

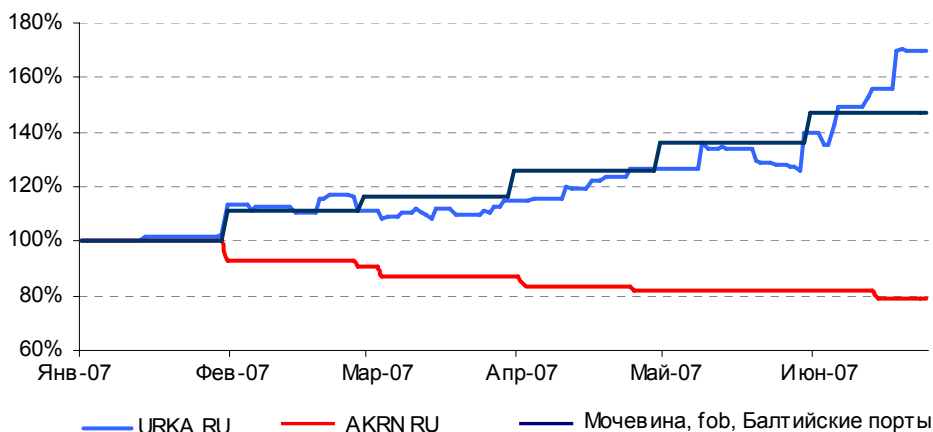
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	3
Рекомендуемый портфель	4
Компании	8
РАО "ЕЭС России". Внеочередное собрание акционеров состоится в сентябре: мы рекомендуем отказаться от участия в голосовании	
Долговой рынок	11
Рынок акций	13
Мировые рынки	14

### КОММЕНТАРИЙ

#### "Акрон": динамика котировок не соответствует фундаментальным показателям компании

**Резкое повышение цен на продукцию "Акрона" не нашло отражения в цене акций компании**



Источник: данные компании; оценки "Атона"

**Масштабное производство биологического топлива в США и Бразилии в этом году привело к росту спроса и цен на удобрения до рекордных отметок.** Инициативы США по развитию производства биологического топлива (по данным Агентства информации по энергетике США, доля этанола должна составить 11% от совокупного объема потребления топлива к 2015 году, что значительно превысит существующий уровень в 3.5%) привели к резкому повышению спроса на различные сельскохозяйственные культуры, прежде всего – на кукурузу и сахарный тростник, что спровоцировало повышение цен на удобрения. По информации ведущего мирового отраслевого издания Fertilizer Market Bulletin, публикующего статистические данные о производстве удобрений, средняя отпускная цена мочевины (на условиях fob в портах Балтийского моря) повысилась на 17% в I квартале 2007 года, тогда как цены на аммофос (моноаммонийфосфат) выросли на 40% за тот же период.

**Резкий рост цен на удобрения привел к существенной переоценке акций производителей минеральных удобрений.** С начала этого года котировки акций компании Yara выросли на 28%, Israel Chemicals – на 30%, Agrium – на 34%. Темпы роста котировок акций Mosaic и Kemira существенно превысили темпы повышения цен на их продукцию, составив соответственно 85% и 76% с начала этого года. Наиболее ликвидные акции российских производителей также следовали за общей тенденцией – акции "Уралкалия" подорожали на 69% с начала 2007 года, а акции "Сильвинита" – на 7%.

**Акции "Акрона" единственные остались в стороне от общего роста котировок,** подешевев на 21% с начала года и значительно отстав от бумаг мировых аналогов и индекса РТС (который снизился на 2.4% с начала года).

**Фундаментальные характеристики компании никак не объясняют слабую динамику котировок ее акций.** Замедление темпов роста выручки с 33% по сравнению с предыдущим годом в 2005 году до 9.6% в 2006 году и сокращение чистой прибыли за 2006 год на 23% по сравнению с 2005 годом до \$92 млн. произошли во время ожидавшейся коррекции мировых отпускных цен на продукцию компании и приостановки производства на "Дорогобуже". Согласно отчетности компании, выручка за I квартал 2007 года повысилась на 37% по сравнению с сопоставимым периодом прошлого года, а чистая прибыль взлетела в 2 раза. По нашему мнению, это недвусмысленно показывает, что "Акрон" выиграл от улучшения конъюнктуры на мировом рынке.

**Поток корпоративных новостей также должен поддерживать рост котировок.** Подключение месторождения природного газа "Береговое" к системе газопроводов "Газпрома" увеличило стоимость "Сибнефтегаза", тем самым, подкрепив нашу оценку стоимости принадлежащих "Акрону" 21% акций компании на уровне \$612 млн. Кроме того, сообщения СМИ о том, что 20% акций "Апатита" вновь принадлежат государству,

свидетельствуют о том, что позиции "Акрона" на переговорах о цене поставок концентрата "Апатитом" могут усилиться (принадлежащие "Акрону" 10.3% акций "Апатита" в сочетании с 20%-ным госпакетом акций составляют блокирующий пакет акций).

**Мы ожидаем, что в будущем динамика котировок акций "Акрона" будет соответствовать общей тенденции в отрасли**, и считаем вполне вероятной переоценку акций компании в сторону повышения. Акции "Акрона" торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2007П на уровне 4.5 и P/E 2007П на уровне 7.8, что на 50% ниже коэффициентов оценки мировых производителей азотных удобрений. Мы считаем низкую ликвидность акций "Акрона" фактором риска, но полагаем, что хорошие перспективы роста компании (которые поддерживает программа значительного расширения производства) и принадлежащий "Акрону" портфель качественных вложений в уставные капиталы ряда компаний должны обеспечить "Акрону" место среди лидеров роста в секторе минеральных удобрений.

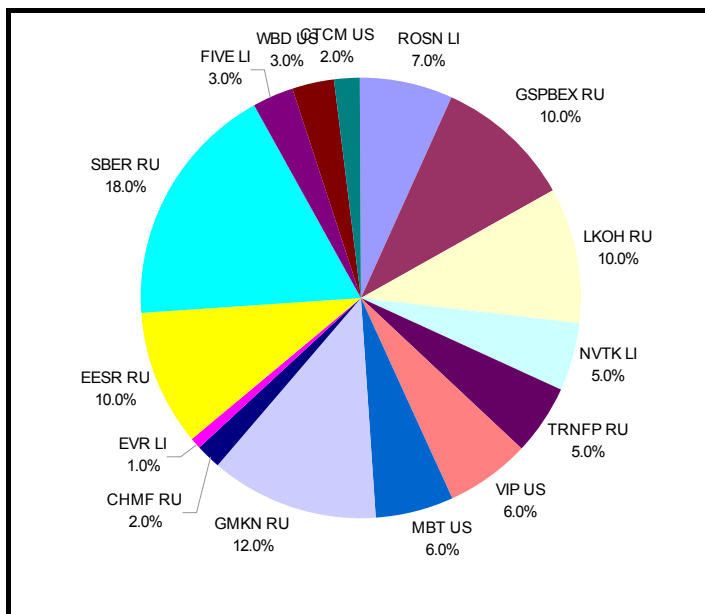
**Мы считаем "Акрон" привлекательным объектом** для инвесторов, желающих сделать ставку на рост мирового производства минеральных удобрений. Наша прогнозируемая цена акций "Акрона" на конец 2007 года на основе модели DCF составляет \$34.5, что подразумевает потенциал роста на 50% по сравнению текущими котировками, поэтому мы рекомендуем **"Покупать"** акции компании.

Татьяна Капустина  
kapoustina@aton.ru

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
25.06	Годовое собрание акционеров "Сибирьтелекома"	Будут опубликованы данные об объеме продаж домов на вторичном рынке за май 2007 года. Прогноз по данным агентства Bloomberg: 5.97 млн. (предыдущее значение: 5.99 млн.)	
	Годовое собрание акционеров НПК "Иркут"		
	Годовое собрание акционеров "Полиметалла"		
	Пресс-конференция руководства "Газпрома"		
26.06	Годовое собрание акционеров РАО "ЕЭС России"	Будет опубликовано значение индекса промышленного производства Richmond Fed Manufactured за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -8.0 пункта (предыдущее значение: -10 пункта) Будут опубликованы данные об объеме продаж новых домов за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 925 тыс. (предыдущее значение: 981 тыс.) Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей Conference Board за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 105.0 пункта (предыдущее значение: 108.0 пункта)	
	Годовое собрание акционеров "Ситроникса"		
	Годовое собрание акционеров ЮТК		
	Годовое собрание акционеров "Верофарма"		
27.06	Годовое собрание акционеров "Комстар-ОТС"	Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на товары длительного пользования за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -1.0% (предыдущее значение: 0.6%)	
	Годовое собрание акционеров "Вимм-Билль-Данна"		
	Годовое собрание акционеров ТМК		
	"Ситроникс" выкупит еврооблигации на \$200 млн., размещенные в марте 2006 года		
28.06	ЛУКОЙЛ проведет годовое собрание акционеров и опубликует результаты за I квартал 2007 года по US GAAP	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховых по безработице на 24 июня 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс. (предыдущее значение: 324 тыс.) Будут опубликованы данные о динамике личного потребления за I квартал 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.4% (предыдущее значение: 4.4%) Комитет ФРС по открытым рынкам примет решение о процентных ставках. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.25% (предыдущее значение: 5.25%)	
	Годовое собрание акционеров ГМК "Норильский никель"		
	Годовое собрание акционеров "Аптчная сеть 36.6"		
	Годовое собрание акционеров ТГК-9		
29.06	Годовое собрание акционеров "Газпрома"	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.6% и 0.7% соответственно (предыдущее значение: -0.1% и 0.5%) Будут опубликованы данные о динамике затрат на строительство за май 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.1% (предыдущее значение: 0.1%) Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 57.5 пункта (предыдущее значение: 61.7 пункта)	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей стран евро-зоны за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: -1.0 пункта (предыдущее значение: -1.0 пункта) Будет опубликовано значение индекса делового климата стран евро-зоны за июнь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.50 пункта (предыдущее значение: 1.53 пункта)
	Годовое собрание акционеров "Татнефти"		
	Годовое собрание акционеров "Вымпелкома"		
	Годовое собрание акционеров МТС		
	Годовое собрание акционеров "Мечела"		

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего инвестиционного портфеля выросла на 0.24% на фоне повышения индекса РТС на 0.68%.

