочные цены на никель на уровне \$16 000 за тонну. Финансовые коэффициенты также выглядят привлекательно – EV/EBITDA 2007П на уровне 4.2 и P/E 2007П на уровне 6.8 против 8.0 и 13.3 у сопоставимых аналогов. Поэтому мы рекомендуем **"Покупать"** акции "Норильского никеля", прогнозируемая цена на конец 2007 года – \$294.

**Выделение энергетических активов может стать дополнительным катализатором роста.** До конца 2007 года ожидается выделение энергетических активов "Норильского никеля", текущая стоимость которых составляет около \$8 млрд., в результате которого акционеры компании получат акции энергохолдинга пропорционально своим долям. Это событие способно само по себе позитивно сказаться на котировках акций "Норильского никеля", так как пример "Полюса" показал, что подобного рода сделки ведут к увеличению стоимости компании. Так, суммарная стоимость "Норильского никеля" и "Полюса" после выделения золотодобывающего бизнеса, оказалась примерно на 47% выше, чем единой компании до выделения.

**Обсуждаемые в СМИ варианты продажи "Норильского никеля" пока не вызывают опасений.** В последнее время в СМИ появились публикации о возможной продаже блокирующего или контрольного пакета акций компании одной из госструктур или алюминиевому холдингу "Русал", принадлежащему Олегу Дерипаске. На наш взгляд, последний сценарий представляется наиболее вероятным, так как "Русал" мог бы поглотить "Норильский никель" по тому же сценарию, что и СУАЛ, то есть, задействовав в сделке свои акции. В этом случае инвесторы могут получить бумаги более диверсифицированной компании, которая, скорее всего, будет торговаться с более высокими коэффициентами, чем сам "Норильский никель". Это объясняется, во-первых, самой диверсификацией (средние коэффициенты мировых аналогов – CVRD, BHP Billiton, Xtrata, Rio Tinto – в два раза выше коэффициентов "Норильского никеля"), а во-вторых, в связи с возможным снижением политических рисков, так как Олег Дерипаска в глазах инвесторов прочно связан с Кремлем.

**На котировки акций "Полюс Золото" также благотворно повлиял конфликт между Прохоровым и Потаниным.** Акции компании выросли на 14% с последнего минимума, чему способствовали не только растущие цены на золото, снижение курса доллара и слухи о возможном поглощении АЛРОСА, но и скупка, проводившаяся, вероятно, на деньги Прохорова. Газета "Ведомости" сообщила, что ему удалось аккумулировать примерно 3% акций "Полюса" в ходе скупки, продолжавшейся в конце июля - августе этого года. Мы не удивимся, если в будущем подобная поддержка сохранится. Официально, и Потанину, и Прохорову принадлежит по 25.5% (напрямую и косвенно) "Полюс Золото", но Прохоров теперь мог увеличить свою долю до 28.5%. У нас нет официальной рекомендации по акциям "Полюс Золото".

**Мы также хотели бы обратить внимание инвесторов на другие компании, структура собственности которых может привести к потенциальной скупке бумаг на открытом рынке в случае конфликта акционеров.** В частности, это Evraz Group (41% принадлежит Роману Абрамовичу, 43% трем ключевым топ-менеджерам), STC Media (39.8% владеет шведская медиа-группа MTG Broadcasting, 26.49% – "Альфа-Групп", 6% – предприниматель Леонард Блаватник), X5 Retail Group (47.8% принадлежит "Альфа-Групп", 21.2% – бывшим акционерам "Перекрестка", 6.2% – менеджерам), Golden Telecom (26.6% у Altimo, 18.3% у Telenor, 7.9% – у Inure, СП Renova и российского предпринимателя Александра Мамута). Хотя пока мы не видим никаких признаков конфликтов между вышеперечисленными группами владельцев, мы полагаем, что инвесторам стоит следить за этими компаниями, так как пример "Норильского никеля" показывает, как легко бывшие партнеры и союзники становятся оппонентами. Помимо этого, акции всех четырех перечисленных компаний выглядят привлекательно на фундабментальных основаниях.

Юлия Бушуева  
bushueva@aton.ru

Марат Габитов

25 сентября 2007 г.

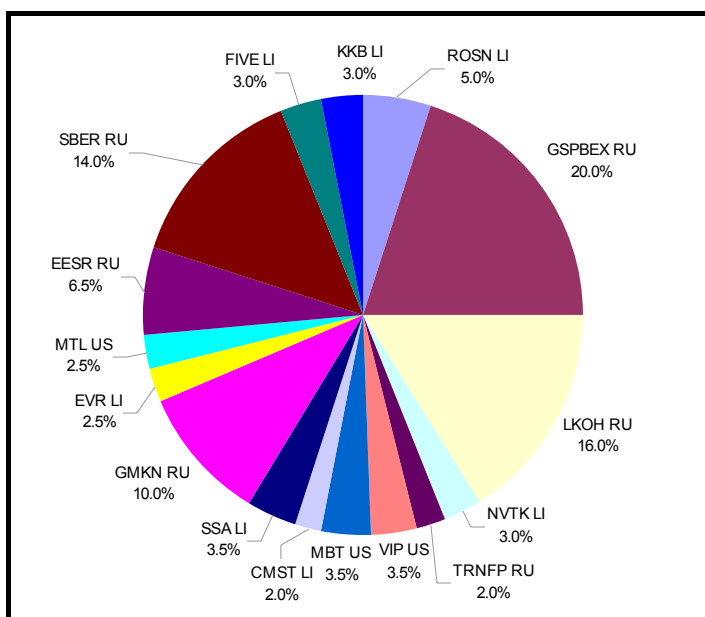


[gabitov@aton.ru](mailto:gabitov@aton.ru)

**НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ**

	Россия/СНГ	США	Европа
25.09	Rambler опубликует результаты за II квартал 2007 года по МСФО	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей Conference Board за сентябрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 101 пункта (предыдущее значение: 105.0 пункта)	
	Внеочередное собрание акционеров ОГК-2	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.49 млн. (предыдущее значение: 5.45 млн.)	
	Собрание акционеров "ЛУКОЙЛ-Ухтанефтепереработка"	Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Richmond Fed Manufactured за сентябрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.0 пункта (предыдущее значение: 7.0 пункта)	
	Заседание совета директоров "Волгаэнерго"		
26.09	Собрание акционеров ТГК-4		
	Собрание акционеров ТГК-9	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -3.5% (предыдущее значение: 5.9%)	
	Собрание акционеров "Ленэнерго"		
	Заседание совета директоров "Комизэнерго"		
27.09	Заседание совета директоров Богучанской ГЭС	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 20 сентября 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 317 тыс. (предыдущее значение: 311 тыс.)	
	Собрание акционеров ОГК-6	Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 828 тыс. (предыдущее значение: 870 тыс.)	
	Собрание акционеров Тульского сбытовой компании	Будет опубликовано значение индекса компаний, нуждающихся в дополнительной рабочей силе, за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 24.0 пункта (предыдущее значение: 25.0 пункта)	
	ВТБ опубликует результаты за первое полугодие 2007 года по МСФО		
28.09	Акционеры "ТНК-ВР Холдинг" рассмотрят вопрос о выплате дивидендов за первое полугодие 2007 года	Будут опубликованы данные динамике личных доходов и расходов за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.4% и 0.4% соответственно (предыдущее значение: 0.5% и 0.4%)	Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за сентябрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.30 пункта (предыдущее значение: 1.31 пункта)
	Собрание акционеров НЛМК	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за сентябрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 53.0 пункта (предыдущее значение: 53.8 пункта)	Будут опубликованы предварительные данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за сентябрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.1% (предыдущее значение: 1.7%)
	Собрание акционеров ОГК-3	Будут опубликованы данные о динамике затрат на строительство за август 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -0.2% (предыдущее значение: -0.4%)	
	Собрание акционеров "Северстали"		

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе наш инвестиционный портфель продемонстрировал весьма неплохие результаты, повысившись на 5.50% на фоне роста индекса РТС на 4.27%.

В роли лидеров повышения на этот раз выступили акции компаний металлургического сектора – котировки бумаг "Северстали", ГКМ "Норильский никель" и Evraz Group выросли на 10.2%, 11.3% и 11.9% соответственно в результате роста цен на цветные металлы и сталелитейную продукцию.

Кроме того, значительный рост на 11.6% продемонстрировали акции Kazkommertsbank, частично компенсировавшие отставание от рынка на протяжении нескольких последних недель.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции "Северстали", а также сокращаем доли акций НОВАТЭКа и ПАО "ЕЭС России", поскольку у этих бумаг отсутствуют очевидные катализаторы роста в краткосрочной перспективе. Взамен мы включаем в портфель акции АФК "Система" и "Мечела".

