

# Стратегия

Июль

Quarterly Report

## Два квартала позади

RTSi	1897
Target RTSi	2230



**Аналитический отдел**  
**+7 495 785 53 36**

Настоящий отчет подготовлен компанией "Брокеркредитсервис". Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

## Содержание

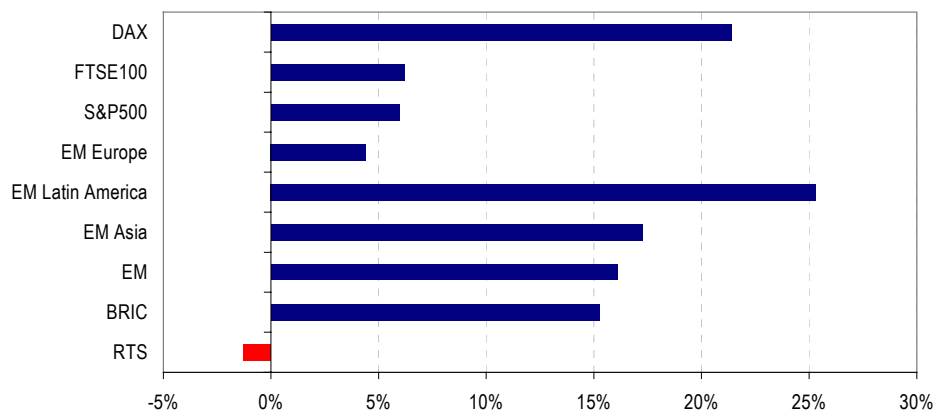
	стр
<b>Стратегия</b>	<b>3</b>
<b>Наши фавориты</b>	<b>7</b>
<b>Экономика</b>	<b>10</b>
<b>Нефть и газ</b>	<b>13</b>
<b>Металлургия</b>	<b>19</b>
<b>Энергетика</b>	<b>25</b>
<b>Потребительский сектор</b>	<b>39</b>
Продукты питания	41
Розничные сети	47
Девелопмент	50
<b>Машиностроение</b>	<b>54</b>
<b>Банки</b>	<b>60</b>
<b>Медиакомпании</b>	<b>65</b>
<b>Фиксированная связь</b>	<b>66</b>
<b>Сотовая связь</b>	<b>69</b>
<b>Производители минеральных удобрений</b>	<b>72</b>
<b>Строительство транспортной инфраструктуры</b>	<b>75</b>
Цены и рекомендации	77

## Стратегия

### Российский рынок в аутсайдерах

Второй квартал оказался достаточно сложным для российского рынка, подтвердив звание самого волатильного в году. Мощная коррекция в сторону понижения началась как раз после достижения индексом РТС исторического максимума, так и не дав ему возможность закрепиться выше 2000 пунктов. Как мы и предполагали, вопрос ликвидности оказался главным и предопределил динамику рынка. Проведение ряда масштабных IPO, вывод средств иностранными фондами, опасения снижения мировых цен на нефть и коррекции на зарубежных рынках привели к тому, что по итогам первого полугодия индекс РТС оказался явным аутсайдером.

### Динамика отдельных индексов в 1ПГ 2007



Источник: MSCI, Bloomberg, РТС

### Инвесторы засомневались в прибылях компаний

Скромная динамика российского рынка по сравнению с остальными развивающимися вполне логична, учитывая изменение оценки темпов роста прибылей корпораций. Индекс РТС наполовину определяется акциями нефтяных и газовых компаний, поэтому слабые результаты этого сектора в IV квартале 2006 года и I квартале этого года смазали картину.

### Вклад отдельных параметров в изменение индекса РТС и GEM

	GEM 1ПГ07	Россия 1ПГ07
Вклад переоценки P/E	+7.1%	-3.1%
Вклад изменения доходов	+12.2%	+3.5%
Вклад изменения обменного курса	-3.2%	-1.7%
Итого по итогам периода	+16.1%	-1.3%

Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, РТС, оценка БКС

Изменение обменного курса мы брали по отношению к доллару США за исследуемый период. Влияние его оказалось отрицательным на изменение индексов, так как доллар обесценился против корзины валют развивающихся стран.

### Переоценка P/E в отрицательную сторону

Наибольшее различие в динамике индексов было вызвано переоценкой коэффициента P/E. Частично это стало следствием понижения прогнозов темпов роста прибылей российских компаний. С другой стороны, важным фактором оказалась недостаточная ликвидность. Интересно, что кумулятивная динамика инвестиций иностранных фондов в акции развивающихся рынков в первом полугодии была пропорциональна вкладу фактора переоценки P/E.