Снижение "против" рынка продемонстрировали все "нефтяные" акции, включенные в состав портфеля, за исключением привилегированных бумаг "Транснефти".

Кроме того, очень неуверенно чувствовали себя акции "Вымпелкома", котировки которых снизились на 2.0%, а также бумаги РАО "ЕЭС России", X5 Retail Group и СТС Media, подешевевшие на 1.1%, 4.5% и 4.3% соответственно.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ	Портфель	РТС	Δ
	0.24%	0.68%	-0.44%	7.01%	5.65%	1.36%	7.72%	-1.34%	9.07%

### Рекомендуемый портфель

	Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 22/06, \$	Цена 15/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>								
		<b>52.46%</b>	<b>37.0%</b>	<b>37.0%</b>				
Роснефть	ROSNI LI	6.89%	7.0%	7.0%	7.96	8.12	-2.0%	-15.8%
Газпром	GSPBEX RU	15.95%	10.0%	10.0%	10.13	10.19	-0.6%	-11.8%
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	15.40%	10.0%	10.0%	78.30	78.40	-0.1%	-11.0%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.08%	5.0%	5.0%	50.20	51.00	-1.6%	-20.9%
Транснефть, прив.	TRNFP RU	1.41%	5.0%	5.0%	1,655.00	1,590.00	4.1%	-27.9%
<b>Телекоммуникации</b>								
		<b>7.71%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>				
Вымпелком	VIP US	0.00%	6.0%	6.0%	104.65	106.78	-2.0%	32.6%
МТС	MBT US	4.88%	6.0%	6.0%	60.57	59.34	2.1%	20.7%
<b>Металлургия</b>								
		<b>13.42%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>				
ГМК Норильский никель	GMKN RU	7.50%	12.0%	12.0%	207.50	202.50	2.5%	32.2%
Северсталь	CHMF RU	1.15%	2.0%	2.0%	13.96	13.67	2.1%	24.6%
Evgaz Group	EVR LI	0.00%	1.0%	1.0%	42.45	41.72	1.7%	65.2%
<b>Прочие</b>								
		<b>26.44%</b>	<b>36.0%</b>	<b>36.0%</b>				
РАО ЕЭС России	EESR RU	4.47%	10.0%	10.0%	1.34	1.35	-1.1%	23.8%
Сбербанк РФ	SBER RU	13.42%	18.0%	18.0%	3,850.00	3,810.00	1.0%	11.6%
X5 Retail Group	FIVE LI	0.00%	3.0%	3.0%	29.60	31.00	-4.5%	13.8%
Вимм-Билль-Данн	WBD US	0.00%	3.0%	3.0%	86.91	83.80	3.7%	30.6%
СТС Медиа	CTCM US	0.00%	2.0%	2.0%	27.36	28.58	-4.3%	14.0%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>				<b>0.2%</b>	<b>7.7%</b>

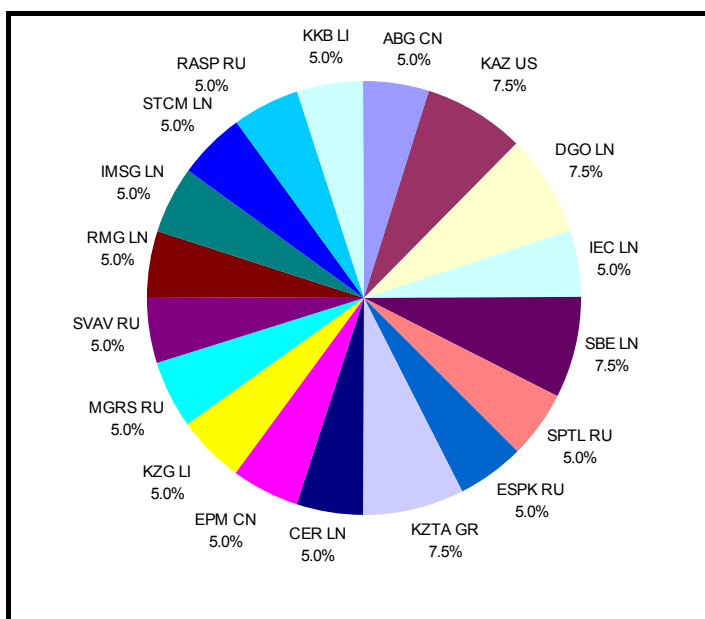
## Краткая финансовая информация о компаниях по секторам (прогноз)

