

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

Календарь	4
Рекомендуемый портфель	5
Компании	9
ТГК-1, ТГК-14. Игра на угольной и гидроэнергетике	
Долговой рынок	14
Рынок акций	16
Мировые рынки	17

### КОММЕНТАРИЙ

#### Золото готовится взять барьер в \$650/унцию

Цена на золото готова вновь "протестировать" отметку \$650/унцию (€500/унцию) и пойти выше



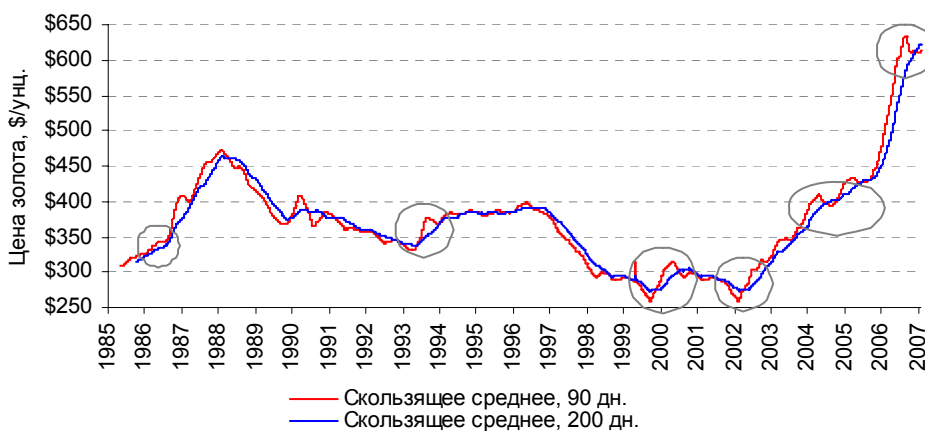
Источник: London Bullion Market Association, оценки "Атона"

**В минувший четверг цена на золото в Лондоне достигла отметки \$651.75/унцию.** Это стало первой попыткой золота в этом году пробить психологический барьер \$650/унцию. С момента недавнего минимума \$607.4/унцию, достигнутого 5 января 2007 года, золото выросло уже на 7.3%. В пятницу цены вновь опустились ниже барьера \$650/унцию, завершив неделю на отметке \$645.5/унцию.

**В середине декабря скользящая средняя цена за 90 дней превысила скользящее среднее за 200 дней,** как видно на приведенном ниже графике. В прошлом это довольно редкое явление, как правило, сигнализировало о начале тенденции к росту цен на золото. 30-дневное скользящее среднее в последний раз превышало 200-дневное скользящее среднее 22 ноября 2006 года.

Мы считаем, что такое развитие ситуации может дать инвесторам хорошую возможность увеличить вложения в золото и избирательно купить недооцененные акции золотодобывающих компаний.

#### С 1985 года 90-дневное скользящее среднее превышало скользящее среднее за 200 дней лишь шесть раз



Источник: London Bullion Market Association, оценки "Атона"

**Мы подробно говорили о перспективах динамики цен на золото в отчете о рынке металлов от 11 января.** Мы отмечали ряд позитивных факторов с точки зрения баланса спроса и предложения, а также с точки зрения инвестиционной привлекательности золота.

**Одним из ключевых факторов, обеспечивающих позитивную динамику цен на**

**золото, является отсутствие значительного роста объема поставок с рудников.** В 2006 году он остался примерно на уровне 2005 года, составив (по предварительным оценкам) 2 519 т. Это позволяет предположить, что новые проекты пока не оказали значительного влияния на объемы производства. Помимо этого, отказ производителей от хеджирования привел к тому, что в настоящее время во всем мире захеджировано лишь 1 355 т золота. В условиях роста спот-цен закрытие этих позиций будет обходиться все дороже, что, по нашему мнению, должно привести к дальнейшему повышению цен.

**Нетто-продажи золота центральными банками сокращаются, что также не ведет к повышению уровня предложения на рынке.** За 12 месяцев до сентября 2006 года объем продаж сократился примерно на 60% до 337 т, что ниже среднего уровня, разрешенного Соглашением Центральных банков о продаже золота, – 500 т.

Gold Fields Mining Service (GFMS) ожидает, что в целом по итогам 2006 года объем продаж золота центральными банками составит 382 т, сократившись на 42% по сравнению с предыдущим годом. Это связано с тем, что центральные банки стали считать золото профильным резервным активом, а не активом на реализацию.

**Мы также отмечаем поддержку ценам на золото со стороны развивающихся стран Европы, Ближнего Востока и Африки.** Резервы этих стран быстро растут, и центральные банки могут диверсифицировать их с помощью увеличения доли золота. Помимо этого, мы ожидаем, что Международный валютный фонд сделает более открытыми данные о кредитовании в золоте, исключив проданное или предоставленное в кредит золото из совокупных объемов ссуд или продаж. Данная информация уже передается на ежеквартальной основе во Всемирный совет по золоту (World Gold Council), но дальнейшее повышение степени прозрачности данной информации также было бы весьма полезно.

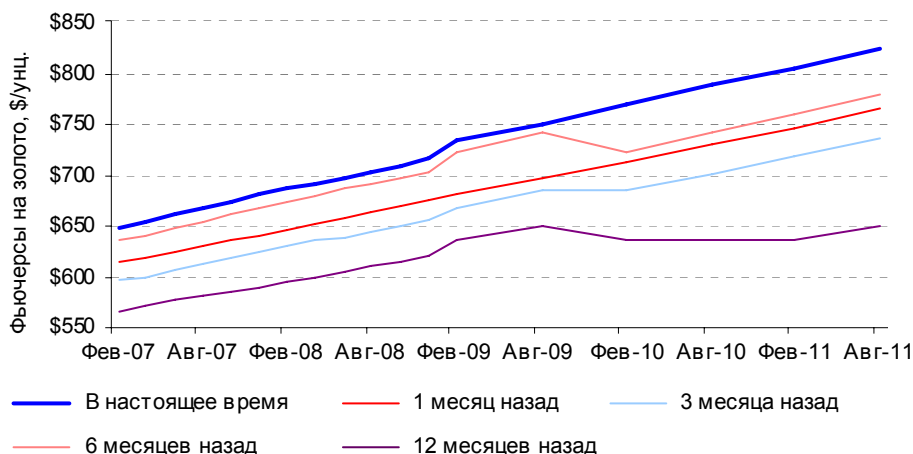
**Золотые торговые индексные фонды (ETF)** в последние годы упростили процесс покупки и продажи золота частными инвесторами, а их активы в прошлом году превысили 500 т.

Чистый инвестиционный спрос на золото, по данным GFMS, на протяжении последних двух лет находился на очень высоком уровне, и именно он стал основным фактором роста цен, в отличие от ювелирной промышленности, которая более чувствительна к ценам.

**Другими важными факторами стали угрозы политической нестабильности в мире, повышение процентных ставок и инфляционное давление, ослабление доллара, а также общее замедление темпов роста мировой экономики.**

**Психологический барьер в \$650/унцию был пробит,** и технические факторы говорят в пользу дальнейшего роста цен. Растущая кривая цен фьючерсов на золото в последние два месяца также поддерживает эту точку зрения.

**Фьючерсы на золото растут, стоимость четырехлетних контрактов превышает \$800/унцию**



Источник: Bloomberg

**Мы ожидаем, что тенденция к росту цены на золото сохранится.** Кривая стоимости фьючерсных контрактов говорит об устойчивом повышении цены в ближайшие годы, а отметка \$700/унцию становятся новым целевым уровнем. Снижение цен на нефть также может говорить в пользу того, что цены на золото будут расти, из-за их традиционно слабой взаимозависимости. В 2006 году корреляция была несколько сильнее, чем обычно, но мы не думаем, что такая ситуация сохранится в дальнейшем. Поэтому мы ожидаем, что цены на золото будут расти на основании упомянутых выше факторов.

Нашими фаворитами среди золотодобывающих компаний являются акции **KazakhGold, Celtic Resources** и **European Minerals**. Акции этих производителей обладают потенциалом повышения на 50% или больше, а также имеют несколько катализаторов роста на протяжении 2007 года.

### В число наших фаворитов входят **European Minerals, KazakhGold** и **Celtic Resources**

На 26 января 2006	Цена, \$	Рын. кап., \$ млн.	EV, \$ млн.	Прогнозируемая цена (кон. 07), \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
European Min.	0.79	218	209	1.26	60%	Покупать
KazakhGold	23.50	1,107	1,080	35.46	51%	Покупать
Celtic Res.	2.75	153	124	3.95	44%	Покупать
High River	1.84	429	462	1.96	7%	Держать
Peter Hambro	20.90	1,696	1,679	19.67	-6%	Держать

Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

### Сравнительная оценка

На 26 января 2006	EV/EBITDA		P/E		EV/Добыча, \$/унц.		EV/ Запасы,	EV/ Ресурсы,
	2007П	2008П	2007П	2008П	2007П	2008П	\$/унц.	\$/унц.
Россия/СНГ, среднее	12.0	7.4	25.1	17.4	3,135	2,421	155	55
Крупнейшие мировые компании	9.9	10.1	21.6	20.0	3,175	3,064	251	104
Начинающие компании	13.0	10.4	22.0	19.6	3,371	3,029	300	140
Мировые компании, среднее	11.8	9.2	23.1	18.8	3,227	2,802	230	96
European Min.	7.5	2.0	10.9	2.5	N.M.	1,264	89	54
KazakhGold	8.2	4.4	12.2	6.6	3,639	1,989	85	23
Celtic Res.	3.3	2.1	9.5	4.9	1,505	1,099	317	63
High River	6.5	3.8	10.4	5.5	1,712	1,186	220	63
Peter Hambro	23.1	7.8	42.5	11.8	N.M.	2,967	N.M.	91

Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

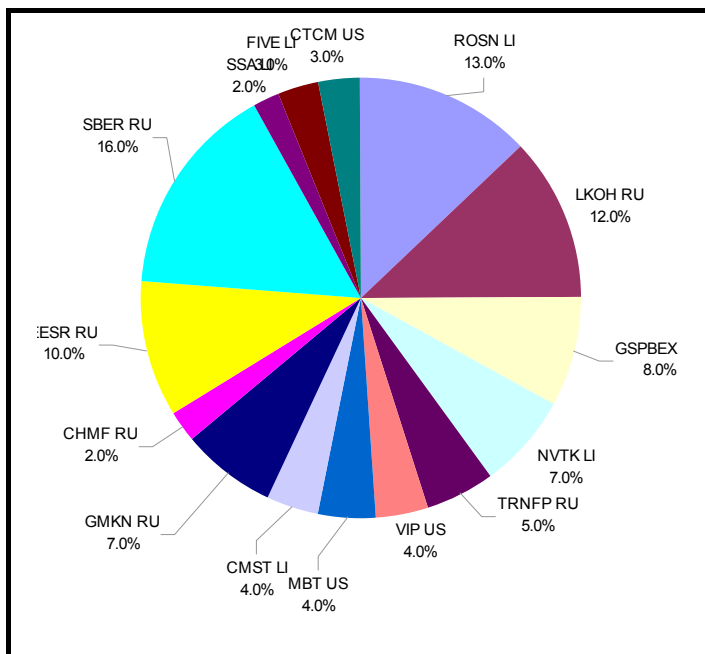
Крис Пирсон  
pearson@aton.ru

Владимир Катунин  
katunin@aton.ru

## НА ЭТОЙ НЕДЕЛЕ

	Россия	США	Европа
29.01	НОВАТЭК опубликует данные о выручке за 2006 год		
	Заседание совета директоров "ГидроОГК"		
	Арбитражный суд Москвы рассмотрит иск МТС о недействительности налоговых претензий на 1.284 млрд. руб.		
	ЦБ РФ снизит ставку рефинансирования с 11.0% до 10.5% годовых		
30.01	РФФИ проведет аукцион по продаже 100% акций ОАО "Полярная экспедиция"	Будет опубликовано значение индекса уверенности потребителей, рассчитываемого Conference Board, за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg 110.0 пункта (предыдущее значение: 109.0 пункта)	
	Состоится официальная церемония начала строительства Ноябрьской парогоазовой электростанции		
	Совет директоров "Связьинвеста" определит дату внеочередного собрания акционеров		
	Минфин проведет совещание на тему "План государственных внутренних заимствований в 2007 году"		
31.01	РФФИ проведет аукцион по продаже 20% акций ОАО "Амурский судостроительный завод"	Будут опубликованы данные о динамике ВВП за IV квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg 3.0% в годовом выражении (предыдущее значение: 2.0%)	Будут опубликованы данные о динамике индекса потребительских цен стран евро-зоны за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 2.1% в годовом выражении (предыдущее значение: 1.9%)
	Акционеры БМПО обсудят вопрос о реорганизации компании	Будут опубликованы данные о динамике индекса стоимости рабочей силы за IV квартал 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.0% (предыдущее значение: 1.0%)	
	Акционеры Чусовского металлургического завода рассмотрят вопрос о допэмиссии акций	Будет опубликовано значение Чикагского индекса менеджеров по закупкам за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 52.0 пункта (предыдущее значение: 52.4 пункта)	Будут опубликованы данные об уровне безработицы в странах евро-зоны за декабрь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 7.6% (предыдущее значение: 7.6%)
	Федеральный арбитражный суд Московского округа возобновит рассмотрение кассации "Уренгойгеоресурс" по делу о разработке Ресурсного месторождения газа в ЯНАО	Комитет ФРС по открытым рынкам примет решение о процентной ставке. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 5.25% (предыдущее значение: 5.25%)	
1.02	РФФИ проведет аукцион по продаже 100% акций ОАО "Тывасвязьинформ"	Будут опубликованы данные о динамике личных доходов и расходов за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.5% и 0.7% соответственно (предыдущее значение: 0.3% и 0.5%)	
	Экспортная пошлина на нефть в РФ понизится до \$179.7/т	Будут опубликованы данные о количестве новых заявок на выплату страховок по безработице на 28 января 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 315 тыс (предыдущее значение: 325 тыс.)	
	Акционеры "Мечела" на внеочередном собрании изберут гендиректора компании	Будет опубликовано значение индекса деловой активности ISM в секторе промышленного производства за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg 51.8 пункта (предыдущее значение: 51.4 пункта)	
2.02	Совет директоров "Нижнекамскнефтехима" рассмотрит ход подготовки допэмиссии акций	Будут опубликованы данные об объеме продаж автомобилей за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 16.6 млн. (предыдущее значение: 16.8 млн.)	Будут опубликованы данные о динамике индекса цен производителей стран евро-зоны за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 0.0% (предыдущее значение: 0.0%)
	МГПР РФ рассмотрит итоги проверок лицензионных соглашений по месторождениям в Восточной Сибири	Будут опубликованы данные об уровне безработицы за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 4.5% (предыдущее значение: 4.5%)	
		Будут опубликованы данные о динамике объема заказов на продукцию промышленных предприятий за декабрь 2006 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 1.8% (предыдущее значение: 0.9%)	
		Будет опубликовано предварительное значение Мичиганского индекса уверенности потребителей за январь 2007 года. Прогноз, по данным агентства Bloomberg: 97.7 пункта (предыдущее значение: 98.0 пункта)	

## РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ



### Обзор портфеля

На минувшей неделе стоимость нашего портфеля выросла на 2.84% на фоне повышения индекса РТС на 2.78%. В роли лидеров повышения выступили акции "Северстали", котировки которых выросли за неделю на 14.5%.

Катализатором роста котировок стал состоявшийся в начале прошлой недели брифинг главы компании Алексея Мордашова, в ходе которого он подтвердил будущую стратегию компании и повторил планы "Северстали" по проведению слияний и поглощений. По нашему мнению, еще одной из причин резкого удорожания акций компании было отставание котировок от рынка с момента проведения IPO в ноябре 2006 года.

Кроме того, весьма уверенно чувствовали себя акции сотовых операторов – МТС и "Вымпелкома", котировки которых повысились на 7.8% и 8.0% соответственно, а также бумаги РАО "ЕЭС России", подорожавшие на 8.3%.

Среди "нефтяных" бумаг наилучшие результаты продемонстрировали привилегированные акции "Транснефти", котировки которых повысились на 7.3%, тогда как акции других компаний сектора заметно отстали от рынка.

### Изменения в портфеле

На этой неделе мы не вносим изменений в состав портфеля.

### Обзор сравнительной доходности портфеля

Портфель	Изменение за неделю			Изменение за месяц			Изменение с начала года		
	ПТС	Δ		Портфель	ПТС	Δ	Портфель	ПТС	Δ
	2.84%	2.78%	0.07%	-0.68%	-3.05%	2.37%	-0.68%	-3.05%	2.37%