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ	
	5.50%	4.27%	1.23%	9.62%	8.66%	0.95%	17.12%	5.43%	11.69%

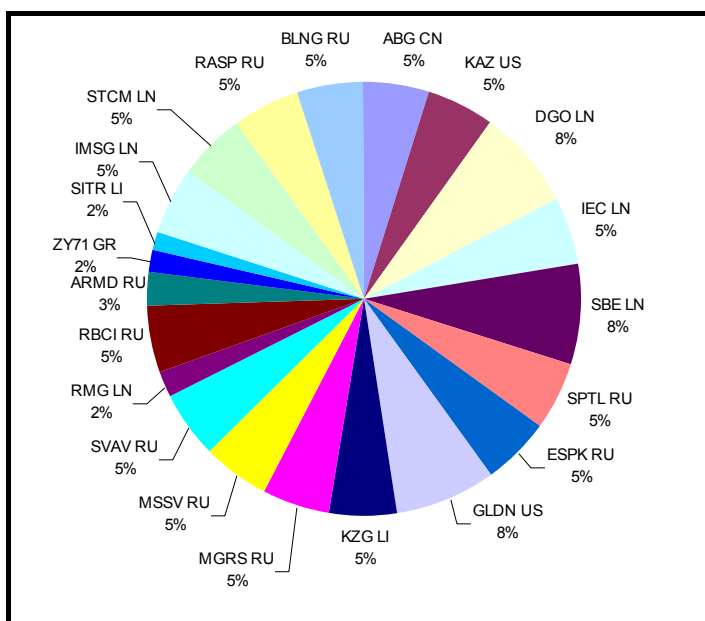
### Рекомендуемый портфель

Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 21/09, \$	Цена 14/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>							
Роснефть	ROSN LI	7.63%	5.0%	8.67	8.53	1.6%	-7.7%
Газпром	GSPBEX RU	14.93%	20.0%	10.90	10.50	3.7%	-4.2%
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	15.42%	16.0%	80.65	77.00	4.7%	-6.4%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.10%	3.0%	49.90	49.10	1.6%	-20.5%
Транснефть, прив.	TRNFP RU	1.45%	2.0%	1,660.00	1,640.00	1.2%	-27.3%
<b>Телекоммуникации</b>							
Вымпелком	VIP US	0.00%	3.5%	27.52	26.98	2.0%	76.6%
МТС	MBT US	0.64%	3.5%	69.72	65.71	6.1%	42.2%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	2.0%	11.91	11.04	7.9%	41.9%
Система	SSA LI	0.00%	3.5%	32.90	30.00	9.7%	2.9%
<b>Металлургия</b>							
ГМК Норильский никель	GMKN RU	5.50%	10.0%	248.10	223.00	11.3%	62.0%
Северсталь	CHMF RU	1.72%	0.0%	20.00	18.15	10.2%	87.4%
Evraz Group	EVR LI	0.00%	2.5%	57.20	51.10	11.9%	128.5%
Мечел	MTL US	0.00%	2.5%	49.88	47.22	5.6%	107.6%
<b>Прочие</b>							
ПАО ЕЭС России	EESR RU	4.14%	6.5%	1.22	1.16	5.2%	13.1%
Сбербанк РФ	SBER RU	14.08%	14.0%	4.06	3.79	7.3%	18.2%
X5 Retail Group	FIVE LI	0.00%	3.0%	32.45	33.50	-3.1%	24.8%
Kazkommertsbank	KKB LI	0.00%	3.0%	15.60	13.98	11.6%	-32.5%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>			<b>5.5%</b>	<b>17.1%</b>

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

Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Нефть и газ</b>														
Роснефть	9.32	2.9	2.3	1.8	13.3	9.4	8.1	29.7	15.0	13.1	32.0	5.1	9.5	US GAAP
Газпром	15.9	3.6	3.3	2.7	8.0	7.1	5.3	11.7	10.4	7.4	12.4	8.8	6.9	МСФО
ЛУКОЙЛ	88.8	1.1	1.0	0.9	5.9	5.8	6.0	9.3	8.8	9.1	8.8	6.7	5.9	US GAAP
Сургутнефтегаз	1.04	2.2	2.0	1.9	5.6	5.6	5.2	12.1	13.2	11.8	9.0	8.4	7.6	РСБУ
Газпром Нефть (Сибнефть)	3.36	1.0	0.9	0.9	3.8	4.1	4.3	5.4	5.5	5.9	5.9	4.8	5.0	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.69	1.5	1.4	1.3	4.3	4.3	4.3	6.9	6.7	6.8	3.9	5.2	5.2	US GAAP
Татнефть	4.28	0.9	0.9	0.8	5.7	5.4	5.4	9.8	9.2	9.5	9.2	6.9	7.1	US GAAP
Транснефть, прив.	2,656	2.0	1.7	1.6	4.0	3.1	3.0	6.7	5.0	5.2	3.4	2.7	2.8	МСФО
НОВАТЭК	91.6	8.8	6.5	4.6	18.7	13.1	8.6	30.5	20.4	12.7	25.9	17.8	12.0	МСФО
Agawak Energy	4.12	3.5	2.8	1.8	8.0	7.1	3.5	34.0	31.5	11.4	10.2	6.3	4.5	МСФО
Caspian Services	5.02	4.2	3.2	2.3	36.2	21.3	12.0	NEG.	39.7	30.1	N.M.	25.0	11.7	US GAAP
Dragon Oil	7.26	6.6	3.8	2.8	7.8	4.2	3.1	13.4	7.6	5.5	12.4	10.9	6.6	МСФО
KazMunaiGaz E&P	21.3	2.4	2.2	2.1	4.0	3.6	3.5	9.9	10.8	10.2	10.0	9.0	8.4	МСФО
РИТЭК	9.11	1.6	1.5	1.4	5.8	5.7	5.0	10.5	10.2	8.7	7.6	7.6	6.5	US GAAP
Sibir Energy	13.9	2.9	2.0	1.2	20.4	8.2	5.9	37.8	11.5	9.1	NEG.	24.5	42.4	UK GAAP
Urals Energy	10.8	6.0	5.2	3.4	13.4	31.4	10.6	NEG.	NEG.	32.0	19.3	N.M.	N.M.	МСФО
West Siberian Resources	1.22	4.8	2.9	1.8	13.5	7.8	4.6	31.4	21.3	8.9	16.5	9.7	6.1	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	84.0	4.9	3.9	3.4	9.6	7.6	6.6	26.0	15.0	12.6	11.7	8.4	8.0	US GAAP
Система	45.0	2.9	2.3	1.9	6.9	5.5	5.0	7.8	7.9	8.5	6.8	5.4	4.9	US GAAP
Вымпелком	28	6.5	4.6	3.9	12.9	8.9	7.4	34.9	19.8	16.6	14.4	10.4	8.3	US GAAP
Комстар-ОТС	12.40	4.8	3.6	3.3	14.7	8.9	7.9	N.M.	27.4	23.5	18.3	12.4	10.0	US GAAP
Ростелеком	N.A.	3.5	3.5	3.3	22.1	17.1	17.8	N.M.	46.2	45.0	30.0	20.8	19.9	МСФО
РБК	12.2	4.4	5.1	3.7	17.1	24.3	12.5	25.5	42.3	20.6	19.2	26.2	17.1	МСФО
Rambler	58.6	16.6	10.1	5.8	N.M.	29.6	15.0	NEG.	39.6	19.8	N.M.	29.2	14.9	МСФО
Центртелеком	0.9	2.4	1.9	1.8	7.2	6.0	5.4	N.M.	21.4	15.9	6.9	5.4	5.0	МСФО
Дальсвязь	7.03	2.3	1.6	1.4	9.1	4.6	3.9	48.4	7.3	5.8	6.8	4.5	3.6	МСФО
С-З. Телеком	2.06	2.5	1.9	1.7	7.7	5.4	4.8	32.4	12.4	11.9	7.7	5.1	4.5	МСФО
Сибирьтелеком	0.13	1.8	1.5	1.4	7.5	5.7	5.0	32.2	16.0	14.2	5.2	4.0	3.5	МСФО
ЮТК	0.25	2.2	1.8	1.6	6.3	5.3	4.7	49.4	14.9	10.4	3.8	3.6	3.0	МСФО
Уралсвязьинформ	0.07	2.5	2.1	1.9	9.0	7.1	6.1	N.M.	23.4	15.9	7.0	5.3	4.7	МСФО
ВолгаТелеком	6.63	2.1	1.7	1.6	6.0	5.1	4.6	18.2	13.9	12.3	6.0	3.9	3.5	МСФО
Kazakhtelecom	138.50	4.6	4.0	3.7	11.7	9.9	9.1	13.3	12.6	12.0	10.9	8.6	7.9	МСФО
Moscow CableCom	13	11.6	4.3	2.8	NEG.	27.4	10.0	NEG.	NEG.	43.0	NEG.	N.M.	15.2	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.7200	2.4	2.1	1.8	13.8	12.9	11.3	50.8	43.6	41.4	18.9	19.8	18.3	МСФО
ОГК 1	0.1216	4.1	3.8	3.0	44.8	36.9	16.6	N.M.	N.M.	59.6	N.M.	53.2	21.2	РСБУ
ОГК2	0.1706	4.8	4.5	3.5	N.M.	43.6	27.4	NEG.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	40.5	РСБУ
ОГК3	0.1403	4.5	3.5	2.8	50.0	35.4	17.3	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	42.7	РСБУ
ОГК4	0.1231	6.3	5.7	4.5	N.M.	59.4	22.4	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	28.9	РСБУ
ОГК5	0.1526	5.6	4.7	3.8	N.M.	42.0	22.2	N.M.	NEG.	N.M.	N.M.	N.M.	39.6	МСФО
ТГК 1	0.0014	4.9	4.0	3.1	26.2	20.5	11.0	N.M.	31.1	19.5	58.8	54.3	19.5	РСБУ
ТГК 2	0.0009	2.4	1.8	1.4	26.8	9.0	7.0	56.8	10.3	9.0	35.2	29.9	18.0	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.2509	3.1	2.7	2.1	12.5	16.4	12.0	30.9	49.8	30.4	49.6	37.5	26.7	МСФО
ТГК 4	0.0009	1.9	1.6	1.4	20.9	8.2	6.7	38.1	9.3	8.9	N.M.	N.M.	19.1	РСБУ
ТГК5	0.0014	2.3	1.9	1.5	29.8	13.0	8.5	N.M.	33.3	30.1	55.8	42.1	21.3	РСБУ
ТГК6	0.0011	2.3	1.9	1.6	24.0	9.7	7.6	N.M.	14.1	10.0	N.M.	N.M.	33.0	РСБУ
ТГК 8	0.0009	3.1	2.8	2.3	36.2	18.4	12.6	N.M.	27.6	25.9	NEG.	NEG.	22.6	РСБУ
ТГК 9	0.0003	1.5	1.3	1.1	17.0	7.3	6.1	41.6	9.1	8.7	33.0	32.0	21.7	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	4.0318	3.5	3.1	2.4	33.1	21.0	11.0	53.6	28.1	24.8	56.0	N.M.	18.0	РСБУ
ТГК 13	N.A.	4.3	3.9	3.1	26.3	28.1	11.7	37.4	42.7	17.8	26.9	29.3	11.9	РСБУ
ТГК 14	0.0005	1.9	1.6	1.5	16.8	6.8	5.7	26.2	8.0	7.5	45.3	46.4	25.7	РСБУ
Волжская ГЭС	0.8628	25.4	24.8	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	РСБУ
Воткинская ГЭС	1.0091	14.8	12.4	N.A.	30.7	24.4	N.A.	N.M.	56.1	N.A.	30.7	29.7	N.A.	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.6539	21.9	14.6	N.A.	48.9	20.4	N.A.	N.M.	31.8	N.A.	29.6	27.1	N.A.	РСБУ
Зейская ГЭС	0.4956	10.6	9.8	N.A.	51.9	29.4	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	45.9	35.3	N.A.	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.4804	19.8	19.7	N.A.	46.8	N.M.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0402	7.9	8.0	N.A.	33.3	34.1	N.A.	54.6	50.8	N.A.	N.M.	44.5	N.A.	РСБУ
МГЭСК	0.1226	4.8	1.2	0.5	10.4	3.6	2.2	18.6	5.4	3.3	12.9	4.9	2.2	РСБУ
МОЭСК	0.1402	2.2	1.3	1.1	8.0	3.2	2.8	15.7	5.6	5.2	8.5	3.5	2.7	РСБУ
Ленэнерго	0.6489	4.3	2.8	2.5	31.4	7.2	6.3	NEG.	12.4	11.3	42.6	8.5	7.3	РСБУ
Кубаньэнерго	33.981	1.9	1.2	1.1	11.7	3.1	2.7	N.M.	5.6	5.1	12.3	3.8	3.3	РСБУ
Свердловэнерго	1.2020	1.1	0.7	0.7	28.1	2.6	2.2	N.M.	3.8	3.5	29.1	3.3	2.7	РСБУ
Красноярскэнерго	0.5651	2.7	1.5	1.3	24.7	4.4	3.8	N.M.	7.0	6.5	26.3	5.5	4.6	РСБУ
Челябэнерго	0.0738	1.6	1.1	0.9	27.5	2.6	2.3	N.M.	4.5	4.1	22.7	3.5	3.0	РСБУ
Пермэнерго	9.6119	1.8	1.3	1.1	10.3	3.9	3.3	25.9	6.5	6.0	14.3	5.1	4.3	РСБУ
Дагестанская РГК	0.1685	12.9	12.3	N.A.	N.M.	48.2	N.A.	NEG.	N.M.	N.A.	N.M.	N.M.	N.A.	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1709	6.8	7.0	N.A.	29.4	29.6	N.A.	59.1	50.9	N.A.	42.4	39.4	N.A.	РСБУ
Омская ЭГК	150.97	2.2	1.8	1.6	19.2	8.8	7.5	38.3	11.7	12.2	35.3	34.4	24.8	РСБУ