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	8.6	2.7	2.3	2.2	12.4	9.2	8.4	27.3	15.0	14.8	29.5	4.8	10.1	US GAAP
Газпром	9.7	3.5	3.2	3.1	8.2	7.7	8.2	11.6	11.2	12.3	11.6	10.5	9.5	МСФО
ЛУКОЙЛ	84.0	1.0	1.1	1.2	5.7	6.1	7.0	9.0	9.4	11.2	8.5	7.5	7.7	US GAAP
Сургутнефтегаз	0.98	1.8	1.8	1.9	4.7	5.1	5.4	10.6	13.1	14.2	7.9	7.8	8.0	РСБУ
Газпром Нефть (Сибнефть)	3.65	1.0	1.1	1.2	3.8	4.8	5.9	5.4	6.7	8.5	5.9	5.2	6.2	US GAAP
ТНК-ВР Холдинг	2.38	1.4	1.5	1.6	4.3	4.8	5.4	6.7	7.5	8.8	3.8	5.2	5.7	US GAAP
Татнефть	5.60	0.8	0.9	1.1	4.4	4.6	5.5	8.1	8.5	10.9	6.4	5.9	6.4	US GAAP
Транснефть, прив.	3,330	1.7	1.5	1.4	3.1	2.7	2.6	5.4	4.8	4.9	3.8	3.4	3.3	МСФО
НОВАТЭК	80.9	8.5	6.7	5.1	18.1	13.6	11.9	29.4	21.3	18.7	25.1	18.1	19.2	МСФО
Agawak Energy	3.61	3.4	2.8	2.5	7.7	5.8	4.9	32.8	23.3	21.9	9.9	6.9	5.9	CA GAAP
Caspian Services	4.87	3.0	2.0	1.5	25.8	9.5	5.7	NEG.	24.7	12.7	N.M.	22.8	10.6	US GAAP
Dragon Oil	4.29	5.0	3.3	3.3	5.9	3.8	3.9	11.3	7.3	8.0	10.4	8.8	5.7	МСФО
KazMunaiGaz	15.1	2.3	2.4	2.8	3.8	4.4	6.1	9.5	13.9	19.6	9.6	11.3	14.1	МСФО
РИТЭК	7.21	1.5	1.6	1.8	5.4	6.2	6.9	9.7	11.8	14.0	7.0	7.6	7.8	US GAAP
Sibir Energy	10.3	3.0	3.1	3.4	18.1	8.5	6.9	29.2	12.2	11.3	N.M.	52.2	N.M.	UK GAAP
Urals Energy	11.10	7.7	6.1	4.5	17.2	25.5	12.2	NEG.	NEG.	39.5	25.0	44.3	30.0	МСФО
West Siberian Resources	0.9	5.1	3.4	2.7	14.4	9.6	7.7	34.0	41.8	32.3	17.8	11.3	8.5	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	70.0	4.3	3.5	3.2	8.4	6.8	6.3	22.4	13.1	12.3	10.1	7.2	6.9	US GAAP
Система	40.0	2.7	2.2	1.9	6.5	5.3	4.8	7.2	5.6	4.9	6.2	5.0	4.5	US GAAP
Вымпелком	120	5.1	3.7	3.2	10.1	7.2	6.3	26.4	16.8	14.2	10.9	8.2	6.8	US GAAP
Комстар-ОТС	9.90	3.7	2.7	2.4	11.4	6.9	6.1	44.3	9.6	8.1	13.4	7.2	6.2	US GAAP
Ростелеком	2.40	3.4	3.1	3.0	20.3	15.6	16.2	N.M.	42.7	41.6	29.7	19.2	18.4	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.3	1.8	1.5	8.5	6.8	5.5	21.9	16.8	14.3	11.5	8.7	7.0	US GAAP
РБК	11.0	5.2	6.0	4.4	20.0	28.4	14.8	29.7	49.9	24.4	22.4	30.5	20.0	МСФО
Rambler	51.4	16.0	9.4	5.3	N.M.	25.3	13.5	NEG.	31.3	16.5	N.M.	29.8	15.3	МСФО
Центртелеком	0.75	2.4	2.1	1.9	7.3	5.9	5.2	N.M.	19.8	10.9	7.0	5.5	5.1	МСФО
Дальсвязь	5.37	2.4	1.7	1.6	9.5	5.2	4.3	51.2	8.5	6.2	7.1	4.7	3.8	МСФО
С-З. Телеком	2.03	2.8	2.1	1.9	8.2	5.4	4.9	25.7	12.3	10.7	8.1	5.8	5.2	МСФО
Сибирьтелеком	0.12	2.2	1.9	1.8	6.5	5.1	4.6	13.9	9.4	8.5	6.1	4.8	4.3	МСФО
ЮТК	0.18	2.6	2.1	2.0	7.9	5.8	5.1	NEG.	32.6	11.5	6.3	4.6	3.6	МСФО
Уралсвязьинформ	0.07	2.6	2.2	2.1	9.5	5.9	5.3	N.M.	12.5	10.5	7.6	5.7	5.1	МСФО
ВолгаТелеком	6.59	2.3	1.9	1.7	6.4	4.5	4.1	20.0	8.9	7.8	6.6	4.3	3.9	МСФО
Kazakhtelecom	138	4.9	4.3	3.8	12.4	10.8	9.6	14.3	13.3	12.2	11.7	9.3	8.5	МСФО
Moscow CableCom	12.8	11.7	4.3	2.8	NEG.	27.5	10.0	NEG.	NEG.	43.1	NEG.	N.M.	15.3	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.5700	2.7	2.3	1.9	16.5	13.8	11.8	48.9	39.9	34.8	18.2	15.3	13.4	МСФО
ОГК 1	0.0850	4.9	4.2	3.5	35.5	31.0	18.8	N.M.	N.M.	37.3	58.5	40.7	23.9	РСБУ
ОГК2	0.1340	4.8	4.0	3.3	37.2	30.2	18.9	N.M.	N.M.	31.9	N.M.	N.M.	24.8	РСБУ
ОГК3	0.1170	6.8	5.4	4.5	52.9	43.2	26.0	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	54.4	РСБУ
ОГК4	0.0880	6.4	5.3	4.4	49.8	40.6	21.3	N.M.	N.M.	40.4	N.M.	55.1	27.4	РСБУ
ОГК5	0.1030	5.5	4.6	3.9	39.6	35.3	22.5	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	38.7	РСБУ
ТГК 1	0.0010	5.0	4.3	3.4	47.7	42.9	19.7	N.M.	N.M.	39.9	N.M.	N.M.	26.3	РСБУ
ТГК 2	0.0003	2.7	2.3	1.8	35.2	30.1	17.0	N.M.	N.M.	31.9	41.0	40.2	23.3	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.1950	2.5	2.1	1.7	26.7	19.9	12.2	N.M.	N.M.	28.4	44.5	38.2	26.8	РСБУ
ТГК 4	0.0003	2.0	1.8	1.5	24.6	21.2	14.4	N.M.	54.6	29.1	56.5	N.M.	18.8	РСБУ
ТГК5	0.0010	2.5	2.1	1.8	31.0	26.8	14.6	N.M.	N.M.	42.2	53.4	52.0	27.5	РСБУ
ТГК6	0.0004	2.5	2.1	1.7	27.1	23.0	14.4	N.M.	N.M.	28.0	N.M.	N.M.	17.2	РСБУ
ТГК 8	0.0005	3.1	2.6	2.2	34.3	29.3	16.8	N.M.	N.M.	36.7	N.M.	NEG.	22.7	РСБУ
ТГК 9	0.0001	2.2	1.9	1.6	28.9	24.5	16.8	N.M.	N.M.	35.5	39.3	37.4	24.5	РСБУ
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	3.4900	5.2	4.6	3.0	35.9	36.2	13.6	N.M.	N.M.	26.7	49.4	52.6	17.5	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	0.0004	2.5	2.2	1.9	25.0	22.9	13.3	N.M.	55.3	26.2	30.2	29.6	16.7	РСБУ
Волжская ГЭС	0.4600	19.9	19.0	12.8	N.M.	N.M.	27.1	N.M.	N.M.	45.4	N.M.	N.M.	36.7	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.8000	19.8	18.3	14.2	38.7	36.1	24.2	N.M.	N.M.	45.4	45.3	43.8	30.7	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.8980	17.5	15.8	10.6	24.7	22.0	13.3	35.3	34.4	19.6	32.0	29.2	17.8	РСБУ
Зейская ГЭС	0.1840	13.3	11.6	10.6	45.6	34.8	31.4	N.M.	N.M.	N.M.	54.1	41.6	37.5	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.3500	20.0	19.1	12.8	56.9	58.3	24.9	N.M.	N.M.	40.3	N.M.	N.M.	33.9	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0050	8.2	6.6	6.3	39.1	28.3	27.0	59.8	42.2	40.7	55.1	37.0	35.0	РСБУ
МГЭСК	0.1072	5.2	1.3	0.5	11.2	3.9	2.4	20.1	5.8	3.6	13.9	5.2	2.3	РСБУ
МОЭСК	0.1305	3.3	1.9	1.6	11.8	4.7	4.1	22.9	8.2	7.6	12.5	5.0	3.9	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.3	2.8	2.5	31.5	7.2	6.3	NEG.	12.4	11.3	42.6	8.6	7.3	РСБУ
Кубаньэнерго	33.200	2.3	1.5	1.3	13.7	3.7	3.2	N.M.	6.6	6.0	14.5	4.5	3.9	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.4	1.0	0.8	36.3	3.3	2.9	N.M.	5.0	4.6	38.0	4.3	3.6	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	3.4	1.9	1.7	31.8	5.6	4.9	N.M.	9.1	8.4	34.1	7.1	6.0	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	1.9	1.3	1.1	33.0	3.2	2.7	N.M.	5.3	4.9	27.0	4.2	3.6	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	1.9	1.3	1.1	10.6	4.0	3.4	26.6	6.7	6.1	14.7	5.2	4.5	РСБУ
Дагестанская РГК	0.0660	11.0	10.0	8.5	44.4	39.1	26.8	N.M.	N.M.	44.8	56.4	51.0	36.1	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1400	9.6	8.8	7.3	41.5	37.0	23.1	N.M.	N.M.	36.4	53.0	49.3	31.5	РСБУ
Омская ЭГК	127.00	2.4	2.1	1.7	29.4	25.0	15.6	N.M.	N.M.	35.3	35.7	34.0	21.2	РСБУ