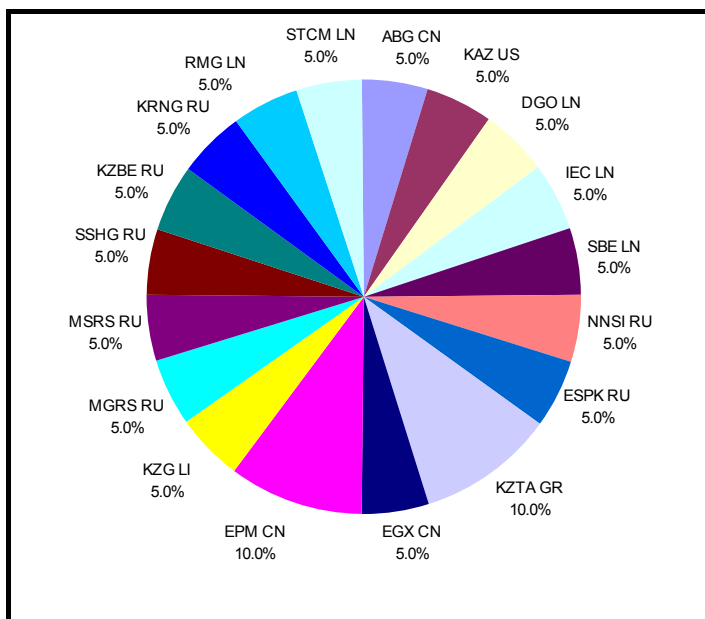
### Рекомендуемый портфель

	Тикер	Вес в индексе РТС	Вес в настоящем портфеле	Вес в предыдущем портфеле	Цена 26/01, \$	Цена 19/01, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
<b>Нефть и газ</b>		<b>50.26%</b>	<b>45.0%</b>	<b>45.0%</b>				
Роснефть	ROSN LI	5.08%	13.0%	13.0%	8.97	8.91	0.7%	-5.1%
ЛУКОЙЛ	LKOH RU	12.84%	12.0%	12.0%	79.70	78.30	1.8%	-9.4%
Газпром	GSPBEX RU	13.53%	8.0%	8.0%	10.80	10.74	0.5%	-6.0%
НОВАТЭК	NVTK LI	2.79%	7.0%	7.0%	56.50	57.70	-2.1%	-11.0%
Транснефть, прив.	TRNFP RU	2.29%	5.0%	5.0%	2,355.00	2,195.00	7.3%	2.6%
<b>Телекоммуникации</b>		<b>9.13%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>				
Вымпелком	VIP US	0.00%	4.0%	4.0%	85.01	78.70	8.0%	7.7%
МТС	MBT US	5.28%	4.0%	4.0%	53.53	49.65	7.8%	6.7%
Комстар-ОТС	CMST LI	0.00%	4.0%	4.0%	8.72	8.60	1.4%	3.8%
<b>Металлургия</b>		<b>11.75%</b>	<b>9.0%</b>	<b>9.0%</b>				
ГМК Норильский никель	GMKN RU	6.73%	7.0%	7.0%	162.25	159.50	1.7%	3.3%
Северсталь	CHMF RU	1.11%	2.0%	2.0%	12.77	11.15	14.5%	14.0%
<b>Прочие</b>		<b>28.86%</b>	<b>34.0%</b>	<b>34.0%</b>				
РАО ЕЭС России	EESR RU	4.38%	10.0%	10.0%	1.12	1.03	8.3%	3.2%
Сбербанк РФ	SBER RU	16.27%	16.0%	16.0%	3,500.00	3,410.00	2.6%	1.4%
Система	SSA LI	0.00%	2.0%	2.0%	31.30	31.75	-1.4%	-2.2%
X5 Retail Group	FIVE LI	0.00%	3.0%	3.0%	27.00	27.00	0.0%	3.8%
СТС Медиа	CTCM US	0.00%	3.0%	3.0%	21.68	21.32	1.7%	-9.7%
<b>Всего</b>			<b>100%</b>				<b>2.8%</b>	<b>-0.7%</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	10.0	3.1	2.9	3.0	13.4	11.0	10.8	23.4	17.8	18.1	17.7	13.1	12.6	US GAAP
Газпром	11.5	3.8	3.4	3.4	8.9	8.5	8.5	12.4	11.7	12.0	12.2	11.3	9.9	МСФО
ЛУКОЙЛ	100.8	1.0	1.0	1.1	5.2	5.3	6.2	8.3	8.6	10.3	7.0	7.1	7.7	US GAAP
Сургутнефтегаз	1.44	2.3	2.3	2.5	5.4	5.9	6.1	11.6	13.8	14.6	7.9	8.4	8.7	РСБУ
Газпромнефть (Сибнефть)	3.48	1.1	1.2	1.4	5.5	7.2	8.3	7.3	9.3	11.3	6.3	6.7	7.5	US GAAP
ТНК-ВР	2.46	1.2	1.2	1.4	4.8	4.8	5.2	7.1	7.3	8.0	11.4	5.5	5.7	US GAAP
Татнефть	5.60	0.8	0.8	1.0	4.0	4.2	5.0	7.4	7.8	9.9	5.8	5.4	5.9	US GAAP
Транснефть, прив.	3,330	2.0	1.7	1.6	3.5	3.0	2.9	6.2	5.5	5.6	4.4	4.0	3.8	МСФО
НОВАТЭК	79.6	9.4	7.8	6.3	19.3	15.9	13.1	29.7	24.0	19.6	26.2	20.9	17.5	МСФО
Agawak Energy	3.10	3.2	2.3	2.2	6.5	4.8	4.2	20.8	16.1	14.7	9.2	5.8	5.1	МСФО
Caspian Services	4.37	3.6	2.7	2.1	15.4	10.0	7.0	27.3	14.5	10.0	21.3	14.3	10.0	US GAAP
Dragon Oil	4.29	4.7	3.1	3.1	5.6	3.6	3.7	10.2	6.6	7.2	9.5	8.0	5.2	МСФО
KazMunaiGaz	13.2	1.8	2.0	2.4	2.9	3.3	4.6	11.9	13.9	19.7	9.3	10.7	14.5	МСФО
РИТЭК	7.95	1.1	1.1	1.3	3.8	4.2	4.9	6.5	7.4	9.0	5.4	4.9	5.1	US GAAP
Sibir Energy	10.3	2.7	2.8	3.0	16.3	7.7	6.2	28.3	11.7	10.9	N.M.	50.4	N.M.	UK GAAP
Urals Energy	9.1	7.3	5.0	3.8	30.8	12.7	7.9	N.M.	25.7	14.4	NEG.	25.1	12.3	МСФО
West Siberian Resources	1.01	4.0	3.0	2.7	9.7	6.5	6.1	21.7	15.0	17.2	22.8	8.4	7.6	МСФО
<b>Телекоммуникации</b>														
МТС	64.0	3.8	3.1	2.9	7.5	6.1	5.7	15.1	11.2	10.0	8.3	6.9	6.4	US GAAP
Система	40.0	2.8	2.2	2.0	6.7	5.4	4.9	7.4	5.9	5.1	6.4	5.2	4.7	US GAAP
Вымпелком	104.0	4.1	3.2	2.8	8.0	6.2	5.6	20.0	13.3	11.9	9.0	6.7	5.8	US GAAP
Комстар-ОТС	8.20	3.2	2.6	2.4	8.4	6.9	6.2	19.7	19.7	16.9	13.0	8.0	7.2	US GAAP
Ростелеком	2.40	2.8	2.6	2.6	17.1	13.1	13.6	N.M.	36.2	35.3	25.2	16.3	15.6	МСФО
Golden Telecom	42.0	2.2	1.8	1.5	7.9	6.5	5.3	21.1	17.2	14.6	10.6	8.9	7.2	US GAAP
РБК	12.2	6.9	5.3	4.3	23.4	16.7	12.8	54.1	37.3	26.1	42.6	26.1	19.5	МСФО
Rambler	43.2	19.2	12.9	9.5	58.2	31.6	20.4	N.M.	34.7	21.6	N.M.	34.2	21.8	МСФО
Центртелеком	0.56	2.1	1.8	1.7	6.4	5.3	4.9	55.3	18.7	12.1	7.4	4.9	4.2	МСФО
Дальсвязь	4.49	1.8	1.5	1.4	5.8	4.5	4.0	16.4	10.2	8.0	10.2	6.6	5.4	МСФО
С-З. Телеком	1.43	2.6	2.3	2.1	7.9	6.4	5.9	24.8	17.3	15.6	9.8	7.0	6.2	МСФО
Сибирьтелеком	0.11	2.0	1.7	1.6	5.8	4.6	4.3	14.9	10.4	9.7	6.5	5.1	4.7	МСФО
ЮТК	0.14	2.1	1.8	1.7	6.6	4.9	4.2	NEG.	30.6	9.9	10.5	4.1	3.1	МСФО
Уралсвязьинформ	0.06	3.0	2.5	2.4	8.1	6.6	6.2	20.2	15.0	12.9	9.1	6.9	6.1	МСФО
ВолгаТелеком	6.09	2.6	2.1	2.0	6.7	5.0	4.7	17.6	10.8	10.0	7.7	5.4	4.9	МСФО
Kazakhtelecom	115	4.5	3.9	3.5	10.8	9.4	8.1	14.9	13.3	11.7	11.2	9.2	8.2	МСФО
Moscow CableCom	12.8	10.4	3.9	2.5	NEG.	24.6	9.0	NEG.	NEG.	38.1	NEG.	N.M.	13.5	US GAAP
<b>Электроэнергетика</b>														
РАО ЕЭС России	1.2400	2.3	1.9	1.6	14.0	11.6	9.6	40.7	32.1	26.1	15.2	12.5	10.3	МСФО
ОГК 1	0.0850	4.4	3.7	3.1	31.6	27.6	16.7	N.M.	53.5	33.1	52.0	36.2	21.3	РСБУ
ОГК2	0.1340	4.7	3.9	3.2	36.0	29.2	18.3	N.M.	59.0	30.8	N.M.	N.M.	23.9	РСБУ
ОГК3	0.0820	5.6	4.5	3.7	43.9	35.9	21.6	N.M.	N.M.	51.7	N.M.	52.3	28.4	РСБУ
ОГК4	0.0880	5.3	4.4	3.6	40.9	33.3	17.5	N.M.	N.M.	33.2	50.8	45.2	22.5	РСБУ
ОГК5	0.1030	4.5	3.8	3.1	32.2	28.7	18.3	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	58.1	32.0	РСБУ
ТГК 1	0.0010	0.2	0.2	0.1	2.0	1.8	0.8	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.	N.A.	РСБУ
ТГК 2	0.0003	2.2	1.9	1.5	28.6	24.4	13.8	N.M.	N.M.	25.2	32.4	31.9	18.5	РСБУ
Мосэнерго (ТГК 3)	0.1900	2.2	1.9	1.5	23.2	17.4	10.6	N.M.	N.M.	18.0	28.2	24.2	17.0	РСБУ
ТГК 4	0.0003	0.1	0.1	0.1	1.8	1.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	РСБУ
ТГК5	0.0008	1.9	1.7	1.4	24.0	20.8	11.3	N.M.	50.7	23.3	29.5	28.7	15.2	РСБУ
ТГК6	0.0004	2.3	2.0	1.6	25.1	21.3	13.3	N.M.	59.8	25.5	N.M.	N.M.	15.6	РСБУ
ТГК 8	0.0005	3.0	2.5	2.1	32.7	28.0	16.0	N.M.	N.M.	35.0	N.M.	NEG.	21.6	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)	3.4910	4.1	3.7	2.4	28.2	28.5	10.7	49.7	52.4	20.9	38.6	41.1	13.7	РСБУ
ТГК 13	2.2880	5.1	4.6	3.8	31.5	33.7	14.1	46.8	53.5	22.2	33.6	36.7	14.9	РСБУ
ТГК 14	0.0004	0.2	0.1	0.1	1.6	1.5	0.9	0.0	0.0	0.0	N.A.	N.A.	N.A.	РСБУ
Волжская ГЭС	0.4650	13.2	12.6	8.5	44.2	46.1	18.0	N.M.	N.M.	30.1	51.2	N.M.	24.3	РСБУ
Воткинская ГЭС	0.8030	9.7	9.0	7.0	18.9	17.6	11.8	44.7	40.5	22.2	22.1	21.4	15.0	РСБУ
Саяно-Шушенская ГЭС	1.8980	12.8	11.5	7.7	18.0	16.0	9.7	25.7	25.0	14.3	23.3	21.3	13.0	РСБУ
Зейская ГЭС	0.1840	8.4	7.3	6.7	28.9	22.1	19.9	N.M.	52.2	45.7	34.5	26.6	23.9	РСБУ
Жигулевская ГЭС	0.3520	12.8	12.3	8.2	36.6	37.5	16.0	N.M.	N.M.	25.9	43.6	49.9	21.8	РСБУ
Загорская ГАЭС	0.0050	4.7	3.8	3.6	22.3	16.2	15.4	34.3	24.2	23.4	31.6	21.2	20.1	РСБУ
МГЭСК	0.0890	5.9	1.8	1.5	10.4	2.4	2.0	21.2	3.5	3.2	14.9	3.0	2.5	РСБУ
МОЭСК	0.1240	3.7	1.4	1.2	13.0	2.2	1.8	25.0	3.2	2.8	17.3	2.8	2.2	РСБУ
Ленэнерго	0.6360	4.0	2.6	2.3	28.9	6.6	5.8	NEG.	11.3	10.3	38.8	7.8	6.7	РСБУ
Кубаньэнерго	33.2000	2.0	1.3	1.2	12.2	3.3	2.9	N.M.	5.8	5.3	12.9	4.0	3.5	РСБУ
Свердловэнерго	1.0280	1.6	1.1	0.9	40.7	3.7	3.2	N.M.	5.6	5.1	42.8	4.8	4.0	РСБУ
Красноярскэнерго	0.6710	2.9	1.6	1.4	26.8	4.7	4.1	N.M.	7.7	7.0	28.6	5.9	5.0	РСБУ
Челябэнерго	0.0680	1.9	1.2	1.1	31.4	3.0	2.6	N.M.	5.1	4.7	25.8	4.0	3.4	РСБУ
Пермэнерго	9.2000	1.7	1.2	1.0	9.7	3.6	3.2	24.4	6.1	5.6	13.5	4.8	4.1	РСБУ
Дагестанская РГК	0.0660	5.7	5.2	4.4	23.3	20.5	14.0	42.7	37.4	23.6	29.8	26.9	19.1	РСБУ
Ставропольская ЭГК	0.1400	7.8	7.2	5.9	33.6	30.0	18.7	57.5	51.7	29.6	43.0	40.0	25.6	РСБУ
Омская ЭГК	127.1850	1.9	1.6	1.3	22.7	19.3	12.0	N.M.	N.M.	27.2	27.5	26.2	16.3	РСБУ