Так, в первом полугодии в развивающиеся рынки было закачено \$0.6 млрд, тогда как из российского рынка иностранцы вывели \$0.3 млрд за этот период. Соответственно, оценка P/E развивающихся рынков повысилась на 7%, а российского — снизилась на 3%.

**Мы ожидаем роста котировок**

Во втором полугодии мы ожидаем существенного роста котировок, хотя по итогам третьего квартала, возможно, и не будет наблюдаться сильных изменений. По нашей оценке, рост индекса РТС до конца года составит более 17%, то есть индекс преодолеет отметку 2200 пунктов. Мы не исключаем, что рост котировок может быть и большим, а индекс может достичь 2500 пунктов.

В случае закрепления индекса РТС выше 1950 пунктов мы ожидаем существенного роста покупок во "втором эшелоне". Влияние внешних факторов будет менее значимым в ближайшие три месяца, в то время как акцент на корпоративные новости будет возрастать.

В отраслевом срезе среди ликвидных бумаг мы отдаем предпочтение нефтяным компаниям и банкам. Среди газовых компаний мы выделяем НОВАТЭК.

Во "втором эшелоне" мы отдаем предпочтение предприятиям машиностроения, угольным компаниям, а также нефтехимии.

**Недооцененность только увеличилась**

Российский рынок сильно недооценен по сравнению с другими развивающимися рынками. Более того, за последние полгода разрыв в коэффициентах существенно увеличился.

**Недооценка российского рынка только увеличилась**

	Div Yield	PE	PS	PBV	Profit margin	ROE
<i>на 1 января 2007</i>						
<b>GEM</b>	2.2	17.7	1.8	2.9	12%	19%
<b>Россия</b>	1.7	12.4	2.1	2.5	17%	20%
<i>на 1 июля 2007</i>						
<b>GEM</b>	2.2	18.9	2.2	2.8	12%	13%
<b>Россия</b>	1.7	12.0	2.1	2.2	17%	19%

*Источник: Bloomberg, РТС, БКС*

Мы полагаем, что до конца 2007 года дисконт российского рынка сократится, причем это должно произойти не только за счет понижения сравнительных коэффициентов развивающихся рынков, но и за счет повышения оценки России.

**Цены на нефть и металлы будут высокими**

Другим важным фактором, который поддержит наш рынок, станет благоприятная конъюнктура на мировых рынках углеводородов и металлов. Цены будут оставаться на высоком уровне, что заставит инвесторов пересмотреть свое отношение к сырьевым секторам в сторону улучшения. При этом мы полагаем, что в августе цены на нефть могут сильно скорректироваться: она может понизиться до 62-65 \$/баррель, но на непродолжительное время.

**Америка может стать препятствием роста**

Американский рынок – еще один источник опасений инвесторов. Многие инвестиционные компании ожидают снижения котировок в июле-августе, однако все едины во мнении, что по итогам полугодия рынок США закроется на позитивной территории. Несмотря на возможные инфляционные риски, ФРС вряд ли решится на еще одно повышение процентных ставок. С точки зрения статистики в год, предшествующий президентским выборам, американский рынок, как правило, показывает рост.

**Политические риски надуманы**

Сейчас много говорят о политических рисках в России, связанных с президентскими выборами в 2008 году. На наш взгляд, как таковых рисков здесь нет. Во-первых, вся риторика вокруг этих рисков очень невнятна, все ограничивается общими фразами. Во-вторых, для бизнеса по большому счету неважно, кто будет президентом, важно, какой экономический и политический курс будет проводиться в стране. В этом смысле, на наш взгляд, очевидно, что текущий курс будет продолжен. Так, даже федеральный бюджет принимается сейчас на 3 года.