<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	270	3.2	2.4	2.5	4.8	3.4	3.7	7.5	5.2	5.7	7.0	5.1	5.2	МСФО
Evraz Group	35.0	2.0	1.7	1.9	6.2	5.8	7.8	10.7	9.7	14.0	7.1	7.7	9.8	МСФО
Мечел	34.2	1.2	1.1	1.2	5.4	5.2	6.5	8.7	8.3	10.9	6.0	6.4	7.9	US GAAP
ММК	0.95	1.8	1.7	1.9	4.9	4.7	6.5	7.7	7.3	10.7	7.3	6.3	8.2	МСФО
НЛМК	3.08	2.9	3.1	3.4	6.8	7.2	8.2	11.4	11.7	13.9	11.4	8.2	9.7	US GAAP
Северсталь	15.5	1.2	1.2	1.2	5.0	4.3	4.7	11.9	8.8	10.6	8.1	5.0	5.4	МСФО
ВСМПО-Ависма	318	3.0	2.7	2.7	7.4	6.8	6.9	11.3	10.4	12.0	13.9	10.8	11.5	US GAAP
Kazakhmys	29.8	2.0	1.8	1.9	4.5	3.8	4.1	8.6	7.5	7.9	8.5	6.7	6.7	МСФО
Vema Gold	6.65	15.0	12.1	6.4	54.6	37.4	9.8	NEG.	N.M.	16.3	56.8	52.8	13.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	5.3	3.2	2.9	19.2	5.3	4.8	32.3	8.1	7.2	15.7	7.7	6.4	CA GAAP
European Minerals	1.24	N.A.	12.1	2.4	NEG.	21.1	3.5	NEG.	28.8	4.3	NEG.	42.2	5.7	CN GAAP
High River Gold	1.96	7.5	3.7	2.6	29.0	9.8	5.8	NEG.	14.0	7.4	N.M.	8.2	7.0	CN GAAP
KazakhGold	25.6	8.8	5.7	3.0	17.2	9.6	4.8	41.9	25.8	11.3	40.2	17.3	8.6	МСФО
Peter Hambro	19.7	9.8	10.1	4.2	25.1	21.3	7.2	47.3	36.2	10.0	39.0	31.9	15.8	UK GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	35.5	2.2	1.5	1.1	26.2	14.3	11.3	N.M.	29.3	21.2	20.2	10.8	8.6	МСФО
Седьмой континент	26.7	2.0	1.4	1.0	18.6	13.4	9.6	28.5	26.1	19.4	29.8	15.4	11.1	МСФО
Магнит	52.5	1.3	0.9	0.6	26.9	16.6	10.0	55.5	38.5	19.5	27.5	17.2	10.8	МСФО
Балтика	46.6	4.6	3.8	3.5	14.3	11.9	10.9	23.3	18.8	17.1	17.8	14.9	13.8	МСФО
Efes Breweries	32.0	1.1	0.9	0.7	6.8	5.0	3.3	26.1	13.7	7.1	6.1	3.9	3.0	МСФО
Калина	44.5	1.3	1.1	0.9	11.6	8.8	7.3	26.8	15.6	11.7	9.2	15.6	13.9	МСФО
Лебедянский	89.0	2.6	1.8	1.5	13.2	10.1	8.1	20.2	15.6	12.4	23.2	18.2	12.2	МСФО
Oriflame, €	40	2.4	2.1	2.0	14.9	13.3	12.0	21.2	18.4	16.1	15.9	16.5	13.7	МСФО
Вимм-Билль-Данн	102.0	2.4	1.8	1.5	19.2	12.3	9.5	39.4	22.9	16.9	29.6	19.5	13.3	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	44.7	1.1	0.8	0.6	8.2	6.4	4.7	16.9	12.3	9.1	6.8	5.9	4.4	МСФО
Акрон	34.5	1.3	1.2	1.1	5.6	4.4	4.7	11.3	7.7	8.7	6.8	5.4	5.4	МСФО
Дорогобуж	0.40	1.1	1.0	0.9	6.4	5.1	3.1	7.0	5.1	3.3	4.5	3.7	2.7	МСФО
Sterre Cement	5.83	13.0	8.2	4.0	28.6	14.2	6.8	49.3	23.7	9.9	44.4	19.7	9.5	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	4,658	8.3	6.5	5.3	13.3	10.7	9.2	27.2	20.2	16.8	7.8	3.7	3.2	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	9.1	6.3	4.9	13.2	9.1	7.3	30.4	22.5	18.3	3.4	2.9	2.4	МСФО

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ

## "ВТОРОЙ ЭШЕЛОН"



## Обзор портфеля

На минувшей неделе наш портфель акций "второго эшелона" заметно опередил рынок, повысившись на 1.86% на фоне роста индекса РТС на 0.68%.

Наилучшие результаты продемонстрировали акции независимых нефтедобывающих компаний – BMB Munai и Dragon Oil, котировки которых повысились на 8.1% и 8.9% соответственно.

Кроме того, весьма уверенно чувствовали себя бумаги Steppe Cement и "Распадской", подорожавшие соответственно на 7.6% и 8.3%.

## Изменения в портфеле

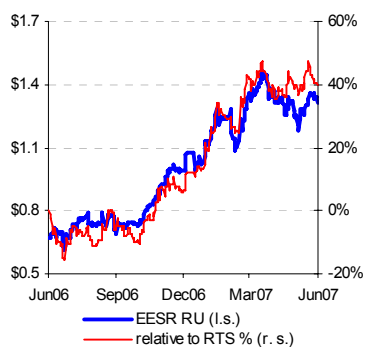
На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

## Рекомендуемый портфель акций "второго эшелона"

Тикер	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 22/06, \$	Цена 15/06, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Arawak Energy	ABG CN	5.0%	2.36	2.52	-6.4%	1.4%
BMB Munai	KAZ US	7.5%	6.00	5.55	8.1%	21.2%
Dragon Oil	DGO LN	7.5%	3.96	3.63	8.9%	16.9%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	22.32	22.64	-1.4%	79.0%
Sibir Energy	SBE LN	7.5%	8.30	8.19	1.4%	-1.4%
С-3. Телеком	SPTL RU	5.0%	1.68	1.71	-1.5%	6.0%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	4.80	4.80	0.0%	15.4%
Kazakh Telecom	KZTA GR	7.5%	121.07	118.26	2.4%	17.7%
Celtic Resources	CER LN	5.0%	2.98	2.89	3.1%	-10.2%
European Minerals	EPM CN	5.0%	1.37	1.34	2.0%	78.9%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	19.70	19.28	2.2%	-3.9%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.07	0.08	-12.9%	-6.7%
Северсталь-Авто	SVAV RU	5.0%	33.00	33.50	-1.5%	9.1%
Rambler	RMG LN	5.0%	41.85	42.63	-1.8%	24.0%
International Marketing & Sales Group	IMMSG LN	5.0%	3.39	3.32	1.9%	63.3%
Steppe Cement	STCM LN	5.0%	6.22	5.78	7.6%	38.3%
Распадская	RASP RU	5.0%	2.60	2.40	8.3%	40.9%
Kazkommertsbank	KKB LI	5.0%	22.95	21.53	6.6%	-0.6%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>1.9%</b>	<b>25.1%</b>

**КОМПАНИИ**
**РАО "ЕЭС России"**

Тикер	EESR RU	EESRP RU
Рекомендация	Покупать	Покупать
Цена, \$	1.32	1.14
Прогнозируемая цена (конец 2007), \$	1.57	1.43
Потенциал роста/снижения	19%	25%

**Динамика котировок акций**


Капитализация и данные об акциях	Обыкн.	Прив.
Рын. кап., \$ млн.	54,093	2,366
Чистый долг 2006П, \$ млн.	3,470	
EV, \$ млн.	83,114	
Кол-во акций, млн.	41,042	2,075
Кол-во акций в свободном обращении (оценочное)	33%	33%
Кол-во акций на ADR	100	N.A.
Дивиденды 2006П, \$	0.0	0.0
Дивидендная доходность	0.0%	0.0%

МСФО, \$ млн.	2006П	2007П	2008П
Выручка	31,176	37,285	43,359
ЕБИТДА	5,102	6,088	7,132
Чистая прибыль (скорректированная)*	1,171	1,436	1,647
Операционный денежный поток	3,147	3,733	4,263
<b>Оценка стоимости</b>			
EV/ЕБИТДА	16.3	13.7	11.7
P/E	48.2	39.3	34.3
P/CF	17.9	15.1	13.2

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

**Внеочередное собрание акционеров состоится в сентябре: мы рекомендуем отказаться от участия в голосовании**

Согласно предложенному плану реструктуризации РАО "ЕЭС России", акционеры, которые поддержат реорганизацию холдинга на запланированном на сентябрь внеочередном собрании акционеров, получат более весомый пакет акций тепловых ОГК и ТГК, чем противники этого плана (или акционеры, решившие не участвовать в работе собрания). Последние получают относительно крупный пакет в более привлекательных по фундаментальным параметрам "ГидроОГК" и Федеральной сетевой компании (ФСК), а также возможность продажи акций РАО по цене на уровне \$1.24. Учитывая особенности данного плана, мы рекомендуем акционерам не принимать участия в голосовании на предстоящем собрании, чтобы получить более привлекательных "ГидроОГК" и ФСК вместе с опционом, предусматривающим выкуп акций. Однако следует отметить, что план может измениться: "Газпром" еще не получил разрешение правительства на предлагаемый обмен активов, поэтому, учитывая возражения правительства, совет директоров РАО отложил реализацию плана и назначил дату проведения внеочередного собрания акционеров на 28 сентября. Заметим также, что держателям американских (но не глобальных) депозитарных расписок, которые решили сохранить свои бумаги до окончательного разделения холдинга, возможно, придется согласиться на денежные выплаты вместо пакетов акций дочерних компаний РАО из-за решения Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) США.

**В предлагаемом плане реорганизации РАО "ЕЭС России" предусматривается, что акционеры получат акции различных дочерних компаний холдинга в зависимости от того, как они будут голосовать.** По российскому законодательству и плану реструктуризации, если акционеры выскажутся за реорганизацию на внеочередном собрании, запланированном на сентябрь, они получат более значительную пропорциональную долю тепловых ОГК и ТГК. Акционеры, проголосовавшие против или не принявшие участие в голосовании, получат более значительную пропорциональную долю "ГидроОГК" и ФСК. Акции всех других дочерних компаний (МРСК, "Интер-РАО ЕЭС", Системный оператор и т.д.) будут распространяться поровну на пропорциональной основе.

**Внеочередное собрание будет проведено заочно, и мы полагаем, что дата регистрации придется на первую половину августа.** По законодательству Российской Федерации, если на внеочередном собрании принимается решение в пользу реорганизации, акционеры, голосовавшие против или не принимавшие участия в голосовании, должны получить возможность продать свои акции по фиксированной цене. Недавно Deloitte & Touche установил, а комитеты РАО утвердили цену выкупа, составляющую \$1.24 за обыкновенную акцию. Мы полагаем, что она будет утверждена также на заседании совета директоров РАО "ЕЭС России".