<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	294	4.1	2.9	3.0	6.1	4.2	4.6	9.3	6.4	7.2	8.8	6.4	6.5	МСФО
Evrax Group	61.2	2.7	2.0	2.1	8.6	6.4	6.9	15.1	10.6	11.2	10.0	10.9	13.7	МСФО
Мечел	49.7	1.5	1.2	1.1	7.2	4.7	4.9	11.2	8.1	8.1	12.2	8.3	10.2	US GAAP
ММК	1.35	2.1	1.6	1.6	6.9	5.0	5.7	9.4	6.3	7.9	12.0	6.1	6.5	US GAAP
НЛМК	3.62	3.3	2.6	2.8	7.6	5.8	6.5	12.6	8.8	10.0	12.6	8.1	7.6	US GAAP
Северсталь	21.5	1.7	1.3	1.4	7.2	4.8	5.3	17.5	9.4	10.5	11.9	5.7	7.2	МСФО
ВСМПО-Ависма	344	3.0	2.6	2.1	7.4	7.5	5.6	11.3	13.3	9.9	13.9	10.8	11.5	US GAAP
Kazakhmys	26.9	2.5	2.2	2.4	5.4	4.9	5.7	10.1	9.5	10.8	10.0	7.9	7.9	МСФО
Vera Gold	6.65	15.0	12.1	6.4	54.6	37.4	9.8	NEG.	N.M.	16.3	56.8	52.8	13.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	4.6	2.8	2.5	16.7	4.6	4.2	28.5	7.1	6.3	13.8	6.8	5.6	CA GAAP
European Minerals	1.44	N.A.	11.3	2.2	NEG.	29.5	3.4	NEG.	38.0	4.1	NEG.	39.4	5.3	CN GAAP
High River Gold	N.A.	8.2	4.1	2.8	31.5	10.7	6.2	NEG.	15.4	8.2	N.M.	9.0	7.7	CN GAAP
KazakhGold	27.1	9.2	6.2	3.1	17.9	13.0	5.8	43.6	39.7	14.3	41.8	18.0	8.9	МСФО
Peter Hambro	18.4	13.2	10.1	5.7	33.8	29.5	11.8	N.M.	N.M.	22.7	53.6	43.9	21.8	МСФО
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	41.4611	2.2	1.5	0.9	25.6	14.7	9.3	N.M.	36.4	22.6	23.0	12.3	9.8	МСФО
Седьмой континент	29.28	2.0	1.6	1.2	18.1	16.3	12.3	27.7	35.9	30.5	29.0	14.9	10.8	МСФО
Магнит	56.1025	1.3	0.8	0.6	25.7	16.2	9.8	52.8	37.6	19.3	26.2	16.4	10.2	МСФО
Калина	53.7	1.2	1.1	1.0	10.6	8.2	6.8	24.2	14.1	10.9	8.7	13.6	12.6	МСФО
Лебедянский	106.7	2.7	2.0	1.6	14.0	10.9	8.8	21.4	16.7	13.4	24.5	19.3	13.0	МСФО
Oriflame, €	56.2	2.8	2.4	2.1	17.8	16.3	14.2	25.7	22.9	19.3	19.3	19.6	15.1	МСФО
Вимм-Билль-Данн	109.7	3.2	2.2	1.8	25.3	17.2	13.1	51.9	33.1	23.9	39.0	30.1	18.6	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	57.6	1.5	1.1	0.8	11.2	8.7	6.4	24.1	17.5	13.0	9.7	8.4	6.2	МСФО
Акрон	35.2	1.3	1.0	1.0	5.6	3.2	3.9	11.3	5.4	6.8	6.9	5.4	5.4	МСФО
Steppe Cement	8.09	13.9	9.7	4.0	30.6	15.3	6.9	52.9	29.2	9.4	48.9	23.0	9.4	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	5.10	8.8	6.0	4.8	14.0	16.7	13.3	28.6	22.0	17.4	8.2	3.9	3.3	МСФО
Kazkommertsbank	20.8	6.6	4.3	3.5	9.6	10.0	9.4	22.1	14.8	14.0	2.4	2.1	1.8	МСФО

**РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ**
**"ВТОРОЙ**
**ЭШЕЛОН"**

**Обзор портфеля**

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" несколько отстал от рынка, повысившись на 3.53% на фоне роста индекса РТС на 4.27%.