Компания	Прогнозируемая цена	EV/Выручка			EV/ EBITDA			P/E			P/CF			Стандарт учета
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Металлургия</b>														
ГМК Норильский никель	194	2.8	2.6	2.8	4.3	3.9	4.3	5.4	5.7	6.3	5.9	5.3	5.6	МСФО
Evraz Group	25.5	1.4	1.5	1.6	4.6	4.8	6.3	7.0	7.2	10.0	4.4	5.3	7.0	МСФО
Мечел	25.8	0.9	0.9	0.9	3.9	4.9	5.4	6.2	8.1	9.3	4.2	5.7	6.3	US GAAP
ММК	0.68	1.4	1.4	1.5	4.4	4.2	5.6	6.9	6.6	9.4	6.6	5.5	7.1	МСФО
НЛМК	2.27	2.2	2.2	2.4	5.0	5.2	5.8	9.0	9.4	11.0	10.0	7.1	8.1	US GAAP
Северсталь	13.9	1.6	1.5	1.6	5.5	5.2	5.7	11.2	9.6	11.4	6.7	5.8	6.3	МСФО
ВСМПО-Ависма	237	3.2	2.9	2.8	8.0	7.0	7.3	11.6	10.2	10.8	14.4	10.9	10.2	US GAAP
Kazakhmys	22.6	1.8	1.6	1.7	3.4	2.8	2.9	6.3	5.1	5.2	8.0	4.6	4.5	МСФО
Vera Gold	6.65	13.9	11.2	6.0	50.7	34.8	9.1	NEG.	N.M.	15.1	52.5	48.9	12.2	CA GAAP
Centerra Gold	12.2	6.7	4.0	3.7	24.2	6.7	6.0	40.0	10.0	8.8	19.4	9.6	7.9	CA GAAP
European Minerals	1.26	N.A.	5.1	1.4	NEG.	7.5	2.0	NEG.	10.9	2.5	NEG.	14.7	3.3	CN GAAP
High River Gold	1.961	4.9	2.5	1.7	16.9	6.5	3.8	48.7	10.4	5.5	29.0	6.1	5.2	CN GAAP
KazakhGold	35.5	7.7	5.6	3.1	12.5	8.2	4.4	20.1	12.2	6.6	24.7	13.4	8.1	МСФО
Peter Hambro	19.7	12.7	11.0	4.6	24.7	23.1	7.8	45.4	42.5	11.8	38.5	37.4	18.6	UK GAAP
<b>Потребительский сектор</b>														
X5 Retail Group	35.5	1.9	1.3	1.0	22.6	12.3	9.7	54.1	23.5	17.6	27.4	13.7	10.7	МСФО
Седьмой континент	24.7	2.0	1.5	1.2	16.5	12.5	10.6	27.0	22.2	19.5	17.8	13.8	11.9	МСФО
Магнит	45.3	1.0	0.7	0.5	19.1	11.8	7.6	41.1	22.7	12.9	23.6	13.6	8.8	МСФО
Балтика	43.6	3.1	2.8	2.5	10.1	8.7	8.1	15.7	12.2	10.7	10.9	8.8	8.9	МСФО
Efes Breweries	32.02	1.2	1.0	0.7	7.6	5.6	3.7	28.8	15.1	7.8	6.8	4.3	3.3	МСФО
Калина	55.01	1.3	1.2	1.1	7.1	6.6	5.8	12.5	11.1	9.5	13.5	10.3	7.5	МСФО
Лебедянский	91.9	2.2	1.6	1.4	11.1	8.2	6.8	17.0	12.6	10.3	19.8	14.2	10.1	МСФО
Oriflame, €	38.9	2.0	1.8	1.7	12.9	11.4	10.4	19.6	15.8	14.1	21.2	15.1	11.6	МСФО
Вимм-Билль-Данн	53.0	1.7	1.5	1.2	14.3	10.6	8.8	33.7	23.5	17.7	21.0	15.5	12.3	US GAAP
<b>Промышленность</b>														
Северсталь-Авто	39.7	1.1	0.8	0.6	9.5	7.1	4.7	23.1	13.7	8.4	9.9	6.4	4.1	МСФО
Акрон	34.5	1.6	1.4	1.4	6.9	5.5	5.9	14.3	9.8	11.0	8.6	6.8	6.8	МСФО
Дорогобуж	0.4	1.6	1.5	1.2	9.1	7.1	4.4	10.8	7.8	5.1	6.9	5.7	4.1	МСФО
Стеppe Cement	4.84	8.9	4.9	3.3	18.9	9.5	6.2	28.6	13.1	8.8	26.5	12.9	8.3	МСФО
<b>Банковский сектор</b>														
Сбербанк РФ	4,653	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	24.3	17.5	14.1	6.3	4.8	3.8	МСФО
Kazkommertsbank	26.2	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	27.8	22.1	17.9	6.2	2.7	2.3	МСФО

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

**Обзор портфеля**

Наш портфель акций "второго эшелона" на минувшей неделе продемонстрировал удачные результаты, повысившись на 5.02% на фоне роста индекса РТС на 2.74%. Очень уверенно чувствовали себя акции независимых нефтедобывающих компаний из России/СНГ. В частности, котировки акций Agawak Energy, BMB Munai и Imperial Energy повысились за неделю на 11.5%, 11.6% и 12.6% соответственно.

Кроме того, сильные результаты продемонстрировали акции золотодобывающих компаний European Minerals и KazakhGold, подорожавшие на 7.4% и 9.2% соответственно, а также бумаги Rambler, котировки которых выросли на 10.0%.

**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 26/01, \$	Цена 19/01, \$	Изм. за период	Изм. с начала года
Agawak Energy	ABG CN	5.0%	2.33	2.09	11.5%	0.3%
BMB Munai	KAZ US	5.0%	5.49	4.92	11.6%	10.9%
Dragon Oil	DGO LN	5.0%	3.66	3.55	2.8%	8.0%
Imperial Energy	IEC LN	5.0%	14.00	12.44	12.6%	12.3%
Sibir Energy	SBE LN	5.0%	8.04	8.08	-0.5%	-4.5%
ВолгаТелеком	NNSI RU	5.0%	6.45	5.95	8.4%	6.6%
Дальсвязь	ESPK RU	5.0%	4.10	3.95	3.8%	-1.4%
Kazakh Telecom	KZTA GR	10.0%	112.34	108.91	3.1%	9.2%
Eurasia Gold	EGX CN	5.0%	1.02	1.00	1.3%	-30.2%
European Minerals	EPM CN	10.0%	0.79	0.73	7.4%	3.3%
KazakhGold	KZG LI	5.0%	23.50	21.53	9.2%	14.6%
МГЭСК	MGRS RU	5.0%	0.08	0.08	-0.6%	6.7%
МОЭСК	MSRS RU	5.0%	0.12	0.12	3.5%	9.2%
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG RU	5.0%	1.24	1.24	0.0%	0.8%
ТГК 12 (Кузбассэнерго)	KZBE RU	5.0%	2.70	2.70	0.0%	-3.6%
Красноярскэнерго	KRNG RU	5.0%	0.91	0.91	0.0%	0.6%
Rambler	RMG LN	5.0%	40.50	36.81	10.0%	20.0%
Steppe Cement	STCM LN	5.0%	4.75	4.49	5.8%	5.6%
<b>Всего</b>		<b>100%</b>			<b>5.0%</b>	<b>4.1%</b>

**Мы возобновляем аналитическое освещение ТГК-1 и ТГК-14 после завершения процедуры листинга этих компаний, поскольку считаем возможной игру на разнице между источниками топлива для электроэнергетических предприятий.** Мы ожидаем, что анонсированное правительством повышение цен на газ приведет лишь к умеренному росту рентабельности работающих на газе генерирующих компаний, тогда как компании с гидроэнергетическими активами (ТГК-1) и использующие в качестве топлива уголь (ТГК-14) могут добиться высокой прибыли на МВт-ч реализованной электроэнергии. Поскольку рынок пока не делает четких различий между газовыми, угольными и гидроэлектростанциями, несмотря на очевидное расхождение в их рентабельности после либерализации, мы видим интересную возможность для игры на этой разнице.

**С другой стороны, мы сохраняем осторожность в отношении всего сегмента тепловой генерации.** Хотя мы видим возможности для инвестиций в определенные компании, мы считаем, что их текущая оценка рынком обусловлена спекулятивным или стратегическим интересом к этим бумагам, что вызывает рост в преддверии будущей приватизации. Хотя тенденция к росту относительно неликвидных акций генерирующих компаний, вероятно, продолжится, мы считаем, что текущие цены оставляют лишь незначительную возможность для извлечения прибыли с учетом расходов на замещение. В результате, стратегические инвесторы могут отказаться от участия в покупке акций дополнительных эмиссий ОГК и ТГК на сложившихся уровнях, что мы считаем основным среднесрочным риском для теплогенерирующих компаний, включая ТГК-1 и ТГК-14.

**Для оценки этих компаний** мы использовали подход, подробно описанный в отчете по генерирующим компаниям от 7 декабря 2006 года и гидроэнергетическим компаниям от 5 декабря.

**Наша прогнозируемая цена акций ТГК-14 на конец 2007 года составляет \$0.00036 за акцию, и мы рекомендуем "Покупать" эти бумаги.** Мы не ожидаем, что компания будет демонстрировать в ближайшие несколько лет высокие финансовые результаты, но полагаем, что на будущем свободном рынке электроэнергии угольные электростанции должны достичь высокой рентабельности, которая оправдывает премию в оценке к газовым ОГК и ТГК.

**Наша прогнозируемая цена акций ТГК-1 на конец 2007 года составляет \$0.0010 за акцию, рекомендация – "Держать".** Хотя запланированная на III квартал 2007 года допэмиссия акций может создать дополнительный интерес к этим бумагам, мы сохраняем рекомендацию "Держать", поскольку фундаментальные показатели подразумевают ограниченный потенциал роста.

#### Фундаментальный потенциал роста ограничен, но игра на разнице в рентабельности возможна

На 25 января 2007	Тикер	Рекомендация	Рын. кап. \$ млн.	Цена, \$	Прогнозируемая цена, \$	Потенциал роста	Текущий EV/кВт, \$	Прогнозируемый EV/кВт, \$
ТГК-1	TGKA	Держать	2,685	0.0009	0.0010	8%	460	493
ТГК-14	TGKN	Покупать	232	0.00030	0.00036	21%	391	467

Источник: оценки "Атона"

## ТГК-1: Удачно расположенные гидроэнергетические активы

### "Держать", прогнозируемая цена – \$0.0010

Тикер	ТГКА
Рекомендация	Держать
Цена, \$	0.00093
Прогнозируемая цена, \$ (кон. 07)	0.00100
Потенциал роста/снижения	8%

<b>Капитализация и данные об акциях</b>	
Рын. кап., \$ млн.	2,685
Чистый долг (кон. 06П), \$ млн.	186
EV, \$ млн.	2,871
Кол-во акций, млн.	2,902,222
В свободном обращении (оценка)	11%
Дивиденды 2006П, \$	N.A.
Дивидендная доходность, %	N.A.

<b>Финансовые результаты (pro-forma), \$ млн.</b>			
	2006П	2007П	2008П
Выручка	879	1,023	1,276
EBITDA	92	102	221
Чистая прибыль	32	38	105

<b>Оценка стоимости</b>			
	2006П	2007П	2008П
EV/S	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	31	28	13
P/E	85	70	26
EV/кВт	460	460	460

ТГК-1 – региональная генерирующая компания, работающая на Северо-Западе России. Установленная мощность компании составляет 6.2 ГВт.

ТГК-1 – одна из лучших территориальных генерирующих компаний по качеству активов, что связано с высокой долей (46%) гидроэнергетических мощностей. Мы считаем, что на свободном рынке электроэнергии это окажет позитивное влияние на прибыль в расчете на МВт-ч электроэнергии. ТГК-1 также обслуживает один из самых быстрорастущих городов России – Санкт-Петербург, где дефицит мощностей ожидается уже в 2008 году.

В долгосрочной перспективе цены могут вырасти за счет влияния цен Nordpool. Цены на электричество на российском рынке составляют \$20-30/МВт-ч, а в рамках Nordpool в 2006 году они составили в среднем \$63/МВт-ч. Мы прогнозируем сужение этого спреда по мере либерализации российского рынка и превышения спроса над предложением, в результате чего ТГК-1 может стать экспортером электроэнергии. Этому, правда, не способствует тот факт, что эксклюзивным правом на экспорт и импорт электроэнергии в настоящее время обладает другая "дочка" РАО "ЕЭС России" – "Интер РАО ЕЭС".

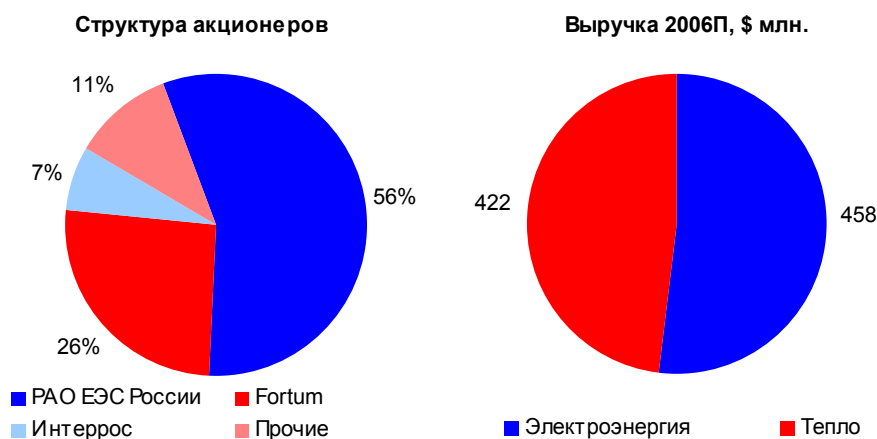
Если компании удастся избежать заключения долгосрочных контрактов на электроэнергию, производимую ГЭС, прогнозируемая стоимость может вырасти еще на 21%. Наша модель предполагает, что гидроэнергетические станции заключат долгосрочные контракты на поставку электроэнергии клиентам на срок после 2017 года, хотя ТГК-1 может избежать этого, если будет приватизирована.