**В предлагаемом к рассмотрению на внеочередном собрании акционеров плане реорганизации устанавливается следующая схема разделения на пропорциональной основе:**

- Пропорциональные пакеты акций миноритариев РАО "ЕЭС России" в 13 ТГК, 5 тепловых ОГК, "ГидроОГК" и ФСК образуют 20 "миноритарных холдингов", причем каждый из них будет соответствовать миноритарным пакетам акций соответствующей основной компании (ТГК/ОГК/ФСК).
- Пропорциональные государственные пакеты в 13 ТГК, 5 тепловых ОГК, "ГидроОГК" и ФСК будут выделены в два холдинга: "государственный холдинг ГидроОГК" и "государственный холдинг ФСК". Точное распределение пакетов ОГК и ТГК в этих двух холдингах еще предстоит определить.
- Три стратегических акционера РАО "ЕЭС России" ("Газпром", "Норильский никель" и СУЭК) должны собрать свои пропорциональные пакеты в 13 ТГК, 5 тепловых ОГК, "ГидроОГК" и ФСК в три "специальных холдинга": "Центрэнергохолдинг" ("Газпром"), "Интергенерация" ("Норильский никель") и "Сибэнергохолдинг" (СУЭК). Однако РАО "ЕЭС России" предложило им обменять свои пропорциональные пакеты на государственные пакеты, чтобы получить более крупные доли генерирующих компаний. Таким образом, судя по последним сообщениям, "Газпром" претендует на ОГК-2, 4 и 6, ТГК-3 ("Мосэнерго"), 12 и 13; "Норильский никель" – на ОГК-3 и ТГК-10 и 14; СУЭК – на ТГК-11, 12 и 13. Мы полагаем, что правительство, скорее всего, утвердит данное предложение.

В момент отделения от РАО "ЕЭС России" "холдинговые" компании войдут в структуру составляющих компаний (т.е. ОГК, ТГК, ФСК и т.д.), чтобы акционеры РАО могли получить акции дочерних компаний.

Акции всех остальных дочерних предприятий PAO "ЕЭС России" (MPCK, "Интер PAO ЕЭС", дальневосточные компании, Системный оператор) будут распределяться между акционерами энергохолдинга на пропорциональной основе с использованием того же принципа холдинговых и составляющих компаний.

**Текущий план реструктуризации PAO "ЕЭС России"**



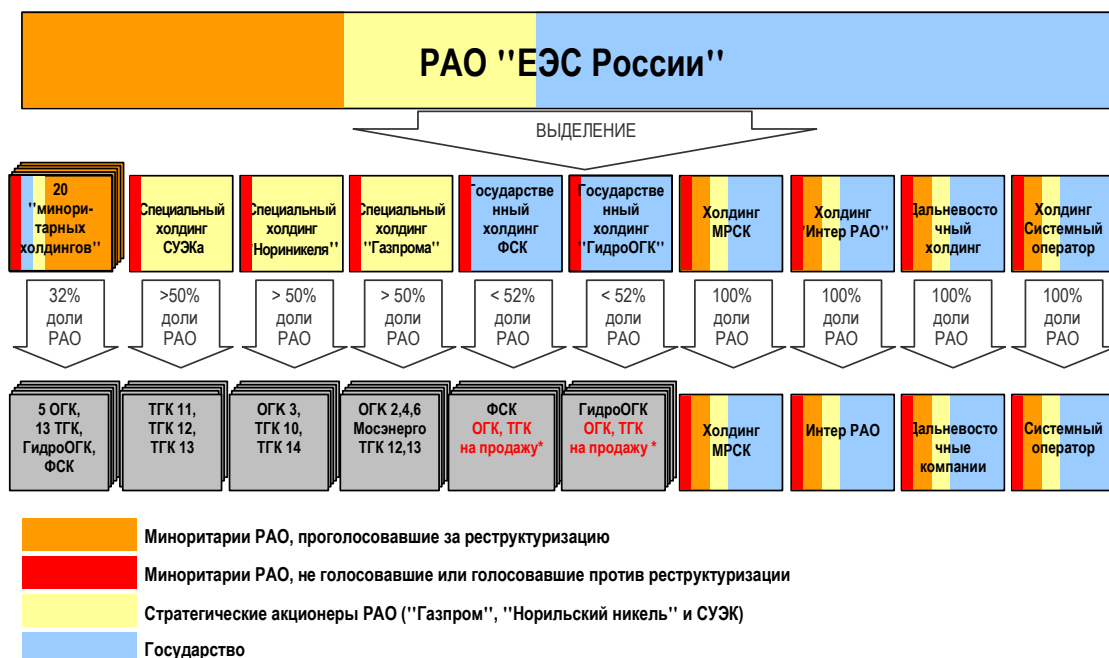
\* ФСК и ГидроОГК продадут доли в тепловых генерирующих компаниях

Источник: PAO "ЕЭС России", оценки "Атона"

В плане отсутствуют ОГК-5 и ТГК-5, которые должны быть выделены в самостоятельные компании в августе 2007 года на основании решения, принятого на предыдущем собрании акционеров.

Однако, по российскому законодательству акционеры, проголосовавшие против решения собрания или не участвовавшие в голосовании, получают право на пропорциональные пакеты акций всех компаний, выделяемых из состава PAO "ЕЭС России", включая акции двух государственных и трех специальных холдингов. Таким образом, государство и стратегические инвесторы PAO должны получить компенсацию и, как следствие, равные (с точки зрения справедливой стоимости) пакеты миноритарных холдингов.

**Акционеры, не участвующие в голосовании или проголосовавшие против реструктуризации получат пропорциональные доли во всех выделяемых компаниях**



\* ФСК и ГидроОГК продадут доли в тепловых генерирующих компаниях

Источник: PAO "ЕЭС России", оценки "Атона"

На представленных выше диаграммах видно, что если акционер проголосует против или не примет участия в голосовании по вопросу о реорганизации, он получит больше акций ОГК-2, 3, 4 и 6, ТГК-3, 10, 11, 12, 13 и 14 (через специальные холдинги), ФСК и "ГидроОГК" (через государственные холдинги). Акционеры, которые поддержат реорганизацию, получат больше акций всех генерирующих компаний, работающих на ископаемом топливе. Независимо от голосования акционеры PAO "ЕЭС России" должны получить пропорциональные пакеты акций МРСК, "Интер PAO ЕЭС", дальневосточных и изолированных компаний, Системного оператора.

**Следует, однако, отметить, что Газпром и правительство пока еще не пришли к согласию относительно описанной выше схемы, как утверждает глава PAO "ЕЭС России" Анатолий Чубайс.** Есть слухи, что Минэкономразвития выступает против этого плана, опасаясь, что государство получит более низкую цену за свои активы, если "Газпром" сосредоточит в своих руках контрольный пакет генерирующих компаний при помощи обмена, а не конкурентных торгов. Чубайс отметил, что внеочередное собрание акционеров будет проведено в конце сентября, если обе стороны найдут решение в течение ближайших нескольких дней.

**Заметим также, что реструктуризации PAO "ЕЭС России" несет в себе дополнительные риски для держателей американских депозитарных расписок (ADR).** Владельцы глобальных депозитарных расписок PAO (GDR) смогут получить акции отделившихся компаний (ОГК, ТГК, Федеральная сетевая компания, "холдинг МРСК", дальневосточные и изолированные компании) в виде обыкновенных акций или GDR, или же им будет выплачена денежная компенсация. Однако из-за того, что PAO "ЕЭС России" не удалось получить от Комиссии по ценным бумагам и биржам США разрешение на выпуск ADR на акции всех дочерних компаний, держатели ADR получают денежную компенсацию после продажи акций дочерних компаний банком-депозитарием. Таким образом, для владельцев ADR риск заключается в том, что эти пакеты могут быть проданы по заниженным ценам. Около 2% обыкновенных акций PAO торгуются в форме ADR; если их владельцы решат выйти из капитала PAO до разделения холдинга, это может отрицательно сказаться на ценах бумаг.

**В том случае, если совет директоров PAO "ЕЭС России" утвердит предлагаемую схему разделения, мы рекомендуем акционерам не принимать участия в голосовании на предстоящем внеочередном собрании.** Благодаря этому они получат больше акций "ГидроОГК" и ФСК (обладающих потенциалом роста по фундаментальным характеристикам), а также опцион на выкуп акций по предполагаемой цене, составляющей \$1.24. Голосование "за" или "воздержался" даст возможность получить больше акции переоцененных ОГК и ТГК и опцион на выкуп акций PAO "ЕЭС России". Голоса "против" могут представлять угрозу для реструктуризации (предложение не пройдет, если план получит поддержку менее 75%), что отрицательно скажется на котировках акций PAO "ЕЭС России".

Мы рекомендуем **"Покупать"** акции PAO "ЕЭС России", прогнозируемая на конец 2007 года цена – \$1.57 за обыкновенную акцию.