**Прибыли компаний увеличатся**

Большой вклад в рост котировок должны внести финансовые результаты компаний. Прежде всего это относится к нефтяным компаниям, которые по итогам второго и третьего квартала покажут существенное увеличение операционной прибыли только на одном факте большей разницы между экспортными

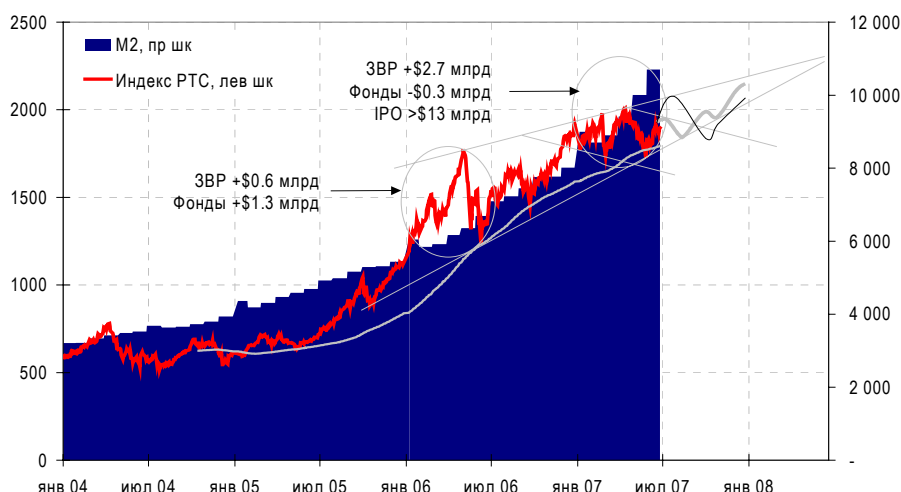
пошлинами на нефть и ценой реализации. При этом большинство из них улучшат результаты за счет органического роста. Металлургические компании должны показать результаты не хуже, чем в прошлом году. Позитивной отчетности мы ждем и от перерабатывающих отраслей, а именно от нефтехимии. Секторы, которые связаны с экономическим ростом (розничные продажи, девелопмент, банки, пищевая промышленность, телекоммуникации и т. д.), также должны улучшить свои показатели.

#### Ликвидность будет способствовать росту

Мы ожидаем притока ликвидности на российский рынок как со стороны отечественных инвесторов, так и от иностранных фондов. Недавний опрос S&P среди 150 управляющих показал: половина настроена оптимистично в отношении развивающихся рынков на второе полугодие, и только 5% выразили пессимизм. Фонды притягивают прежде всего высокие темпы роста экономик и привлекательные цены, и они все меньше беспокоятся о рисках на развивающихся рынках. Позитивный настрой фондов разделяет и МВФ, который недавно повысил прогноз темпов роста мировой экономики, и особенно развивающихся рынков. Исходя из того, что Россия торгуется с существенным дисконтом, мы ожидаем, что оптимизм управляющих во многом распространится на нашу страну.

Ситуация с ликвидностью во втором полугодии существенно улучшится из-за отсутствия масштабных размещений на рынке. За первые шесть месяцев компании привлекли средства инвесторов на сумму более \$13 млрд, что оставило остальным бумагам на вторичном рынке мало шансов на сильный спрос.

#### Денежный агрегат M2 и динамика индекса РТС



Источник: РТС, ЦБ РФ, EPFR, БКС

#### По статистике самый спокойный квартал

По статистике третий квартал является одним из самых спокойных в году, хотя август – самый волатильный месяц за весь год. Также этот квартал единственный, по итогам которого индекс РТС в среднем показывает снижение на 4%. Хотя в последние четыре года рынок завершал третий квартал ростом котировок.

Такая разношерстная динамика вызвана снижением активности инвесторов на рынке во второй половине лета. На российском рынке бывали и исключения, но в этот раз, видимо, большого объема торгов мы до сентября-октября не увидим. Таким образом, рынок в ближайшее время будет оставаться под влиянием спекулятивных факторов.

#### Сочи-2014

Определенную поддержку рынку должно оказать утверждение Сочи в качестве места проведения зимней Олимпиады 2014 года. По статистике, фондовые рынки стран, которые принимали Олимпиады, показывали рост после объявления места проведения игр. Для России, наверное, это значит сейчас немного больше: это некий дополнительный кредитный рейтинг, подтверждающий позитивную долгосрочную тенденцию развития страны. Конечно, выбор Сочи не станет



решающим фактором роста котировок, но должно быть учтено в ценах.

#### Технический взгляд

С позиций технического анализа, на наш взгляд, ситуация не внушает особых опасений. Волатильность находится на среднем уровне, а значит, российскому рынку не грозит значительная коррекция. Также отметим сильную линию поддержки на уровне 200-дневной скользящей средней.