Структура акционеров также выглядит привлекательно. Мы считаем, что присутствие финской компании Fortum в качестве владельца блокирующего пакета минимизирует риски, связанные с корпоративным управлением и трансфертным ценообразованием, присущие другим компаниям сектора.

Дополнительная эмиссия акций ТГК-1, запланированная на второе полугодие 2007 года, может вызвать спекулятивный интерес к ценным бумагам компании. РАО "ЕЭС России" предлагает разместить новые акции в размере 64% от текущего уставного капитала, что приведет к фактической приватизации компании, поскольку РАО сохранит за собой лишь 33%.

С точки зрения фундаментальных показателей, акции ТГК-1 выглядят справедливо оцененными рынком. Поэтому мы начинаем аналитическое освещение с рекомендации "Держать". Прогнозируемая цена на основе модели DCF на конец 2007 года составляет \$0.0010.

#### Структура акционеров и выручки



Источник: данные компании

### Операционные показатели

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Производство, ГВт	26,092	27,153	28,512	28,677	28,842	29,703	29,703	29,703	29,703	29,703	29,703	29,703
Регулируемый рынок, ГВт	22,179	24,438	22,810	18,640	14,421	10,396	7,792	5,188	4,320	4,320	4,320	4,320
Свободный рынок, ГВт	3,914	2,715	5,702	10,037	14,421	19,307	21,911	24,515	25,383	25,383	25,383	25,383
Установленная мощность, МВт	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237	6,237
Коэффициент загрузки, %	48%	50%	52%	52%	53%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Реализация тепла, тыс. Гкал	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376	52,376
Средняя цена электроэнергии, \$/МВт-ч	18	20	25	31	39	46	52	57	60	62	64	66
Цена на регулируемом рынке, \$/МВт-ч	17	19	21	22	25	25	25	22	21	21	21	22
Цена на свободном рынке, \$/МВт-ч	21	26	42	47	54	58	56	55	57	59	61	63
Средние затраты на производство электроэнергии, \$/МВт-ч	15	17	19	22	26	30	34	38	41	43	44	45
Цены топлива, \$/МВт-ч	10	13	17	19	24	27	29	31	32	34	35	36
Spark spread, \$/МВт-ч	7	7	8	11	15	19	23	26	28	28	29	30
Топливная эффективность, гсе/кВт	193	202	213	214	214	219	219	219	219	219	219	219
Топливный баланс												
Газ	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Уголь	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Прочее	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

### Расчет PV будущего свободного денежного потока

	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Выручка, в том числе:	1,023	1,276	1,523	1,888	2,260	2,482	2,709	2,866	2,993	3,081	3,172
Электричество	540	709	881	1,135	1,379	1,532	1,681	1,782	1,854	1,907	1,963
Тепло	483	567	642	753	881	949	1,028	1,084	1,139	1,174	1,209
Операционные затраты	921	1,055	1,209	1,441	1,694	1,866	2,028	2,159	2,265	2,332	2,401
Топливо	345	477	558	693	800	863	911	962	1,009	1,040	1,071
Прочие	576	578	650	748	894	1,003	1,117	1,197	1,256	1,293	1,330
EBITDA	102	221	315	447	566	616	680	707	727	749	771
Рентабельность EBITDA, %	10%	17%	21%	24%	25%	25%	25%	25%	24%	24%	24%
Амортизация	40	72	73	74	75	77	78	80	82	84	86
EBIT	62	149	242	373	491	539	602	627	646	665	685
Рентабельность EBIT, %	6%	12%	16%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Минус: Налог на прибыль	-15	-36	-58	-90	-118	-129	-145	-150	-155	-160	-164
Минус: Капвложения	-47	-51	-55	-59	-62	-66	-70	-73	-77	-79	-82
Минус: Изменение рабочего капитала	-10	-18	-17	-26	-26	-15	-16	-11	-9	-6	-6
Плюс: Амортизация	40	72	73	74	75	77	78	80	82	84	86
Свободный денежный поток	30	117	184	273	360	405	450	472	486	504	518
Коэффициент дисконтирования	1.00	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55	0.49	0.43	0.38	0.34	0.30
PV будущего FCF	30	104	145	191	223	222	219	204	186	171	156

Совокупная PV будущего FCF (кон. 2007), \$ млн. **1,850**

Расчет прогнозируемой цены		Расчет остаточной стоимости		Коэффициенты			
Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	3,075	Остаточный FCF, \$ млн.	518	Финансовые (@ FV)			
Минус: Чистый долг, \$ млн. (кон. 2006П)	186	Остаточные темпы роста	0.0%	EV/S	3.5	3.0	2.4
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	0	Остаточная ставка дисконтирования	12.8%	EV/EBITDA	33.6	30.2	13.9
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	2,889	<b>PV остаточной стоимости, \$ 1,225 млн.</b>		P/E	91.1	75.2	27.6
Кол-во обыкновенных акций, млн.	2,902,222			Операционные (@ FV)			
Кол-во привилегированных акций, млн.				EV/кВт уст. мощности	493	493	493
				EV/МВт	118	113	108
				EV/МВт, вкл. тепло	35	35	34
<b>Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$</b>	<b>0.001</b>			<b>WACC</b>			<b>12.8%</b>

Источник: оценки "Атона"

## ТГК-14: Возможность участия в росте угольной генерации

### "Покупать", прогнозируемая цена –\$0.00036

Тикер	TGKN
Рекомендация	Покупать
Цена, \$	0.00030
Прогнозируемая цена, \$ (кон. 07)	0.00036
Потенциал роста/снижения	21%

#### Капитализация и данные об акциях

Рын. кап., \$ млн.	232
Чистый долг (кон. 06П), \$ млн.	19
EV, \$ млн.	252
Кол-во акций, млн.	774,504
В свободном обращении (оценка)	23%
Дивиденды 2006П, \$	N.A.
Дивидендная доходность, %	N.A.

#### Финансовые результаты (pro-forma), \$ млн.

	2006П	2007П	2008П
Выручка	114	130	152
ЕБИТДА	12	13	22
Чистая прибыль	4	5	10

#### Оценка стоимости

	2006П	2007П	2008П
EV/S	2.2	1.9	1.7
EV/ЕБИТДА	22	20	12
P/E	55	47	22
EV/кВт	391	391	391

ТГК-14 – региональная генерирующая компания, работающая в Сибирском регионе. Совокупная установленная мощность составляет 0.6 ГВт.

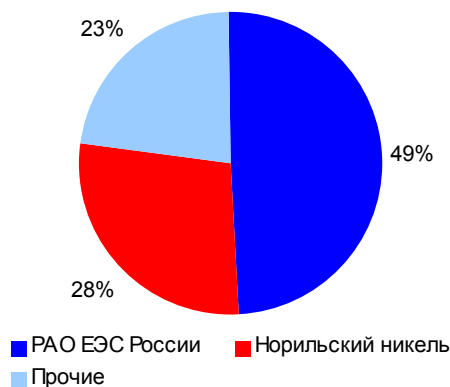
Основным конкурентным преимуществом компании является доступ к относительно дешевому углю, добываемому в регионе. Это должно обеспечить высокую рентабельность компании после либерализации рынка электроэнергетики.

**Новый стратегический инвестор.** ГКМ "Норильский никель" приобрела блокирующий пакет акций компании и вместе с материнским холдингом "Интеррос" достаточно активно ведет себя на рынке электроэнергетики. У "Норильского никеля" больше шансов извлечь выгоду за счет использования угля на мощностях ТГК-14, чем у предыдущего стратегического инвестора.

**С точки зрения фундаментальных показателей, акции ТГК-11 выглядят недооцененными рынком.** Прогнозируемая цена на основе модели DCF на конец 2007 года составляет \$0.00036. Мы начинаем аналитическое освещение компании с рекомендации "Покупать".

#### Структура акционеров и выручки

Структура акционеров



Выручка 2006П, \$ млн.



Источник: данные компании, оценки "Атона"

### Операционные показатели

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Производство, ГВт	3,136	3,177	3,211	3,240	3,264	3,283	3,380	3,380	3,380	3,380	3,380	3,380
Регулируемый рынок, ГВт	2,665	2,859	2,569	2,106	1,632	1,149	676	169	0	0	0	0
Свободный рынок, ГВт	470	318	642	1,134	1,632	2,134	2,704	3,211	3,380	3,380	3,380	3,380
Установленная мощность, МВт	643	643	643	643	643	643	643	643	643	643	643	643
Коэффициент загрузки, %	56%	56%	57%	58%	58%	58%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Реализация тепла, тыс. Гкал	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541	3,541
Средняя цена электроэнергии, \$/МВт-ч	24	27	31	35	42	46	51	56	62	65	67	69
Цена на регулируемом рынке, \$/МВт-ч	24	28	30	32	36	38	39	41	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Цена на свободном рынке, \$/МВт-ч	21	23	36	40	47	51	54	57	62	65	67	69
Средние затраты на производство электроэнергии, \$/МВт-ч	21	24	26	28	31	34	37	39	41	42	43	47
Цены топлива, \$/МВт-ч	12	14	17	19	22	25	27	28	29	30	31	34
Spark spread, \$/МВт-ч	11	13	15	17	20	21	24	28	33	34	36	34
Топливная эффективность, гце/кВт	401	402	402	403	403	404	405	405	405	405	405	405
Топливный баланс												
Газ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Уголь	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Прочее	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

### Расчет PV будущего свободного денежного потока

	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П
Выручка, в том числе:	130	152	170	200	224	249	270	295	307	315	329
Электричество	87	101	114	136	152	173	189	210	218	225	232
Тепло	44	51	56	63	72	76	82	85	89	91	98
Операционные затраты	118	130	142	159	178	192	203	212	220	225	245
Топливо	45	54	60	70	83	92	95	99	102	104	116
Прочие	73	76	81	89	95	101	108	113	118	121	129
EBITDA	13	22	28	41	46	56	67	83	87	90	85
Рентабельность EBITDA, %	10%	14%	17%	20%	21%	23%	25%	28%	28%	29%	26%
Амортизация	5	7	8	8	8	8	9	9	9	10	10
EBIT	7	14	21	33	38	48	59	74	77	80	75
Рентабельность EBIT, %	6%	10%	12%	16%	17%	19%	22%	25%	25%	25%	23%
Минус: Налог на прибыль	-2	-3	-5	-8	-9	-12	-14	-18	-19	-19	-18
Минус: Капвложения	-7	-7	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-12	-12
Минус: Изменение рабочего капитала	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-1	-2	-1	-1	-1
Плюс: Амортизация	5	7	8	8	8	8	9	9	9	10	10
Свободный денежный поток	3	9	14	22	26	33	42	53	56	59	54
Коэффициент дисконтирования	1.00	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55	0.49	0.43	0.38	0.34	0.30
PV будущего FCF	3	8	11	15	16	18	20	23	21	20	16