Динамика котировок акций, включенных в состав портфеля, носила ярко выраженный разнонаправленный характер. В частности, котировки акций Imperial Energy выросли на 23.8% в результате потока позитивных новостей (компания объявила о создании СП с администрацией Томской области, которое будет заниматься коммерческим использованием природного газа, а Государственная комиссия по запасам полезных ископаемых (ГКЗ) РФ подтвердила запасы принадлежащего Imperial Energy Среднеглуховского месторождения).

Напротив, акции других независимых нефтяных компаний чувствовали себя весьма неуверенно – котировки бумаг Arawak Energy выросли лишь на 1.7%, а бумаги Sibir Energy, BMB Munai и Dragon Oil подешевели на 0.5%, 2.6% и 4.3% соответственно.

**Изменения в портфеле**

На этой неделе мы исключаем из состава портфеля акции KazakhTelecom и сокращаем долю акций Rambler Media после публикации разочаровывающих результатов за первое полугодие 2007 года.

Взамен мы включаем в портфель акции Golden Telecom и двух высокотехнологических компаний – IBS и "Ситроникса".

**Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"**

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 21/09, \$	Цена 14/09, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>						
	<b>30.0%</b>	<b>30.0%</b>				
Arawak Energy	5.0%	5.0%	2.49	2.45	1.7%	6.9%
BMB Munai	5.0%	5.0%	5.60	5.75	-2.6%	13.1%
Dragon Oil	7.5%	7.5%	4.70	4.92	-4.3%	39.0%
Imperial Energy	5.0%	5.0%	21.10	17.04	23.8%	69.3%
Sibir Energy	7.5%	7.5%	10.34	10.39	-0.5%	24.7%
<b>Телекоммуникации</b>						
	<b>17.5%</b>	<b>17.5%</b>				
С-3. Телеком	5.0%	5.0%	1.44	1.43	0.4%	-8.7%
Дальсвязь	5.0%	5.0%	4.70	4.60	2.2%	13.7%
Kazakh Telecom	0.0%	7.5%	114.06	116.40	-2.0%	11.4%
Golden Telecom	7.5%	0.0%	74.02	73.11	1.2%	58.0%
<b>Металлургия</b>						
	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>				
KazakhGold	5.0%	5.0%	20.10	20.26	-0.8%	-2.0%
<b>Энергетика</b>						
	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>				
МГЭСК	5.0%	5.0%	0.07	0.07	0.0%	-12.9%
МТК	5.0%	5.0%	0.04	0.04	0.0%	46.4%
<b>Прочие</b>						
	<b>37.5%</b>	<b>37.5%</b>				
Северсталь-Авто	5.0%	5.0%	47.00	43.70	7.6%	59.3%
Rambler	2.0%	5.0%	40.13	41.63	-3.6%	18.9%
РБК	5.0%	5.0%	7.90	7.90	0.0%	-29.1%
Armada	2.5%	2.5%	18.60	16.15	15.2%	86.0%
IBS	1.5%	0.0%	26.94	25.48	5.7%	28.3%
Ситроникс	1.5%	0.0%	5.88	5.40	8.9%	-51.0%
IMSG	5.0%	5.0%	3.38	3.34	1.2%	63.7%
Стеppe Семент	5.0%	5.0%	6.71	6.57	2.1%	49.2%
Распадская	5.0%	5.0%	3.84	3.10	23.9%	114.9%
Белон	5.0%	5.0%	47.25	40.25	17.4%	21.9%
<b>Всего</b>	<b>100%</b>				<b>3.5%</b>	<b>32.8%</b>

## КОМПАНИИ

## "СИТРОНИКС"

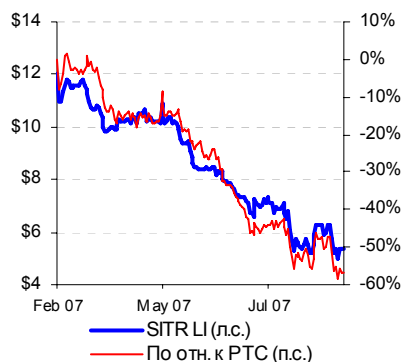
Тикер	SITR LI
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	5.75
Прогнозируемая цена (12 месяцев), \$	8.75
Потенциал роста/снижения	52%

### Несмотря на слабые результаты II квартала, цена акций по-прежнему привлекательна для покупки

После публикации слабых результатов II квартала 2007 года мы понизили прогноз консолидированной выручки "Ситроникса" в 2007 году на 6%, а в 2008 году – на 1%, несмотря на повышение прогнозируемых результатов подразделений информационных технологий (ИТ) и микроэлектроники (МЭ). Мы понизили нашу прогнозируемую цену акций компании на ближайшие 12 месяцев на 2% – с \$8.93 до \$8.75. Тем не менее, акции "Ситроникса" остаются привлекательной бумагой для покупки по низкой цене, и мы ждем публикации хороших новостей от компании, которые помогут восстановить репутацию руководства.

По итогам II квартала убыток "Ситроникса" на уровне EBITDA и чистый убыток оказались сильнее, чем ожидалось, заметно увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом.

#### Динамика котировок акций



#### Основные показатели "Ситроникса" за II квартал 2007 года по US GAAP – убытки сильнее, чем ожидалось

\$ млн., US GAAP (неаудированные)	I кв. 07	II кв. 07	В кварт. сопост.	II кв. 07П	Факт/прогноз	1 пг. 06	1 пг. 07	В год. сопост.
Выручка	310	328	6%	328	0%	682	638	-6%
EBITDA	-11	-27	145%	-8	N.M.	70	-39	N.M.
Чистая прибыль	-28	-52	86%	-25	N.M.	16	-80	N.M.
Рентабельность EBITDA	-4%	-8%	-5pp	-2%	-6pp	10%	-6%	-16pp
Чистая рентабельность	-9%	-16%	-7pp	-8%	-8pp	2%	-13%	-15pp

Источник: данные компании, оценки "Атона"

#### Капитализация и данные об акциях

Рын. кап., \$ млн.	1,098
Чистый долг 2006П*, \$ млн.	93
EV, \$ млн.	1,791
Кол-во акций, млн.	191
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	18%
Кол-во акций на ADR	50
Дивиденды 2006, \$	0.0
Дивидендная доходность	0.0%

Компания понизила прогноз выручки в 2007 году с \$1.7-1.9 млрд. до \$1.6-1.7 млрд., показатель EBITDA, по оценкам менеджмента, будет близок к нулевой отметке.

Руководство взяло на себя ответственность за слабые результаты направления телекоммуникационных решений (ТР). Хотя его результаты не были представлены в деталях, компания понесла дополнительные расходы во II квартале, связанные с расширением бизнеса. Эти инвестиции окупятся только в III квартале и позднее.

Тем временем, результаты подразделений микроэлектроники и информационных технологий превзошли оценки руководства компании, что обусловило повышение наших прогнозов. Выручка сегментов ИТ и МЭ выросла по сравнению с аналогичным периодом 2006 года соответственно на 100% и 25%. Рост показателей МЭ был обусловлен продажами SIM-карт, выполнением заказа на поставку карт для московского метро и увеличением заказов от госсектора. "Ситроникс" одержал победу в тендере на поставку RFID-билетов для железной дороги в Московской области, а рамках программы "Соцрегистр" – на поставку социальных карт москвича. Новыми клиентами ИТ-подразделения стали МЧС, ВТБ, МЭРТ и Генпрокуратура. Важно отметить, что выручка наиболее рентабельных сегментов ИТ-услуг и ИТ-консалтинга возросла на 50% в годовом сопоставлении, что должно положительно сказаться на рентабельности компании в целом. Руководство "Ситроникса" подтвердило, что рентабельность EBITDA ИТ-бизнеса увеличилась в годовом сопоставлении, не приведя конкретных цифр.

Мы считаем, что выручка подразделения телекоммуникационных решений в первом полугодии 2007 года могла сократиться на 35% в годовом сопоставлении, в том числе из-за снижения на 24% выручки от реализации продукции третьим сторонам. Совокупный объем продажи компаниям холдинга АФК "Система" составляет 16% от выручки. Учитывая, что продажи "Системе" составили 12-13% от выручки ИТ-подразделения, выручка от продаж "Системе" подразделения МЭ составила \$12-15 млн. (SIM-карты), а подразделения потребительской электроники и контрактного производства электроники не реализуют продукцию внутри холдинга, можно сделать вывод о сокращении продаж ТР-подразделения не только в рамках "Системы", но и третьим сторонам.