Сергей Аринин  
arinin@aton.ru

Дмитрий Скрябин  
skryabin@aton.ru

## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

### Рынок внешнего долга

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погаше- ния	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Ренессанс 10	\$300	B-е/B1е/B-е	27/6/2010	9.5	100.20	100.95	9.28	9.45	451.48	339	2.48	2.49
Gallery 13	\$175	B-/Caa1	15/5/2013	10.125	99.81	100.06	10.14	10.13	38.36	-71	2.34	2.34
TNK-BP 12	\$500	BB+/Baa2е/BBB-	20/3/2012	6.125	97.45	97.95	6.70	6.27	201.10	68	3.88	3.79
TNK-BP 17	\$800	BB+/Baa2е/BBB-	20/3/2017	6.625	96.85	97.35	7.04	6.82	194.49	94	6.77	6.57
Абсолют Банк 09	\$200	n.r./B1/B	7/4/2009	8.75	102.65	103.00	7.03	8.51	223.73	69	1.57	1.61
Абсолют Банк 10	\$175	n.r./Ba3/B	30/3/2010	9.125	104.50	105.15	7.17	8.70	230.43	119	2.32	2.43
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	101.54	102.04	5.97	7.98	113.47	-74	0.81	0.82
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	112.10	112.60	6.73	7.90	170.27	66	5.34	6.00
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	100.83	101.23	6.69	7.67	186.29	5	0.91	0.92
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	100.90	101.40	8.24	8.53	351.71	229	2.85	2.88
АльфаБанк 09	\$400	n.r./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	100.75	101.25	7.38	7.80	256.06	124	1.98	2.00
АльфаБанк 12	\$500	n.r.	25/6/2012	8.2	99.65	99.9	8.26	8.22	359.55	229	3.91	3.90
АльфаБанк 17/12	\$300	B+(P)/Baa3/B+	22/2/2017	8.635	99.80	100.30	8.62	8.63	398.88	266	3.56	3.56
Банк Москвы 09	\$250	n.r./A3/BBB	28/9/2009	8	103.70	104.20	6.10	7.70	123.74	-10	1.97	2.05
Банк Москвы 10	\$300	n.r./A3/BBB	26/11/2010	7.375	103.15	103.65	6.26	7.13	146.20	24	2.91	3.01
Банк Москвы 17/12	\$400	n.r./Baa1/BBB-	10/5/2017	6.807	98.25	98.65	7.02	6.91	238.62	117	6.87	4.06
БанкМосквы 13	\$500	n.r./A3/BBB	13/5/2013	7.335	102.90	103.40	6.68	7.11	174.54	64	4.60	4.74
БанкМосквы 15/10	\$300	n.r./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	102.00	102.50	6.94	7.33	226.86	94	2.89	2.95
Бин Банк 09	\$200	B-/n.r./B-	18/5/2009	9.5	99.24	99.49	9.86	9.56	518.73	368	1.62	1.61
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	101.33	101.83	6.68	8.37	185.47	0	0.84	0.85
Внешторгбанк 07	\$300	BBB+/A2/BBB+	30/7/2007	2.9	100.35	100.40	4.88	2.89	47.07	-208	0.10	0.10
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.28	101.53	5.86	6.78	101.32	-64	1.35	1.37
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	104.95	105.35	6.12	7.13	141.73	9	3.53	3.71
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	100.75	101.35	2.14	6.25	96.36	-20	6.38	2.28
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	96.42	96.77	4.68	4.40	11.97	0	7.00	6.76
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	99.25	100.25	6.29	6.27	112.41	-26	5.92	5.91
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	106.80	107.20	6.19	9.35	136.25	-10	1.75	1.87
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	103.00	103.50	6.63	7.75	174.27	58	2.23	2.30
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	105.25	105.75	6.88	7.94	220.27	87	3.48	3.67
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	104.50	105.00	7.51	7.88	246.42	144	6.12	6.41
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	109.60	110.00	5.93	9.56	105.85	-25	2.00	2.19
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	107.56	107.79	5.11	7.24	62.71	0	2.74	2.95
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	95.65	96.00	5.39	4.76	83.97	0	4.60	4.41
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	115.75	116.25	6.24	8.30	134.54	19	4.26	4.94
Газпром 13а	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	98.80	99.20	6.11	5.68	129.05	-6	1.96	1.68
Газпром 15	\$1000	BB-/A3	23/9/2015	6.5	97.70	98.45	6.81	6.63	173.80	72	6.04	5.92
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	100.70	101.20	5.72	5.82	121.22	0	6.14	6.20
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	97.35	97.85	6.56	6.36	144.59	44	6.82	6.66
Газпром 17€	500.00	BBB-/P(A3)/BBB-	2/11/2017	5.44	97.00	97.50	5.72	5.59	54.24	-45	7.64	7.43
Газпром 20	\$1250	BBB+/nr/BBB	1/2/2020	7.201	102.80	103.30	6.39	6.99	144.25	28	3.59	3.53
Газпром 22	\$1300	BBB-/P(A3)/BBB-	7/3/2022	6.51	97.90	98.30	6.71	6.64	144.97	50	8.98	8.81
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	123.60	124.10	6.70	6.96	155.46	23	11.60	14.37
ГазпромБанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	101.47	101.97	5.90	7.13	105.36	-64	1.24	1.26
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	108.05	108.55	6.60	10.04	176.30	35	1.77	1.92
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	102.15	102.80	7.84	8.05	281.69	179	5.80	5.95
Еврохим 12	\$300	BB-/n.a./BB-	20/3/2012	7.875	100.40	100.90	7.71	7.82	305.38	173	3.72	3.74
Зенит 09	\$200	n.r./nr/B	27/10/2009	8.75	99.75	100.00	8.62	8.76	384.30	254	1.98	1.98
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	100.85	101.35	8.93	9.15	433.21	300	3.37	3.41
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	n.r./B1е/B	12/5/2009	9	101.40	101.90	8.03	8.85	327.84	177	1.64	1.67
Лукойл 17	\$500	BBB-	7/6/2017	6.356	97.24	97.59	6.72	6.52	160.01	60	7.07	6.89
Лукойл 22	\$500	e/(P)/Baa2/BBB- BBB-	7/6/2022	6.656	97.367	97.821	6.92	6.82	166.11	71	9.11	8.89
МБРР 08	\$150	n.r./B1/B	3/3/2008	8.625	100.75	101.15	7.18	8.54	246.35	43	0.63	0.64
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	100.11	100.36	6.96	7.48	234.54	11	0.43	0.43
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	104.25	104.75	8.42	9.33	380.46	247	3.11	3.25
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	102.90	103.30	6.61	7.76	174.86	51	2.15	2.22
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	101.83	102.33	6.33	7.84	149.43	-21	1.20	1.23
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	104.14	104.54	5.22	6.18	69.83	0	3.58	3.73
Моснарбанк 07	\$200	n.r./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.32	100.52	5.00	1.79	42.02	-198	0.27	0.27
Моснарбанк 08	\$150	n.r./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	98.33	98.56	5.96	4.44	111.21	-70	0.94	0.92
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	101.81	102.06	6.41	9.56	170.37	-41	0.55	0.56
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	104.70	105.10	6.70	7.98	189.04	70	2.76	2.89
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	103.35	103.85	7.07	7.72	238.81	106	3.60	3.73
Нижнекамскнефть 15	\$200	n.r./B1/B+	22/12/2015	8.5	100.25	101.25	8.34	8.44	347.89	235	4.60	4.63
Новороссийский Порт 12	\$300	BB+e/Ba2e/	17/5/2012	7	98.50	99.50	7.25	7.07	257.36	125	3.94	3.90
Номос 09	\$150	n.r./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	100.15	100.65	8.01	8.22	325.27	174	1.65	1.65
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	102.00	102.75	9.07	9.52	447.10	314	3.32	3.39
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.75	102.25	6.16	6.99	130.28	-2	1.99	2.03
Петербург Банк 09	\$125	nr/B1е/B	25/11/2009	9.501	101.00	101.75	8.85	9.37	407.32	281	2.04	2.07