Совокупная PV будущего FCF (кон. 2007), \$ млн. **173**

Расчет прогнозируемой цены		Расчет остаточной стоимости		Коэффициенты			
Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	300	Остаточный FCF, \$ млн.	54	Финансовые (@ FV)			
Минус: Чистый долг, \$ млн. (кон. 2006П)	19	Остаточные темпы роста	0.0%	EV/S	2.6	2.3	2.0
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.		Остаточная ставка дисконтирования	12.8%	EV/EBITDA	25.9	23.7	13.7
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	281	<b>PV остаточной стоимости, \$ млн.</b>	<b>127</b>	P/E	66.3	57.4	27.1
Кол-во обыкновенных акций, млн.	774,504			Операционные (@ FV)			
Кол-во привилегированных акций, млн.				EV/кВт уст. мощности	467	467	467
				EV/МВт	96	95	94
				EV/МВт, вкл. тепло	41	41	41
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	0.00036			WACC			
Расчет прогнозируемой цены				12.8%			

Источник: оценки "Атона"

Сергей Аринин  
arinin@atona.ru

Дмитрий Скрыбин  
skryabin@atona.ru

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

Выпуск	Объем, млн	Рейтинг	Дата погашения	Купон, %	Bid	Ask	Доходность, %	Текущая доход., %	Спрэд к UST, бп	Спрэд к России, бп	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные и муниципальные еврооблигации</b>												
Galery 13	\$175	B-/Caa1	2/3/2009	10.125	100.00	101.00	9.93	10.07	87.07	3	2.60	2.61
Абсолют Банк 09	\$200	п.г./B1/B	7/4/2009	8.75	99.65	100.30	8.75	8.75	401.62	336	1.84	1.84
Алроса 08	\$500	BB-/Ba2	6/5/2008	8.125	102.25	103.00	5.95	7.92	100.57	43	1.15	1.18
Алроса 14	\$300	BB-/Ba2	17/11/2014	8.875	114.00	114.50	6.52	7.77	175.76	87	5.54	6.33
Альфа Банк 07	\$150	BB-/Ba2/BB-	9/2/2007	7.75	100.00	100.15	5.41	7.74	-20.62	-74	0.04	0.04
Альфа Банк 08	\$250	BB-/Ba2/BB-	2/7/2008	7.75	100.75	101.25	7.00	7.67	210.24	151	1.29	1.30
Альфа Банк 15/10	\$225	B/Ba3/B+	9/12/2015	8.625	100.90	101.40	8.27	8.53	368.38	284	3.10	3.14
АльфаБанк 09	\$400	п.г./Ba2/BB-	10/10/2009	7.875	100.55	101.15	7.49	7.81	273.56	205	2.28	2.30
Банк Москвы 09	\$250	п.г./A3/BBB	28/9/2009	8	104.60	105.10	6.00	7.63	119.86	52	2.28	2.39
Банк Москвы 10	\$300	п.г./A3/BBB	26/11/2010	7.375	104.00	104.00	6.18	7.09	152.40	69	3.20	3.32
БанкМосквы 13	\$500	п.г./A3/BBB	13/5/2013	7.335	104.75	105.13	6.37	6.99	163.68	78	4.84	5.08
БанкМосквы 15/10	\$300	п.г./Baa1/BBB-	25/11/2015	7.5	103.88	103.88	6.34	7.22	168.46	85	3.18	3.31
Бин Банк 09	\$200	B-/п.г./B-	18/5/2009	9.5	100.28	100.33	9.34	9.47	464.86	398	1.92	1.93
ВБД 08	\$150	B+/B2	21/5/2008	8.5	101.60	102.10	7.00	8.35	209.79	152	1.18	1.20
Внешторгбанк 08	\$550	BBB+/A2/BBB+	11/12/2008	6.875	101.75	102.25	5.73	6.74	84.25	21	1.69	1.72
Внешторгбанк 11	\$450	BBB+/A2/BBB+	12/10/2011	7.5	106.10	106.70	5.92	7.05	134.71	38	3.79	4.03
Внешторгбанк 15	\$750	BBB/A2/BBB	4/2/2010	6.315	102.15	102.65	2.18	6.17	63.53	-6	6.57	2.59
Внешторгбанк 16€	500.00	BBB+/A2/BBB+	15/2/2016	4.25	97.75	98.10	4.48	4.34	43.16	0	7.10	6.95
Внешторгбанк 35 (put)	\$1000	BBB+/A2/BBB+	2/7/2035	6.25	101.38	101.38	6.04	6.16	114.29	-25	6.33	6.42
Вымпелком 09	\$450	BB+/Ba3	16/6/2009	10	107.50	108.13	6.41	9.28	160.47	93	2.05	2.21
Вымпелком 10	\$300	BB+/Ba3	11/2/2010	8	103.75	104.25	6.53	7.69	174.97	106	2.52	2.62
Вымпелком 11	\$300	BB+/Ba3	22/10/2011	8.375	106.75	107.50	6.59	7.82	204.10	108	3.73	4.00
Вымпелком 16	\$600	BB+/Ba3	23/5/2016	8.25	105.87	106.12	7.35	7.78	257.74	168	6.29	6.67
Газпром 07	\$500	BBB-/Baa1/BBB-	25/4/2007	9.13	101.00	101.00	4.93	9.04	-29.24	-68	0.23	0.23
Газпром 09	\$700	BBB-/Baa1/BBB-	21/10/2009	10.5	113.50	113.50	5.14	9.25	31.49	-37	2.30	2.61
Газпром 10€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	27/9/2010	7.8	110.13	110.38	4.63	7.07	66.39	0	3.14	3.46
Газпром 12€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	9/12/2012	4.56	98.25	98.25	4.85	4.64	84.76	0	5.02	4.93
Газпром 13	\$1750	BBB-/Baa1/BBB-	1/3/2013	9.63	118.38	118.38	5.98	8.13	127.50	39	4.48	5.30
Газпром 13a	\$646	BBB-/Baa1/BBB-	22/7/2013	5.625	99.69	99.69	5.75	5.64	99.95	23	2.36	2.04
Газпром 15	\$1000	BB+/A3	23/9/2015	6.5	99.35	99.85	6.56	6.53	177.99	88	6.25	6.23
Газпром 15€	1000.00	BBB-/Baa1/BBB-	1/6/2015	5.875	104.25	105.13	5.17	5.61	115.07	0	6.41	6.71
Газпром 16	\$1350	BBB-/Baa1/BBB-	22/11/2016	6.212	98.75	99.10	6.36	6.28	152.72	63	7.02	6.95
Газпром 20	\$1250	BBB+/nr/BBB	1/2/2020	7.201	104.50	104.63	6.04	6.89	127.77	41	3.71	3.88
Газпром 34	\$1200	BBB-/Baa1/BBB-	28/4/2034	8.625	125.13	125.75	6.60	6.88	162.07	29	11.68	14.65
Газпромбанк 08	\$1050	BB+/A3	30/10/2008	7.25	102.25	102.50	5.81	7.08	91.11	29	1.57	1.61
Евразхолдинг 09	\$300	BBB+/nr/BBB	3/8/2009	10.875	109.25	110.00	6.66	9.92	186.26	119	2.05	2.25
Евразхолдинг 15	\$750	BB-/B2/BB	10/11/2015	8.25	101.75	102.50	7.91	8.08	317.47	228	5.95	6.07
Зенит 09	\$200	п.г./nr/B	27/10/2009	8.75	99.85	100.05	8.61	8.75	391.03	323	2.26	2.26
КазаньОргСинтез 11	\$200	B-/na/B	30/11/2011	9.25	100.95	101.35	8.94	9.14	447.46	352	3.59	3.63
КазКоммерцБанк 14/09	\$351	п.г./B1e/B	12/5/2009	9	102.17	102.42	7.88	8.80	312.18	245	1.94	1.99
МБРР 08	\$150	п.г./B1/B	3/3/2008	8.625	101.00	101.37	7.47	8.52	257.55	200	0.97	0.98
МДМ 07_1	\$250	B+/Ba2/BB-	7/12/2007	7.5	100.35	100.75	6.82	7.46	188.24	132	0.79	0.80
МДМ 07_2	\$300	B+/Ba2/BB-	15/2/2007	6.8	100.02	100.02	6.32	6.80	81.55	30	0.05	0.05
МДМ 11	\$200	B-/Ba3/B+	21/7/2011	9.75	103.75	104.40	8.63	9.37	415.15	321	3.48	3.62
Мегафон 09	\$375	BB-/B1/BB	10/12/2009	8	103.25	104.00	6.59	7.72	181.22	113	2.45	2.54
ММК 08	\$300	BB/Ba3/BB-	21/10/2008	8	101.50	102.50	6.75	7.84	188.08	126	1.53	1.56
Москва 11	400.00	BBB+/Baa2/BBB+	12/10/2011	6.45	106.77	107.17	4.70	6.03	71.97	0	3.99	4.26
Моснарбанк 07	\$200	п.г./Baa2/BBB	5/10/2007	1.8	100.91	101.01	5.86	1.78	88.39	33	0.64	0.65
Моснарбанк 08	\$150	п.г./Baa2/BBB	30/6/2008	4.375	97.48	97.80	6.12	4.48	119.89	61	1.32	1.29
МТС 08	\$400	BB-/Ba3/nr	30/1/2008	9.75	103.25	103.75	6.12	9.42	117.01	60	0.89	0.92
МТС 10	\$400	BB-/Ba3	14/10/2010	8.375	105.37	106.00	6.62	7.92	195.14	115	3.03	3.20
МТС 12	\$400	BB-/Ba3	18/7/2016	8	104.38	105.00	6.88	7.64	233.09	136	3.85	4.03
Нижнекамскнефть 15	\$200	п.г./B1/B+	22/12/2015	8.5	100.70	101.00	8.33	8.43	369.17	279	4.79	4.83
Никоил 07	\$150	B/Ba3/nr.	19/3/2007	9	100.25	100.65	5.83	8.96	75.67	30	0.13	0.14
Номос 07	\$125	п.г./Ba3/B+	13/2/2007	9.125	100.05	100.45	3.73	9.10	-176.09	-229	0.05	0.05
Номос 09	\$150	п.г./Ba3/B+	12/5/2009	8.25	100.47	100.69	7.96	8.20	320.32	253	1.96	1.97
Номос16	\$125	nr/B1/B+	20/10/2016	9.75	101.23	101.48	9.38	9.62	493.24	398	3.52	3.57
Норникель 09	\$500	BBB-/Baa2/BBB-	30/9/2009	7.125	101.50	102.50	6.29	6.99	149.94	82	2.30	2.34
Петербург Банк 09	\$125	nr/B1e/B	25/11/2009	9.501	100.90	101.40	9.01	9.39	431.93	364	2.32	2.34
Петрокоммерц 07	\$120	п.г./Ba3/nr.	9/2/2007	9	100.00	100.30	4.56	8.99	-100.00	-156	0.04	0.04
Петрокоммерц 09	\$225	B+/Ba3	23/3/2009	8	99.80	100.30	7.97	8.00	320.45	255	1.83	1.83
Промсвязь 11	\$125	B+/Ba3/B+	20/10/2011	8.75	101.40	102.00	8.56	8.73	407.53	312	3.59	3.60
Промсвязь 12	\$200	CCC+/B1/B-	23/5/2012	9.625	102.50	103.00	9.30	9.60	484.83	387	3.85	3.86
Промсвязьбанк 10	\$200	B+/Ba3/B+	4/10/2010	8.5	101.87	102.12	7.86	8.33	323.11	243	2.95	3.01
ПСБ 08	\$300	п.г./A2/BBB	29/7/2008	6.678	101.75	101.75	5.46	6.56	52.97	-7	1.34	1.37
ПСБ 15/10	\$400	п.г./A3/BBB	29/9/2015	6.2	100.13	100.13	6.16	6.19	146.78	67	3.10	3.10
РБР 08	\$170	BBB+/Baa2	11/8/2008	6.5	100.70	101.10	5.88	6.44	95.92	36	1.37	1.38