#### Наша разбивка выручки говорит о существенном снижении продаж ТР-подразделения вне холдинга АФК "Система"

\$ млн.	1 пг. 06	1 пг. 07	В год. сопост.
ТР	352	229	-35%
компаниям Системы третьим сторонам	126	57	-55%
ИТ	226	172	-24%
МЭ	227	284	25%
Прочее	41	82	101%
Прочее	62	43	-30%
<b>Всего</b>	<b>682</b>	<b>638</b>	<b>-6%</b>

Источник: данные компании, оценки "Атона"

US GAAP, \$ млн.	2006	2007П	2008П
Выручка	1,611	1,643	2,073
EBITDA	172	4	196
Чистая прибыль (скорректированная)*	61	-89	26
Операционный денежный поток	-146	-93	3
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/EBITDA	10.4	N.M.	9.1
P/E	17.9	NEG.	41.7
P/CF	NEG.	NEG.	N.M.

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

**Мы снизили прогноз консолидированной выручки, повысив при этом оценочные результаты подразделения микроэлектроники и информационных технологий.** Понижение руководством прогноза консолидированной выручки в сочетании с ожидающей опережающей динамикой развития IT- и МЭ-бизнеса позволяют предположить, что показатели TP-направления в 2007 году будут совсем слабыми. По нашим оценкам, выручка TP составит в 2007 году \$575 млн., что на 21% меньше, чем мы прогнозировали ранее, и на 38% ниже, чем компания прогнозировала в ходе IPO. Следуя консервативному подходу, мы также понизили наш прогноз выручки TP в 2008 году и более поздних периодах, но по-прежнему считаем, что в этом плане компания может преподнести приятные сюрпризы:

- В 2008 году должны начать окупаться реструктуризация TP-направления и инвестиции в продажи и маркетинг;
- Мы ожидаем увеличения поставок компаниям холдинга "Система": должен начаться новый инвестиционный цикл МТС, связанный с развертыванием сетей 3G, МГТС будет инвестировать в сети следующего поколения (NGN), а медиа-компания "Системы" могут приобрести у "Ситроникса" оборудование для IPTV.

#### Мы скорректировали наши прогнозы в сторону понижения

\$ млн.	Предыдущий прогноз		Новый прогноз		Изм.	
	2007П	2008П	2007П	2008П	2007П	2008П
TP	732	869	575	715	-21%	-18%
IT	683	820	701	872	3%	6%
МЭ	186	245	229	323	23%	32%
<b>Совокупная выручка</b>	<b>1,740</b>	<b>2,098</b>	<b>1,643</b>	<b>2,073</b>	<b>-6%</b>	<b>-1%</b>
EBITDA	135	203	4	196	-97%	-3%
Чистая прибыль	-3	36	-89	26	N.M.	-27%

Источник: оценки "Атона"

**Наша новая прогнозируемая цена на ближайшие 12 месяцев лишь на 2% прежней – \$8.75 за GDR,** поскольку зависимость нашей оценки стоимости компании на основе DCF от результатов TP-подразделения довольно низка. При этом мы повысили прогнозы показателей IT- и МЭ-направлений.

#### Снижение прогнозируемой цены на 2%: понижение прогноза показателей TP почти компенсировано повышением прогноза МЭ и IT

\$ млн.	Стоимость акционерно-го капитала	% совокупной стоимости	Изм.
Микроэлектроника	862	52%	11%
Телекоммуникационные решения	394	24%	-26%
Информационные технологии	332	20%	6%
Потребительская электроника	56	3%	0%
Контрактное производство электроники	26	2%	0%
<b>Всего</b>	<b>1,670</b>	<b>100%</b>	<b>-2%</b>
Кол-во GDR в обращении, млн.	191		
<b>Прогнозируемая цена GDR (12 мес.), \$</b>	<b>8.75</b>		

Источник: оценки "Атона"

**Хотя инвестиции в акции "Ситроникса" представляются рискованными, потенциал роста на 52% до нашей прогнозируемой цены и наличие явных катализаторов роста оправдывают рекомендацию "Покупать".**

- Руководство планирует объявить о крупном приобретении в IT-секторе до конца 2007 года;
- Насколько мы понимаем, вскоре может быть подписан контракт на сумму \$1.2 млрд. в Саудовской Аравии, о котором сообщали СМИ;
- По оценкам менеджмента, результаты III квартала 2007 года (публикация запланирована на декабрь 2007 года) должны продемонстрировать заметное улучшение ситуации в компании (в частности, прибыль на уровне EBITDA). С учетом того, что телеконференция менеджмента компании состоялась в середине сентября, эти оценки можно считать вполне надежными.

**Рефинансирование задолженности остается одним из рисков.** "Ситроникс" планирует начать 25 сентября размещение облигаций на сумму 3 млрд. руб. (\$119 млн.). Несмотря на привлекательную ставку купона на уровне 9.35-9.5% годовых, в условиях текущей рыночной конъюнктуры размещение может оказаться достаточно сложным. Компания сообщила, что может привлечь синдицированный кредит, если не удастся продать облигации. Мы полагаем, что решение проблемы с рефинансированием долга может стать катализатором роста цен в краткосрочной перспективе.

**Крупнейшей проблемой, на наш взгляд, является авторитет руководства компании,** которое дважды в течение девяти месяцев понижало прогноз финансовых результатов. Мы считаем, что хорошие новости должны восстановить репутацию менеджмента в глазах инвесторов.

**Модель DCF "Ситроникса"**

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Выручка	1,643	2,073	2,471	2,893	3,309	3,738	4,162	4,597	5,060
Операционные затраты	-1,638	-1,877	-2,203	-2,555	-2,902	-3,256	-3,614	-3,980	-4,371
ЕБИТДА	4	196	267	339	407	482	548	617	690
Амортизация	-54	-64	-68	-73	-80	-88	-97	-107	-119
Операционная прибыль (ЕБИТ)	-50	133	200	265	327	394	451	510	571
Минус: Налог на прибыль	-14	-33	-48	-64	-78	-94	-108	-122	-137
Минус: Капвложения	-151	-79	-90	-106	-114	-119	-133	-147	-161
Минус: Изменения рабочего капитала	-41	-91	30	-9	-90	-80	-81	-82	-86
Плюс: Амортизация	54	64	68	73	80	88	97	107	119
Свободный денежный поток	-201	-6	159	160	125	188	226	266	305
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.127	1.270	1.432	1.614	1.819	2.050	2.311	2.605
PV будущего FCF	-201	-6	125	112	77	103	110	115	117
<b>Совокупная PV будущего FCF</b>	<b>553</b>								

**Расчет остаточной стоимости**

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	305
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконтирования	12.7%
Остаточная стоимость, \$ млн.	4,155
<b>PV остаточной стоимости, \$ млн.</b>	<b>1,595</b>

**Расчет прогнозируемой цены**

Совокупная NPV будущего FCF (кон. 2007), \$ млн.	2,148
Совокупная NPV будущего FCF (12 мес.), \$ млн.	2,363
Минус: Чистый долг (конец 2006, с учетом поступлений от IPO), \$ млн.	93
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	600
Совокупная стоимость акционерного капитала (12 мес.), \$ млн.	1,670
Кол-во GDR, млн.	191
<b>Прогнозируемая цена GDR (12 мес.), \$</b>	<b>8.75</b>

**Расчет стоимости акционерного капитала**

Безрисковая ставка в России/СНГ	6.0%
Премия за риск инвестиций в акции России/СНГ	5.5%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.25
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.49
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>14.2%</b>

**Расчет WACC**

Совокупный долг, % от капитализации	20.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.8%
Акционерный капитал, % от капитализации	80.0%
Стоимость акционерного капитала	14.2%
<b>WACC</b>	<b>12.7%</b>

**Расчет прогнозируемого коэффициента beta**

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
<b>10-100</b>	<b>1.25</b>
1-10	1.5

\*на основе объема торгов в долларах США за три месяца в РТС, на ММВБ и рынке ADR

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Надежда Голубева, CFA  
goloubeva@aton.ru