**Рынок внутреннего долга**

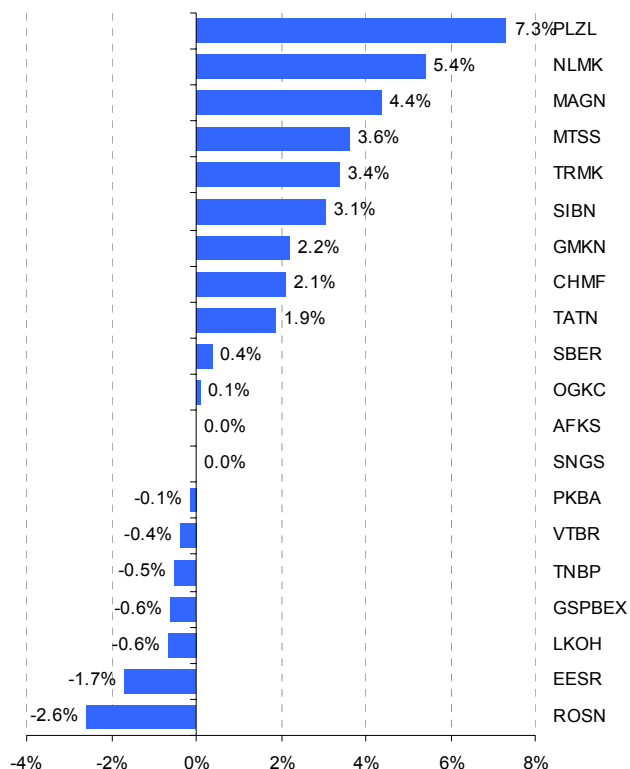
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, % Изм., бп	Сред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп	
<b>Корпоративные облигации</b>													
ВТБ - 4 об*	5,000	19/3/2009	20/3/2008	6.3	0.00	0.00	100.00	-	6.38	(0)	-19	0.69	0.69
ВТБ - 5 об*	15,000	17/10/2013	24/4/2008	5.9	100.10	100.25	100.10	-	5.90	0	-34	0.77	0.77
ГАЗПРОМ А4	5,000	10/2/2010		8.22	104.90	105.23	105.23	91,840,064	6.13	(23)	16	2.23	2.35
ГАЗПРОМ А5	5,000	9/10/2007		7.58	100.43	100.55	100.55	6,031,750	5.74	(42)	356	0.28	0.28
ГАЗПРОМ А6	5,000	6/8/2009		6.95	101.25	101.50	101.30	62,806	6.38	(0)	53	1.85	1.87
ИРКУТ-03об	3,250	16/9/2010		8.74	103.85	104.45	104.40	-	7.32	(0)	131	2.65	2.76
Лукойл2обл	6,000	17/11/2009		7.25	101.35	101.90	101.70	5,077,700	6.58	0	32	0.40	0.41
НКНХ-03 об*	2,000	1/9/2007	1/9/2005	8	0.00	100.40	100.10	-	7.67	0	628	0.05	0.05
РЖД-02обл	4,000	5/12/2007		7.75	100.77	0.00	100.90	-	5.79	(13)	275	0.43	0.43
РЖД-05обл	10,000	21/1/2009		6.67	100.70	100.98	100.98	453,340,437	6.10	(3)	19	1.41	1.42
РЖД-06обл	10,000	10/11/2010		7.35	101.90	102.00	101.95	688,969,854	6.81	(0)	77	2.85	2.91
РЖД-07обл	5,000	7/11/2012		7.55	103.00	103.10	103.10	366,430,910	6.97	52	76	4.21	4.34
РусАлФ-3в	6,000	21/9/2008		7.2	0.00	0.00	100.35	-	7.01	(0)	42	1.12	1.13
РуссНефть1	7,000	10/12/2010		9.25	78.10	79.35	79.35	4,176,519	12.16	(0)	2286	2.75	1.09
САНОС-02об	3,000	10/11/2009		10	105.40	105.62	105.40	-	7.62	0	170	2.02	2.13
СевСталь-1	3,000	28/6/2007		8.1	0.00	0.00	100.06	-	4.36	(4)	410	0.02	0.02
СибЛк-4об	2,000	5/7/2007		12.5	100.18	100.27	100.19	39,069,600	6.98	(1)	660	0.03	0.03
СибЛк-5об	3,000	25/4/2008		9.2	101.40	101.85	101.55	-	7.38	(0)	194	0.77	0.78
ПятерочФ 2	3,000	14/12/2010		9.3	104.60	104.85	104.65	-	7.90	(15)	186	2.84	2.97
Мечел 2об	5,000	12/6/2013	16/6/2010	8.4	102.90	103.09	103.05	38,459,940	7.38	(26)	140	2.52	2.60
УралСвзИн4	3,000	1/11/2007		9.99	101.02	101.25	101.05	51,434,608	7.07	(14)	463	0.34	0.34
УралСвзИн5	2,000	17/4/2008		9.19	101.30	101.80	101.50	253,750	7.39	(0)	208	0.75	0.76
ФСК ЕЭС-01	5,000	18/12/2007		8.8	101.25	101.37	101.47	-	5.80	(9)	253	0.46	0.47
ФСК ЕЭС-02	7,000	22/6/2010		8.25	0.00	0.00	103.60	-	7.02	(0)	104	2.45	2.54
ФСК ЕЭС-03	7,000	12/12/2008		7.1	100.50	100.80	100.73	-	6.68	(1)	55	1.34	1.35
ЦентрТел-4	5,600	21/8/2009		13.8	112.85	112.99	112.97	61,661,992	7.34	(0)	150	1.76	1.98
ЦентрТел-5	3,000	30/8/2011	2/9/2008	8.09	100.25	110.30	101.05	6,063,000	7.27	49	70	1.07	1.07
ЧТПЗ 01об	3,000	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	-	8.36	16	218	1.64	0.14
ЮТК-3	3,500	10/10/2009	9/10/2007	10.9	100.14	101.10	100.90	333,385	7.86	20	581	0.28	0.28
ЮТК-4	5,000	9/12/2009		10	103.80	104.10	103.80	117,382,978	7.84	(0)	207	1.49	1.16
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	103.85	105.00	105.12	10,446,171	4.52	41	-131	0.89	0.94
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	105.35	0.00	106.25	-	5.64	(12)	-46	1.34	1.43
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	0.00	0.00	112.70	-	6.03	0	-2	2.78	2.78
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	110.37	110.40	110.39	45,233,292	6.38	(0)	10	5.01	5.53
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	101.42	101.97	101.40	-	5.99	8	366	0.32	0.32
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	107.80	107.95	108.00	-	5.98	(0)	0	2.54	2.74
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	100.65	100.92	100.85	-	3.93	(13)	287	0.14	0.14
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	103.50	105.00	105.00	-	4.40	(0)	-126	0.83	0.87
Мос.обл.3в	4,000	19/8/2007		11	100.80	100.95	100.82	21,177,300	5.72	55	456	0.15	0.15
Мос.обл.4в	9,600	21/4/2009		11	105.00	108.45	108.17	-	6.39	(2)	65	1.56	1.69
Мос.обл.5в	12,000	30/3/2010		10	106.23	106.53	106.55	23,160,021	6.37	(2)	61	1.66	1.33
Мос.обл.6в	12,000	19/4/2011		9	107.67	107.73	107.70	328,401,076	6.79	(0)	72	3.09	3.33
Мос.обл.7в	16,000	16/4/2014		8	105.66	105.80	105.65	165,971,313	7.06	(0)	79	5.02	5.30

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

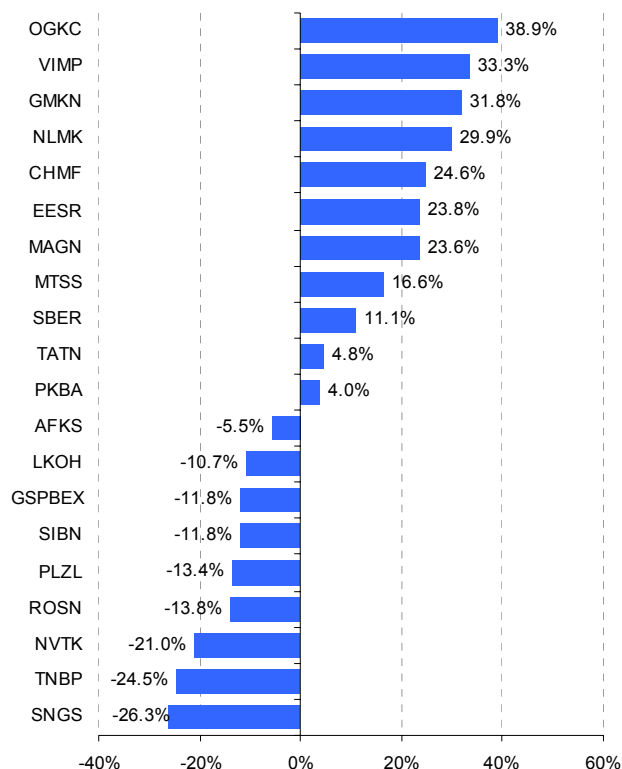
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

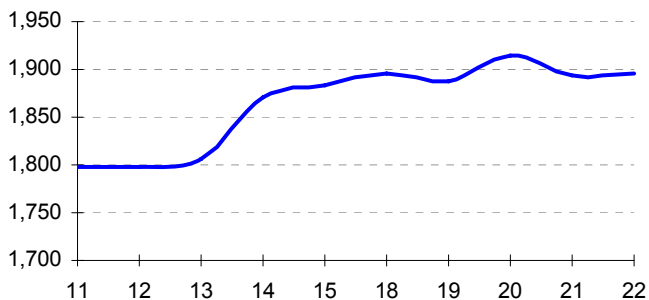
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



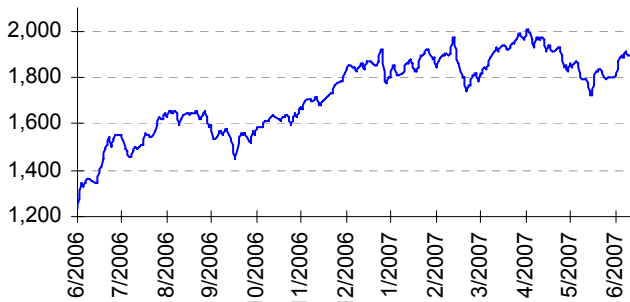
### 20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