## Рынок внутреннего долга

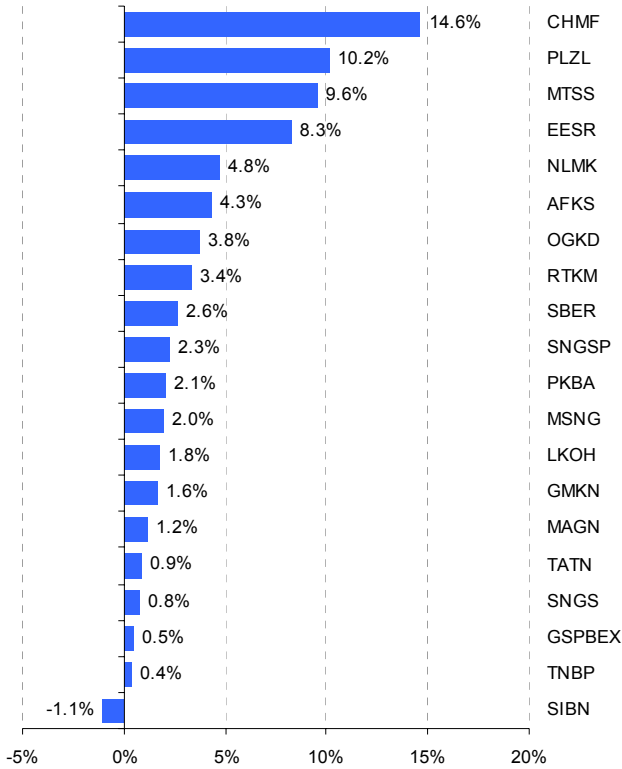
Эмитент	Выпуск, тыс.руб	Дата погашения	Дата oferty	Ставка купона	Bid	Ask	Цена	Объем торгов, тыс.руб	YTM, %	Изм., бп	Спред к ГКО/ОФЗ	Дюрация, лет	DV01, бп
<b>Корпоративные облигации</b>													
АВТОВАЗ об*	3000.00	13/8/2008	14/2/2007	9.2	100.05	100.14	100.14	0.00	6.44	(0)	69	0.05	0.05
ВТБ - 4 об*	5000.00	19/3/2009	22/3/2007	6.5	0.00	0.00	100.00	0.00	6.41	(2)	8	0.14	0.03
ВТБ - 5 об*	15000.00	17/10/2013	26/4/2007	6.2	0.00	0.00	100.00	0.00	7.21	(0)	34	0.23	0.23
ГАЗПРОМ А4	5000.00	10/2/2010		8.22	103.96	104.00	104.00	13408810.00	6.86	(0)	71	2.50	2.60
ГАЗПРОМ А5	5000.00	9/10/2007		7.58	101.00	101.20	101.17	0.00	5.92	(0)	-107	0.65	0.65
ГАЗПРОМ А6	5000.00	20/3/2009		6.95	100.51	100.69	100.65	97584008.00	6.78	0	63	2.15	2.16
ИРКУТ-03об	3250.00	16/9/2010		8.74	103.61	103.75	103.75	118947750.00	7.68	(0)	142	2.89	3.00
Лукойл2обл	6000.00	17/11/2009		7.25	100.92	101.15	100.92	0.00	7.00	(0)	-62	0.75	0.76
НКНХ-03 об*	2000.00	1/9/2007	1/9/2005	8	0.00	100.25	100.23	1503450.00	7.51	(0)	48	0.16	0.16
ОМК 1 об	3000.00	12/6/2008		9.2	101.50	102.00	101.50	0.00	8.17	(0)	252	1.21	1.23
РЖД-02обл	4000.00	5/12/2007		7.75	0.00	0.00	101.50	101501015.00	6.00	(1)	-70	0.79	0.80
РЖД-03обл	4000.00	2/12/2009		8.33	103.85	104.05	104.05	0.00	6.85	(0)	71	2.41	2.51
РЖД-04обл	10000.00	14/6/2007		6.59	100.15	100.40	100.20	20040000.00	6.12	(0)	-150	0.36	0.36
РЖД-05обл	10000.00	21/1/2009		6.67	0.00	0.00	99.95	0.00	6.81	(0)	117	1.77	1.77
РЖД-06обл	10000.00	10/11/2010		7.35	101.41	101.50	101.42	274096801.00	7.03	(0)	74	3.12	3.16
РЖД-07обл	5000.00	7/11/2012		7.55	102.50	102.65	102.65	228900300.00	7.11	(0)	86	4.43	4.55
РусАлФ-2в	5000.00	20/5/2007		8	100.00	0.00	100.25	0.00	7.25	(0)	1	0.29	0.29
РусАлФ-3в	6000.00	21/9/2008		7.2	100.00	100.24	100.01	0.00	7.31	(0)	223	1.45	1.45
РуссНефть1	7000.00	10/12/2010		9.25	98.60	98.70	98.56	262875749.00	5.19	0	487	3.22	1.59
САНОС-02об	3000.00	10/11/2009		10	104.95	105.05	105.01	0.00	8.11	(0)	197	2.28	2.40
СевСталь-1	3000.00	28/6/2007		8.1	100.50	0.00	100.55	5024484.00	6.84	(1)	-71	0.39	0.39
СибЛк-4об	2000.00	5/7/2007		12.5	102.20	102.38	102.30	410183000.00	7.18	(3)	-33	0.41	0.42
СибЛк-5об	3000.00	25/4/2008		9.2	101.95	102.05	102.10	0.00	7.52	(0)	156	1.10	1.12
ПятерочФ 2	3000.00	14/12/2010		9.3	103.30	103.45	103.40	103400000.00	8.42	0	213	3.07	3.18
Мечел 2об	5000.00	12/6/2013	16/6/2010	8.4	101.09	101.14	101.10	404923050.00	8.18	1	195	2.77	2.80
УралСвзИн4	3000.00	1/11/2007		9.99	101.00	102.40	101.60	4165000.00	7.91	(1)	104	0.69	0.70
УралСвзИн5	2000.00	17/4/2008		9.19	101.95	102.15	102.10	20400000.00	7.48	(0)	148	1.08	1.10
ФСК ЕЭС-01	5000.00	18/12/2007		8.8	101.80	102.10	102.05	177567.00	6.49	(0)	-15	0.82	0.84
ФСК ЕЭС-02	7000.00	22/6/2010		8.25	103.30	103.75	103.45	105471065.00	7.22	(0)	98	2.82	2.92
ФСК ЕЭС-03	7000.00	12/12/2008		7.1	100.40	100.55	100.47	55039509.00	6.94	(0)	147	1.66	1.67
ЦентрТел-4	5600.00	21/8/2009		13.8	114.00	114.24	114.24	137423944.00	7.73	(1)	161	2.00	2.29
ЦентрТел-5	3000.00	30/8/2011	2/9/2008	8.09	100.70	100.85	100.70	51019556.00	7.75	(0)	266	1.38	1.38
ЧТПЗ 01об	3000.00	16/6/2010	18/6/2008	9.5	102.25	102.30	102.25	0	8.36	(0)	218	1.64	0.14
ЮТК-2	1500.00	7/2/2007		10.5	100.02	100.17	100.10	100616650.00	7.35	(78)	171	0.03	0.03
ЮТК-3	3500.00	10/10/2009	9/10/2007	10.9	102.10	102.20	102.20	15707495.00	7.73	(37)	74	0.63	0.64
ЮТК-4	5000.00	9/12/2009		10	103.42	103.50	103.45	50156391.00	8.17	(8)	202	1.54	1.44
<b>Субфедеральные облигации</b>													
МГор29-об	5,000	5/6/2008		10	104.71	105.00	104.82	0.00	6.33	(1)	62	1.21	1.27
МГор31-об	5,000	20/5/2007		10	101.23	101.40	101.35	4915200.00	5.72	(0)	-152	0.29	0.29
МГор36-об	5,000	16/12/2008		10	107.30	107.50	107.50	386763511.00	5.83	(0)	33	1.66	1.79
МГор38-об	5,000	26/12/2010		10	112.10	112.29	112.22	44889000.00	6.52	(1)	23	3.15	3.15
МГор39-об	5,000	21/7/2014		10	109.63	109.79	109.71	56615249.00	6.70	(0)	29	5.35	5.87
МГор40-об	4,000	26/10/2007		10	0.00	0.00	102.50	0.00	6.71	(2)	-20	0.68	0.70
МГор41-об	5,000	30/7/2010		10	0.00	0.00	108.20	0.00	6.37	(1)	12	2.77	3.00
МГор42-об	5,000	13/8/2007		10	101.90	102.90	101.90	0.00	6.49	(0)	-80	0.49	0.50
МГор43-об	5,000	17/5/2008		10	104.40	106.00	107.00	0.00	4.53	(2)	-130	1.17	1.25
Мос.обл.3в	4000.00	19/8/2007		11	102.30	102.62	102.45	1025527.00	6.58	(0)	-68	0.50	0.52
Мос.обл.4в	9600.00	21/4/2009		11	109.15	109.63	109.70	2194.00	6.46	(0)	37	1.90	2.08
Мос.обл.5в	12000.00	30/3/2010		10	107.01	107.38	107.01	41745619.00	6.76	(1)	50	1.95	1.56
Мос.обл.6в	12000.00	19/4/2011		9	107.40	107.57	107.47	408825151.00	7.05	(0)	76	3.33	3.58