Анна Курбатова  
kurbatova@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												
Gallery 13	\$175	B-/Caa1	15/5/2013	10.125	99.78	100.03	10.16	10.13	84.70	6	2.11	2.11
ТНК-ВР 12	\$500	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2012	6.125	95.25	96.25	7.25	6.40	334.20	180	3.74	3.58
ТНК-ВР 17	\$800	BB+/Baa2e/BBB-	20/3/2017	6.625	93.50	94.50	7.52	7.05	296.62	377	6.69	6.29
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	101.85	102.85	7.11	8.55	316.59	186	1.33	1.36
Абсолют Банк 10	\$175	n.r./Baa3/B	30/3/2010	9.125	103.65	104.65	7.30	8.76	328.88	118	2.08	2.16
Алроса 08	\$500	BB-/Baa2	6/5/2008	8.125	100.70	101.35	6.40	8.04	233.78	199	0.57	0.58
Алроса 14	\$300	BB-/Baa2	17/11/2014	8.875	109.75	110.75	7.02	8.05	265.10	244	5.08	5.60
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Baa2/BB-	2/7/2008	7.75	99.15	99.65	8.54	7.80	455.41	406	0.70	0.70
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Baa3/B+	9/12/2015	8.625	95.00	97.00	10.10	8.98	627.06	433	2.56	2.46
Альфа Банк 09	\$400	n.r./Baa2/BB-	10/10/2009	7.875	97.50	99.00	8.82	8.02	491.21	317	1.72	1.69
Альфа Банк 12	\$500	n.r.	25/6/2012	8.2	93.5	95	9.74	8.70	589.88	448	3.62	3.41
Альфа Банк 17/12	\$300	B+/P/Baa3/B+	22/2/2017	8.635	92.50	94.00	10.58	9.26	680.90	524	3.40	3.17
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	101.75	102.50	6.86	7.83	287.35	116	1.72	1.76
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	100.25	101.25	7.10	7.32	313.56	118	2.65	2.67
Банк Москвы 17/12	\$400	n.r./Baa1/BBB-	10/5/2017	6.807	94.25	95.25	7.58	7.18	417.35	299	6.55	3.79
Банк Москвы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	99.50	99.50	7.44	7.37	326.27	239	4.31	4.29
Банк Москвы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	98.75	98.75	8.15	7.59	428.85	245	2.62	2.59
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	97.29	97.51	11.24	9.75	750.46	609	1.38	1.34
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	99.87	100.62	8.09	8.48	408.58	371	0.60	0.60
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	100.41	101.01	6.25	6.83	222.58	126	1.11	1.12
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	103.90	104.65	6.29	7.19	235.61	65	3.28	3.42
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	101.00	101.75	1.93	6.23	162.04	-39	6.36	2.11
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	95.38	95.38	4.87	4.46	59.47	0	6.73	6.42
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	101.00	103.00	5.92	6.13	117.02	2	5.91	6.02
Вымпелком 09	\$450	BB+/Baa3	16/6/2009	10	104.75	105.50	6.81	9.51	285.63	138	1.50	1.58
Вымпелком 10	\$300	BB+/Baa3	11/2/2010	8	102.00	102.75	6.90	7.81	286.90	86	2.07	2.12
Вымпелком 11	\$300	BB+/Baa3	22/10/2011	8.375	103.00	103.75	7.40	8.10	350.23	181	3.22	3.33
Вымпелком 16	\$600	BB+/Baa3	23/5/2016	8.25	102.00	102.75	7.86	8.06	338.14	380	5.84	5.98
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	108.85	109.35	5.79	9.62	177.29	2	1.76	1.92
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	106.03	106.08	5.49	7.35	142.65	0	2.49	2.64
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	94.50	94.50	5.73	4.83	159.09	0	4.35	4.11
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	115.00	115.75	6.25	8.35	209.29	107	4.19	4.83
Газпром 13a	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.00	100.00	5.87	5.65	183.61	34	1.97	1.55
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	95.50	96.25	7.19	6.78	271.73	294	5.76	5.53
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	98.10	98.85	6.12	5.97	191.35	0	5.86	5.77
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	98.50	99.25	6.37	6.28	178.25	250	6.61	6.54
Газпром 17€	500.00	BBB-/P(A3)/BBB-	2/11/2017	5.44	93.25	94.00	6.21	5.81	155.68	269	7.33	6.86
Газпром 20	\$1250	BBB-/n.r/BBB	1/2/2020	7.201	102.25	103.00	6.50	7.02	221.63	178	3.65	3.40
Газпром 22	\$1300	BBB-/P(A3)/BBB-	7/3/2022	6.51	98.75	99.50	6.60	6.57	178.16	191	9.06	8.98
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	126.75	127.50	6.47	6.78	157.98	70	11.54	14.67
Газпром 37	\$1250	BBB-/Baa1/BBB-	16/8/1937	7.288	106.00	106.50	6.79	6.86	190.35	97	12.39	13.17
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	100.86	101.61	6.07	7.16	203.46	119	1.00	1.01
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/n.r/BBB	3/8/2009	10.875	106.10	107.10	7.03	10.20	306.83	149	1.61	1.72
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	99.50	100.50	8.25	8.25	382.59	403	5.52	5.52
Еврохим 12	\$300	BB-/n.a./BB-	20/3/2012	7.875	94.25	95.75	9.26	8.29	543.38	389	3.56	3.38
Зенит 09	\$200	n.r./n.r/B	27/10/2009	8.75	97.50	98.50	9.78	8.93	591.46	414	1.73	1.69
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	99.50	100.50	9.25	9.25	542.47	374	3.13	3.13
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1e/B	12/5/2009	9	96.75	98.25	10.69	9.23	692.19	552	1.37	1.34
КузбассРазрезУголь 10	\$200	Be/B1e	12/7/2010	9	99.00	100.00	9.12	9.05	518.95	318	2.32	2.31
КузбассРазрезУголь 10	\$200	Be/B1e	12/7/2010	9	99.00	100.00	9.12	9.05	518.95	318	2.32	2.31
Лукойл 17	\$500	BBB-e/(P)Baa2/BBB-	7/6/2017	6.356	94.75	95.75	7.04	6.67	245.08	335	6.79	6.47
Лукойл 22	\$500	BBB-e/(P)Baa2/BBB-	7/6/2022	6.656	93	94	7.39	7.12	259.72	265	8.73	8.16
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	99.32	100.07	9.32	8.65	546.75	520	0.41	0.41
МДМ 07_1	\$250	B+/Baa2/BB-	7/12/2007	7.5	99.79	100.29	7.21	7.50	339.09	322	0.20	0.20
МДМ 11	\$200	B-/Baa3/B+	21/7/2011	9.75	99.25	100.75	9.74	9.75	595.03	417	2.98	2.98
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	101.75	102.50	6.94	7.83	294.35	107	1.91	1.95
ММК 08	\$300	BB/Baa3/BB-	21/10/2008	8	99.93	100.93	7.57	7.97	357.87	276	0.96	0.96
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	102.98	103.43	5.47	6.25	135.99	0	3.33	3.44
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	99.96	100.16	4.06	1.80	23.72	20	0.04	0.04
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	98.60	98.78	6.12	4.43	204.86	156	0.72	0.71
МТС 08	\$400	BB-/Baa3/nr	30/1/2008	9.75	100.75	101.35	6.69	9.65	276.07	253	0.34	0.34
МТС 10	\$400	BB-/Baa3	14/10/2010	8.375	103.00	104.00	7.08	8.09	310.21	113	2.51	2.60
МТС 12	\$400	BB-/Baa3	18/7/2016	8	101.75	102.75	7.38	7.82	347.64	188	3.49	3.57
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	96.50	98.00	9.11	8.74	496.09	431	4.31	4.19
Новороссийский Порт 12	\$300	BB+/e/Baa2e/	17/5/2012	7	94.75	96.25	8.18	7.33	430.09	282	3.66	3.50
Номос 09	\$150	n.r./Baa3/B+	12/5/2009	8.25	95.75	97.25	10.61	8.55	684.21	544	1.38	1.33
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	94.00	96.00	11.31	10.26	759.03	589	3.00	2.85
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.25	102.00	6.26	7.01	225.71	53	1.76	1.78