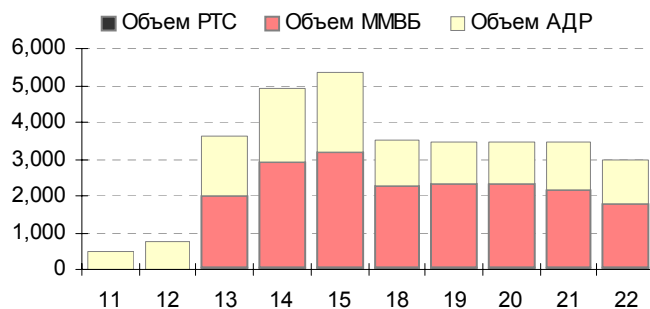
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

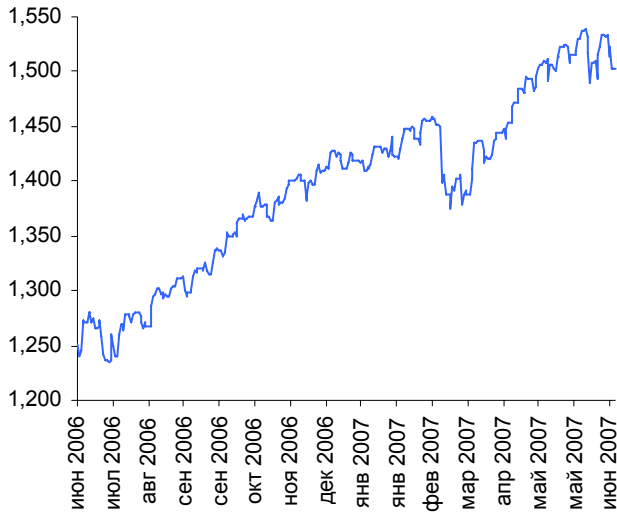


10 наиболее ликвидных акций РТС

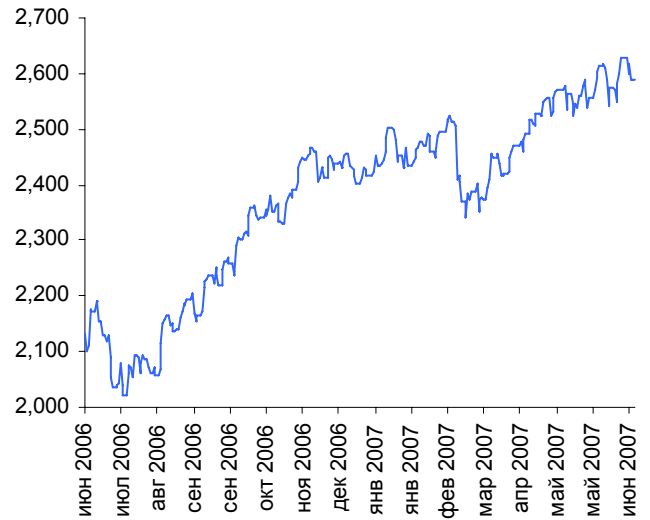
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
РАО ЕЭС России	-1.7	47
Газпром	-0.6	33
ГМК Норильский никель	2.2	32
Сбербанк РФ	0.4	17
ЛУКОЙЛ	-0.6	16
Транснефть, прив.	3.6	6
Полюс Золото	7.3	6
Сургутнефтегаз	0.0	5
ЧТЗ	1.3	4
С-3. Телеком	-1.5	3

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

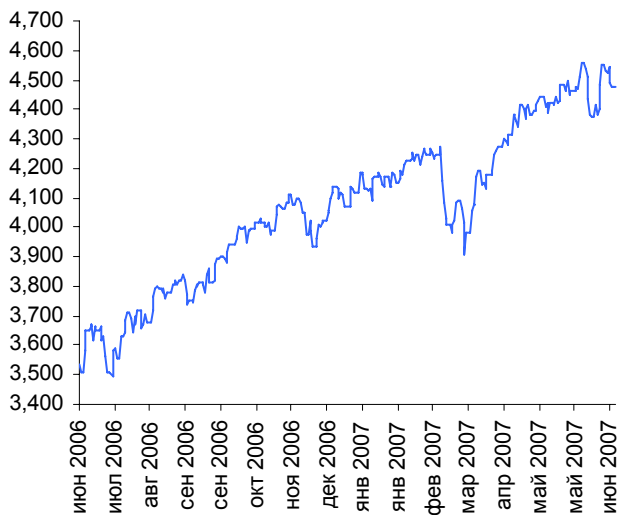
S&P 500



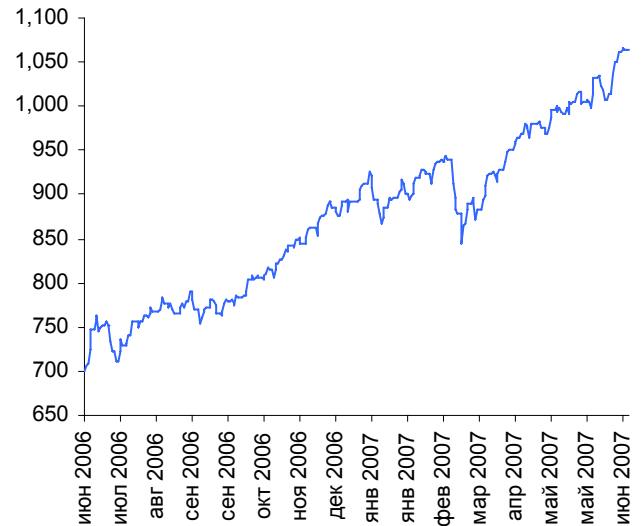
Nasdaq



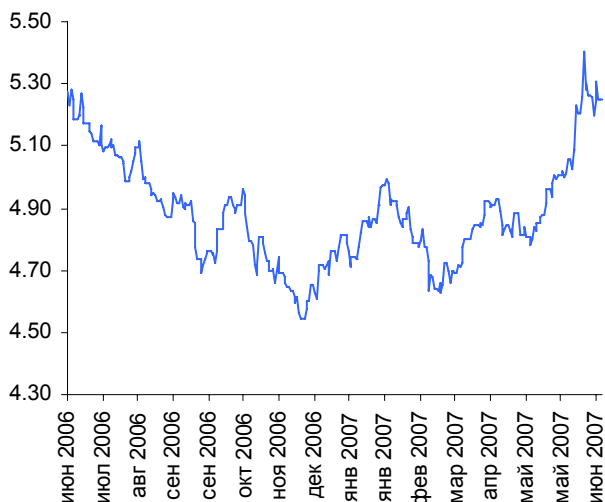
DJ Euro STOXX 50



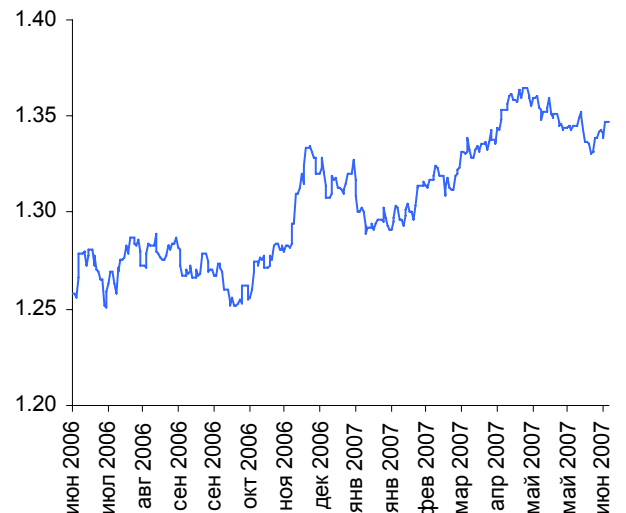
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## ЗАО "АТОН Брокер"

101000, Россия,  
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1  
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:**  
Мария Родионова  
rodionova@aton.ru

**Долговые обязательства**  
**Контакты:**  
Сергей Сидоров  
ssidorov@aton.ru

## Заявление аналитика

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

### Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых ЗАО "АТОН Брокер" по акциям

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

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

### Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

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

ЗАО "АТОН Брокер" и (или) его дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group 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 ЗАО "АТОН Брокер".

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

## Aton International Ltd.

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

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

**Офис во Франкфурте**  
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

## 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  
Алина Пляя  
alina\_plaia@atonsecurities.com

## Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор +7 (495) 777-8832  
Бен Кэри, заместитель директора  
департамента +44 20 7464 8847

### Стратегия

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

### Нефть / газ

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

### Энергетика

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

### Экономика

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

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

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

### Долговой рынок

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

### Телекоммуникации

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

### Металлургия/Угледобыча

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

### Финансы / Недвижимость

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

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

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

### Потребительский сектор

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

### Медиа / Промышленность

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

Марат Габитов  
gabotov@aton.ru  
+7 (495) 777-8877, x 3138

### Инфраструктура/Машиностроение

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