\*доходность и DV01 рассчитаны к дате oferty

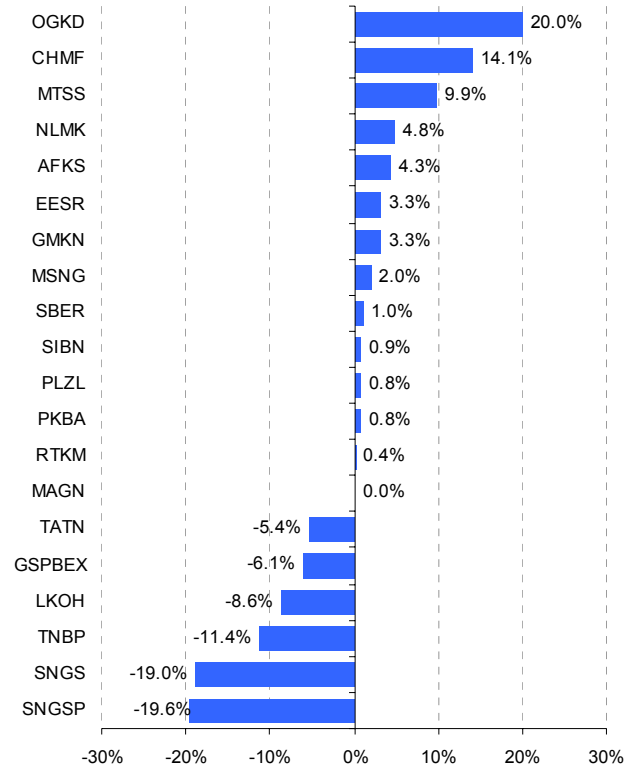
Источник: ММВБ

## РЫНОК АКЦИЙ

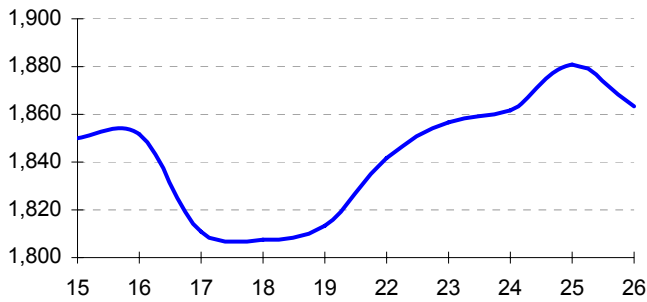
### 20 лидеров рынка – динамика за неделю



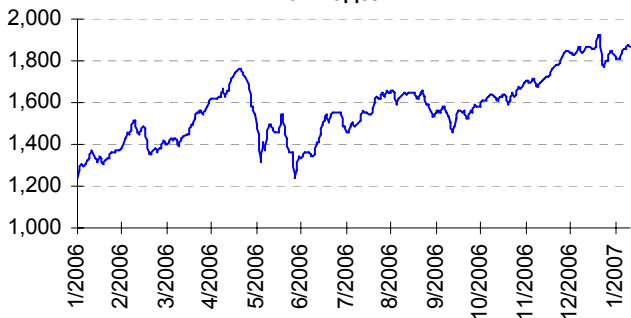
### 20 лидеров рынка – динамика в 2007 году



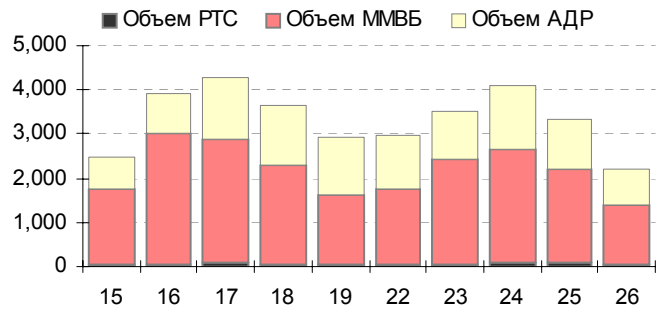
РТС за две недели



РТС 52 недели



Объем торгов (\$ млн)

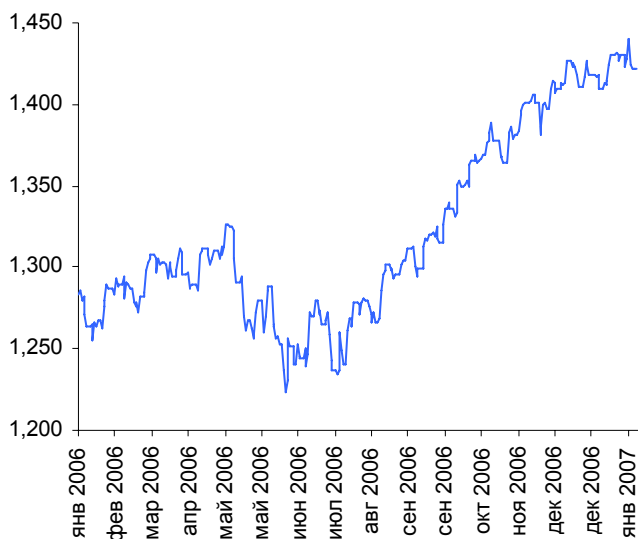


10 наиболее ликвидных акций РТС

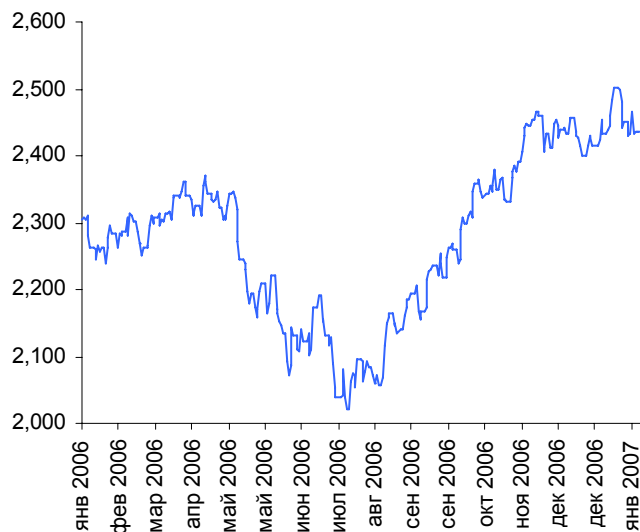
Акция	% изм.	Объем (\$ млн)
Газпром	0.5	35.1
РАО ЕЭС России	8.3	113.6
ЛУКОЙЛ	1.8	10.4
Газпром	0.9	18.7
Газпром	0.5	16.3
ЛУКОЙЛ	1.8	10.4
Северсталь	14.6	9.6
МТС	9.6	8.6
Транснефть, прив.	8.4	7.1
Ползус Золото	10.2	4.5

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

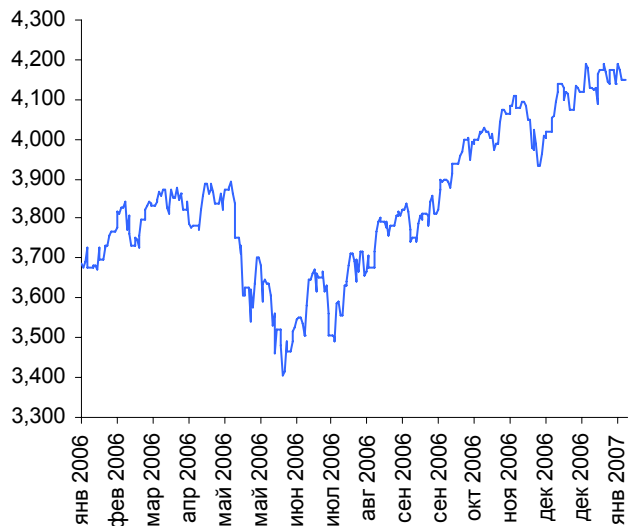
S&P 500



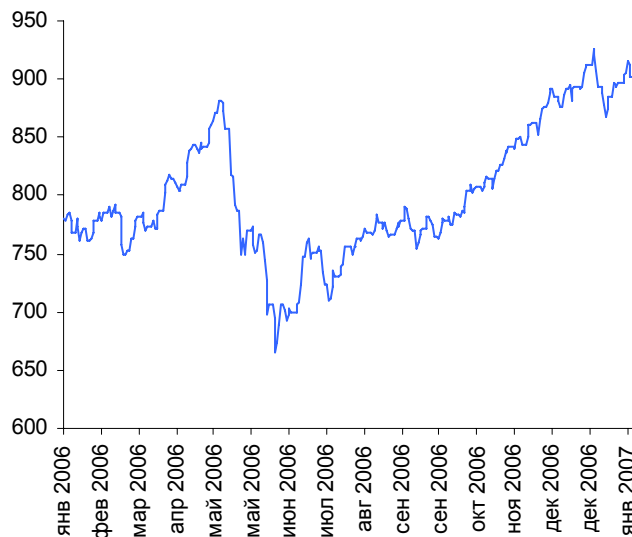
Nasdaq



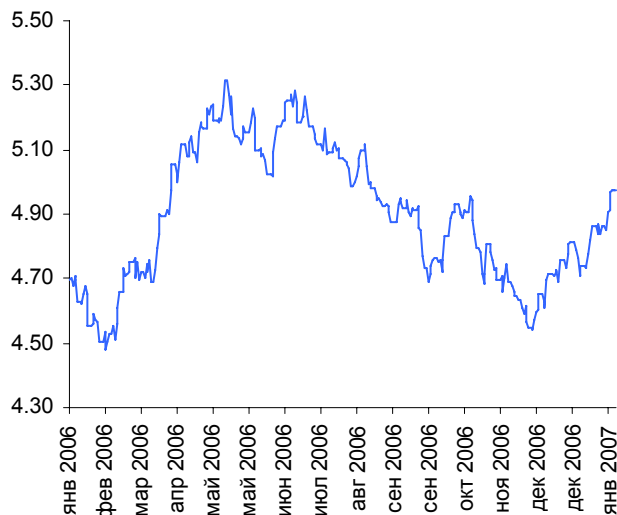
DJ Euro STOXX 50



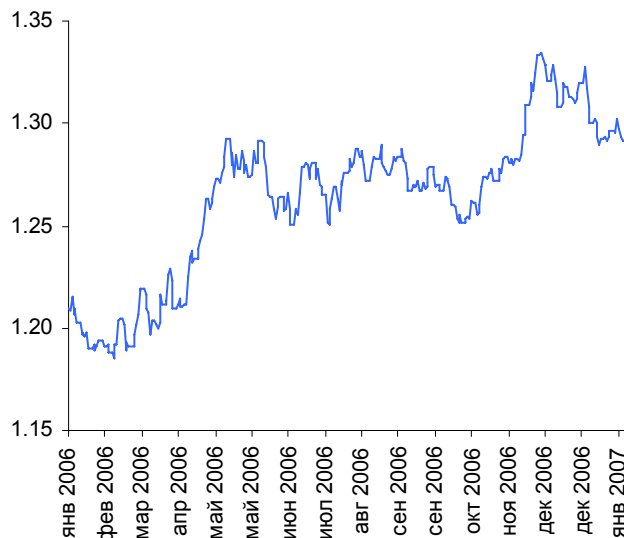
MSCI Emerging markets



Доходность 30 летних облигаций США



Курс \$/€



## ЗАО "АТОН Брокер"

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

**Трейдинг**  
Контакты:  
Мария Родионова  
rodionova@aton.ru

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

## Заявление аналитика

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

### Методология вынесения рекомендации по акциям

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

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

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

### Заявление об ограничении ответственности

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

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

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

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

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

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

**Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.**

## Aton International Ltd.

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

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

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

Контакты:  
Мария Петридис  
petridis@aton.ru

Контакты:  
Мэтью Арнольд  
arnold@atonint.com

Контакты:  
Саша Штоер  
stoehr@atonint.com

## Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street  
Suite 2530  
New York, NY 10165  
NASD/SIPC member  
+1 (212) 697-6099  
+1 (212) 697-6093, факс  
sales@AtonSecurities.com

Контакты:  
Майкл Йордан  
michael\_jordan@atonsecurities.com  
Кортни Феллоуз  
courtney\_fellowes@atonsecurities.com

### Аналитический отдел

atonres@aton.ru

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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