## Рынок внутреннего долга

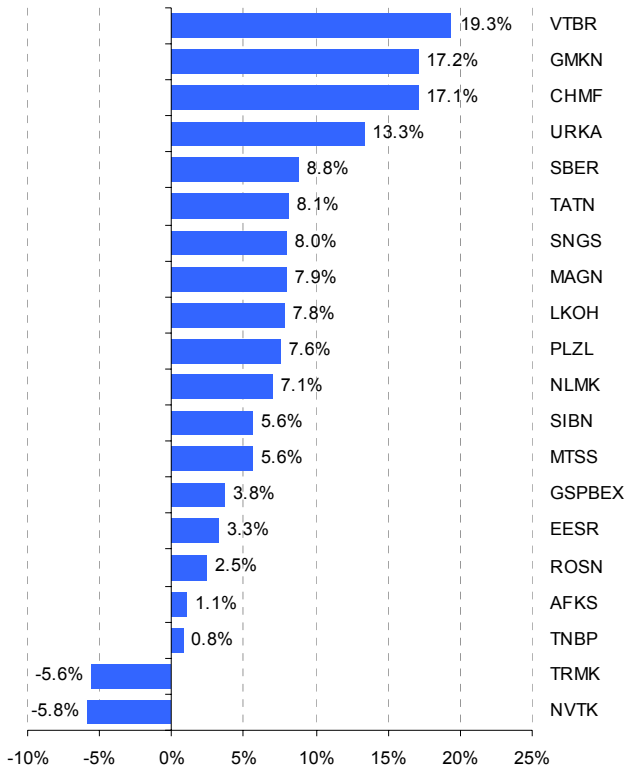
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата оферты	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	УТМ, %	Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>													
ВТБ - 4 об*	5,000	19/3/2009	20/3/2008	6.3	0.00	0.00	100.00	-	6.40	19	47	0.47	0.47
ВТБ - 5 об*	15,000	17/10/2013	24/4/2008	5.9	0.00	0.00	100.00	700,000,000	6.03	0	3	0.55	0.55
ГАЗПРОМ А4	5,000	10/2/2010		8.22	101.73	102.01	102.00	50,662,844	7.42	(0)	117	2.05	2.09
ГАЗПРОМ А5	5,000	9/10/2007		7.58	100.01	100.05	100.01	38,039,961	7.38	(40)	129	0.05	0.05
ГАЗПРОМ А6	5,000	6/8/2009		6.95	99.30	99.95	99.95	2,010,190	7.09	(91)	64	1.66	1.66
ИРКУТ-03об	3,250	16/9/2010		8.74	100.70	101.75	101.70	26,279,342	8.25	75	273	2.49	2.53
Лукойл2обл	6,000	17/11/2009		7.25	100.00	100.25	99.96	-	7.40	16	145	0.15	0.15
РЖД-02обл	4,000	5/12/2007		7.75	100.00	100.50	100.08	-	7.40	(21)	130	0.19	0.19
РЖД-05обл	10,000	21/1/2009		6.67	98.95	99.50	99.25	36,773,700	7.39	(10)	165	1.20	1.19
РЖД-06обл	10,000	10/11/2010		7.35	99.80	100.20	100.00	222,438,211	7.48	0	153	2.60	2.60
РЖД-07обл	5,000	7/11/2012		7.55	100.00	101.50	100.10	52,009,743	7.67	36	129	3.94	3.94
РусАлФ-3в	6,000	21/9/2008		7.2	97.52	99.00	98.00	30,483,235	9.55	1	363	0.90	0.88
РусНефть1	7,000	10/12/2010		9.25	89.95	91.00	91.00	88,175	7.04	35	1266	2.68	0.98
САНОС-02об	3,000	10/11/2009		10	100.00	101.00	100.00	43,045,010	10.24	1	379	1.74	1.74
СибТлк-5об	3,000	25/4/2008		9.2	100.00	100.50	100.23	2,004,600	8.96	46	287	0.53	0.53
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.3	0.00	0.00	103.70	-	8.13	(0)	192	2.60	2.70
Мечел 2об	5,000	12/6/2013	16/6/2010	8.4	100.90	101.49	100.90	2,165,976	8.18	1	294	2.27	2.29
УралСвэлИн4	3,000	1/11/2007		9.99	100.20	100.73	100.23	-	7.89	103	180	0.10	0.10
УралСвэлИн5	2,000	17/4/2008		9.19	100.00	100.70	100.30	501,500	8.81	71	271	0.51	0.51
ФСК ЕЭС-01	5,000	18/12/2007		8.8	100.25	0.00	100.30	7,761,214	7.58	(1)	148	0.22	0.22
ФСК ЕЭС-02	7,000	22/6/2010		8.25	101.05	101.65	101.30	11,204,200	7.86	0	267	2.30	2.32
ФСК ЕЭС-03	7,000	12/12/2008		7.1	99.55	99.80	99.55	89,619,000	7.62	(166)	182	1.09	1.09
ЦентрТел-4	5,600	21/8/2009		13.8	108.50	110.15	108.50	83,615,932	9.07	0	264	1.60	1.73
ЦентрТел-5	3,000	30/8/2011	2/9/2008	8.09	0.00	101.00	99.55	-	8.77	89	282	0.86	0.86
ЧТПЗ 01об	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	-	8.36	(37)	218	1.64	0.14
ЮТК-3	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.9	99.95	100.06	99.95	305,238	12.00	115	591	0.04	0.04
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10	100.05	101.00	100.50	1,131,379	9.98	33	359	1.25	0.94
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	100.85	103.99	100.85	21,179	8.88	29	283	0.63	0.63
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	101.60	108.00	105.03	-	5.80	(4)	0	1.11	1.16
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	109.31	112.00	112.00	11,161,573	5.99	10	-31	2.67	2.67
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	107.60	108.00	108.00	9,229,091	6.68	(1)	20	4.97	5.37
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	0.00	0.00	100.05	-	9.73	(9)	364	0.09	0.09
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	105.20	106.40	106.70	-	6.13	(0)	99	2.41	2.57
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	0.00	104.90	104.90	-	2.46	(47)	-362	0.62	0.65
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11	106.00	106.90	106.90	11,669	6.53	(0)	20	1.37	1.46
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10	0.00	0.00	105.10	-	6.79	0	92	1.42	1.12
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9	104.55	105.47	104.50	12,620,563	7.68	8	138	2.83	2.95
Мос.обл.7в	16,000	16/4/2014		8	102.31	102.80	102.01	119,392,043	7.75	0	127	4.73	4.82

\* доходность и DV01 рассчитаны к дате оферты

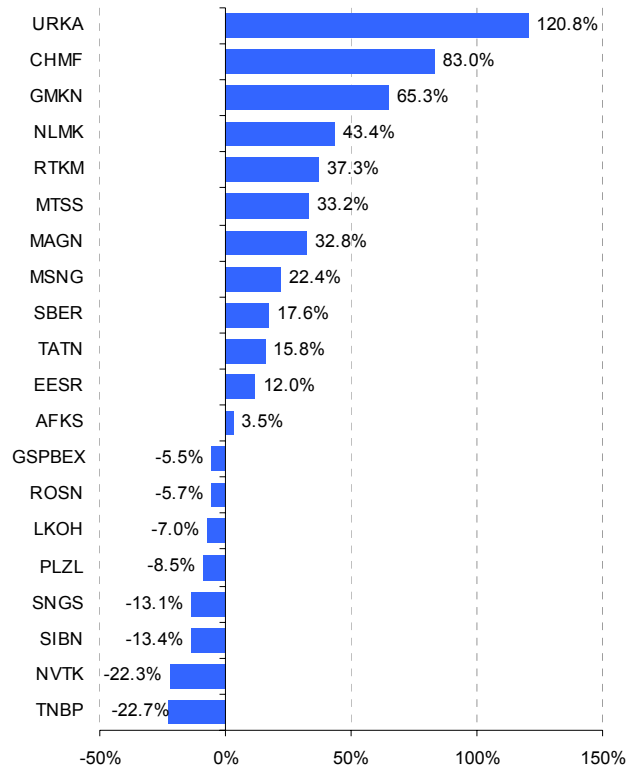
Источник: ММВБ

**РЫНОК АКЦИЙ**

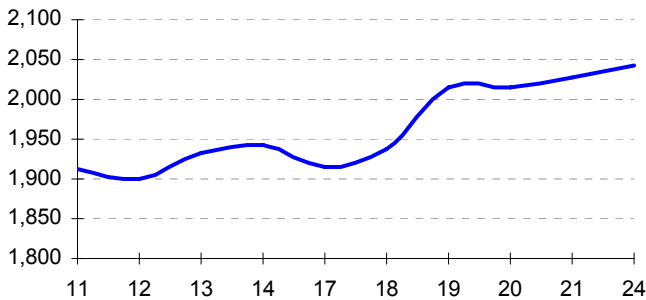
**20 лидеров рынка – динамика за неделю**



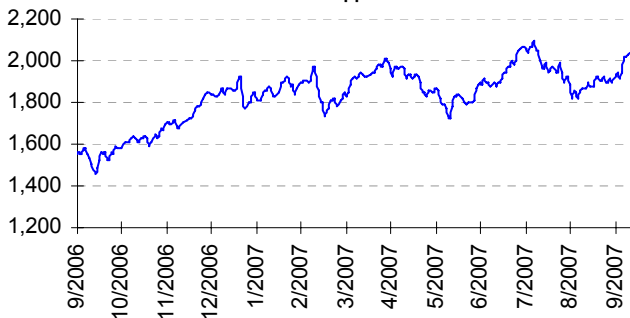
**20 лидеров рынка – динамика в 2007 году**



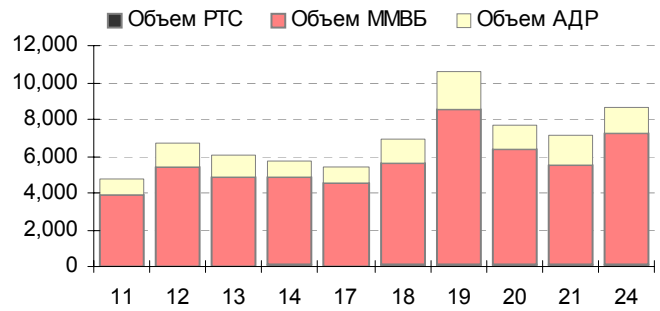
**РТС за две недели**



**РТС 52 недели**



**Объем торгов (\$ млн)**

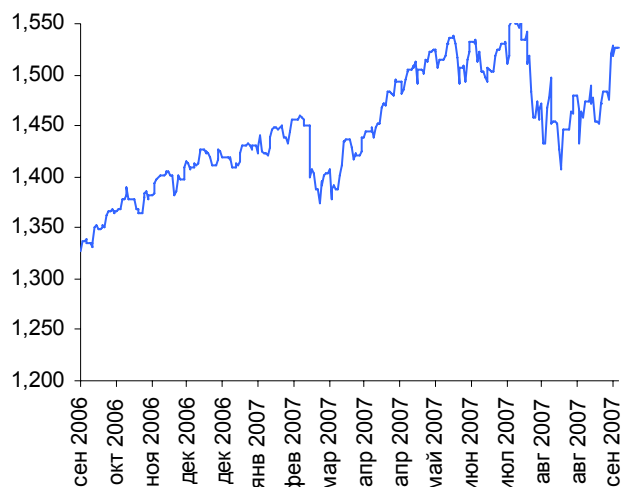


**10 наиболее ликвидных акций РТС**

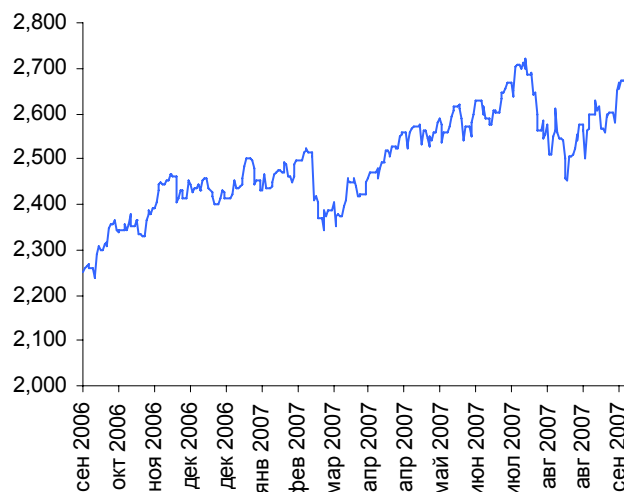
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	3.8	136
РАО ЕЭС России	3.3	82
Сбербанк РФ	8.8	81
ГМК Норильский никель	17.2	30
ЛУКОЙЛ	7.8	26
ТГК 9	0.0	13
Транснефть, прив.	0.6	8
Северсталь	17.1	6
ВТБ	19.3	5
Роснефть	2.5	5

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

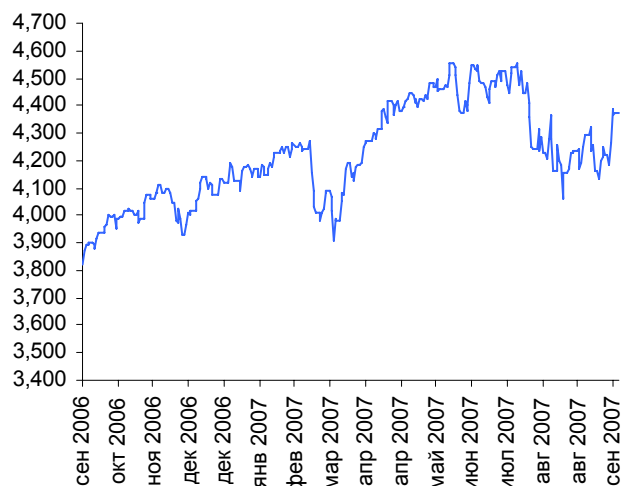
S&P 500



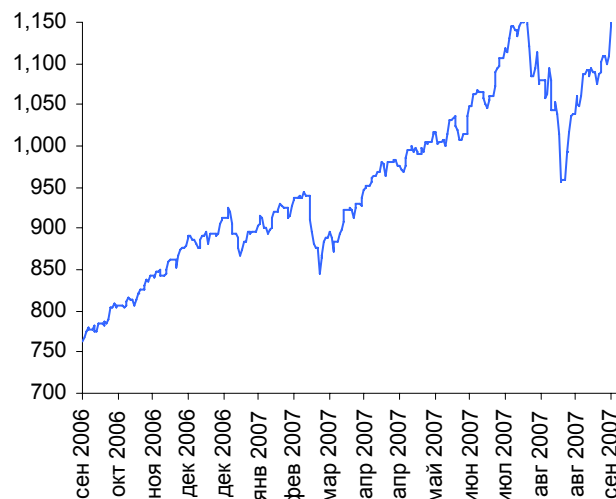
Nasdaq



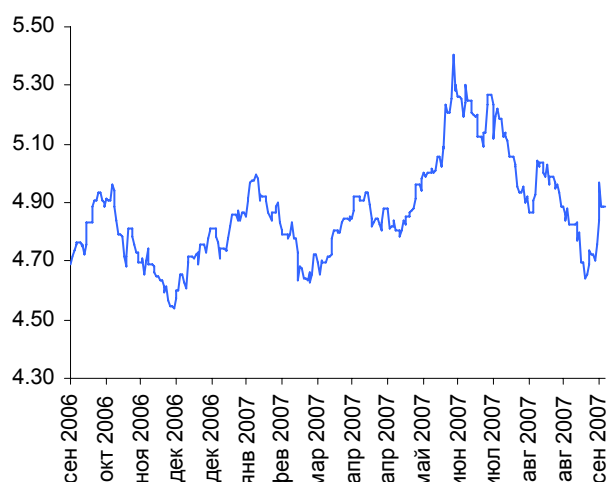
DJ Euro STOXX 50



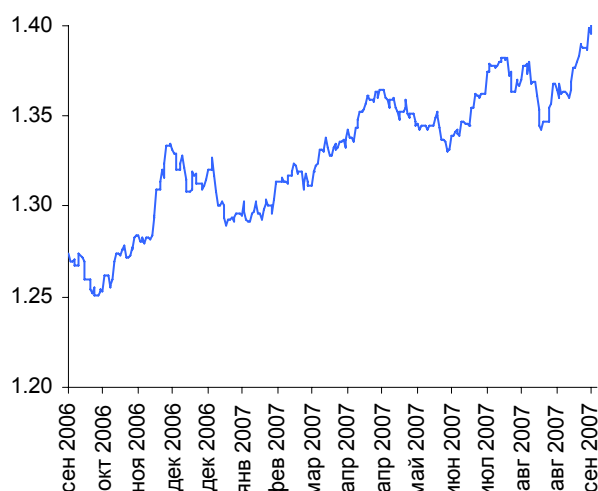
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## 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.

В настоящее время мы используем трехуровневую систему рекомендаций по акциям: **"Покупать"**, **"Держать"** или **"Продавать"** (определения приведены ниже):

Рекомендация **"Покупать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции превысит стоимость акционерного капитала;

Рекомендация **"Держать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет ниже стоимости акционерного капитала, но выше нуля;

Рекомендация **"Продавать"** означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет отрицательным;

Мы также используем еще три вида характеристик в нашей методологии:

**Ограниченная рекомендация:** Рекомендация и/или финансовый прогноз и/или расчетная цена не раскрываются в связи с ограничениями, наложенными системой внутреннего контроля или регулирующими органами, как то "тихий период" или конфликт интересов.

**Переход освещения:** В связи с изменениями в составе аналитического департамента рекомендация по акции и/или финансовая информация временно не раскрываются. Акция остается в группе освещаемых нами компаний, и публикация всей соответствующей информации будет впоследствии возобновлена.

**Рейтинг отсутствует:** Прекращение освещения.

## 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 аффилированные, связанные и 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 аффилированные 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.

## ЗАО "АТОН Брокер"

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

### Трейдинг

#### Контакты:

Стивен Дашевский  
dashevsky@aton.ru

Мария Родионова  
rodionova@aton.ru

## Атон 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

#### Контакты:

Мария Петридис  
petridis@aton.ru

## Долговые обязательства

#### Контакты:

Сергей Сидоров  
ssidorov@aton.ru

## Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Бен Кэри, директор  
Юлия Бушуева, директор

+44 20 7309 7854  
+7 (495) 777-8832

### Нефть / газ

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

### Стратегия

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

Татьяна Капустина

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

### Экономика

Владимир Осаковский, PhD  
osakovskiy@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3139

### Телекоммуникации

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

### Долговой рынок

Леонид Игнатьев  
ignatiev@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3141

Анна Курбатова

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

### Финансы / Недвижимость

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

### Энергетика

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

### Металлургия/Угледобыча

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

Дмитрий Скрыбин

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

Марат Габитов

gabitov@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3138

### Потребительский сектор / Медиа

Анна Кочкина  
kochkina@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3122

### Промышленность

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

### Инфраструктура/Машиностроение

Елена Мязина  
myazina@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3136