#### Изменение индекса РТС и рискованность рынка



Источник: РТС, БКС

Несмотря на нейтральные сигналы, некоторые наблюдатели склонны видеть формирование сильной разворотной фигуры "бриллиант" с целью в районе 1300 пунктов по индексу РТС. На наш взгляд, разрешение этой фигуры серьезным падением очень маловероятно, так как возможные негативные сценарии на западных площадках уже заложены в цены. К тому же российский рынок торгуется с неоправданно большим дисконтом к другим развивающимся рынкам. Этот дисконт будет еще больше, если исключить из анализа Газпром.

#### Риски

Основные риски для российского рынка по-прежнему лежат за рубежом. Главные из них – замедление темпов роста американской экономики и инфляция на развивающихся рынках.

Угроза инфляции в США все еще сильна, а значит, вероятность повышения процентных ставок сохраняется. Это может оказать негативное влияние на прибыли корпораций и испортить всю предвыборную динамику американского рынка акций. Пока мы оцениваем этот риск как невысокий.

Ускорение инфляции на развивающихся рынках пока недооценивается инвесторами. Значительные темпы роста потребления и инвестиций в этих странах могут негативно сказаться на эффективности компаний, а также потребовать большей премии за риск со стороны фондов. Частично это нивелируется обесценением доллара против корзины основных валют, но данный фактор может оказаться недостаточным. Вкупе с повышением процентных ставок в развитых странах все это уже привело к увеличению кредитных спрэдов, которое является угрозой коррекции для продолжающих расти развивающихся фондовых рынков, так как инвесторы будут склонны платить меньше за единицу чистой прибыли. Однако для России это опасно в меньшей степени в силу значительного дисконта по коэффициенту РЕ.

Максим Шеин  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)  
 Екатерина Кравченко  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

## Наши фавориты

Второй квартал этого года выдался довольно сложным для российского рынка. Однако динамика портфеля акций, рекомендованных к покупке в предыдущей квартальной Стратегии, сложилась положительной.

### Динамика индекса РТС и рекомендуемого портфеля БКС

	IIIQ06	IVQ06	IQ07	IIQ07	TTM*	Средняя**
RTSi	+3.7%	+24.0%	+0.7%	-2.0%	+27.0%	+6.6%
Рекомендуемые акции	+13.4%	+26.3%	+13.0%	+0.4%	+62.5%	+13.3%

Источник: РТС, БКС

\*Trailing twelve months (последние 12 месяцев)

\*\*средняя доходность за квартал

**Рекомендованные акции вновь показали динамику лучше индекса РТС**

В результате наших рекомендаций удалось вновь обогнать индекс РТС.

По итогам второго квартала из десяти рекомендованных акций прирост стоимости показало шесть бумаг.

### Динамика индекса РТС и рекомендуемых акций

тикер	название	изменение
KZOS	Казаньоргсинтез	-9.1%
NVTK	НОВАТЭК	-9.5%
EESR	РАО ЕЭС России	1.0%
VTBR	Внешторгбанк	1.3%
SBER	Сбербанк	9.9%
OIVS	Открытые инвестиции	-3.7%
MGNT	Магнит	1.5%
GMKN	ГМК Норильский никель	13.6%
PMTL	Полиметалл	-11.4%
KRKO	Красный котельщик	10.5%
	Портфель рекомендованных акций	<b>0.41%</b>
RTSi		<b>-1.96%</b>

Источник: РТС, БКС

**Мы выделяем следующие перспективные, на наш взгляд, акции на третий квартал.**

Эмитент	Тикер	Ценовой ориентир, \$	потенциал роста	комментарий
<b>ЛУКОЙЛ</b>	<b>LKOH</b>	<b>92.46</b>	<b>21%</b>	После коррекции акции стали привлекательны для покупки. Рынок еще не учел ожидаемые сильные результаты за второй и третий кварталы этого года, а также альянс компании с Газпромом.
<b>НОВАТЭК</b>	<b>NVTK</b>	<b>7.493</b>	<b>47%</b>	Компания покажет сильное увеличение прибыли по итогам второго квартала. Также мы считаем, что рынок слишком сильно отреагировал на идею государства повысить НДС для производителей газа.
<b>Удмуртгеология</b>	<b>udmg</b>	<b>64.00</b>	<b>146%</b>	Перспективная компания из сектора услуг по геологоразведке и бурению. Много акций в свободном обращении. Катализатором роста котировок в секторе послужит создание новой компании Kungur, а также консолидация активов в этом сегменте.
<b>Дальсвязь</b>	<b>ESPK</b>	<b>5.700</b>	<b>12%</b>	Самая недооцененная акция среди операторов фиксированной связи с большим запасом роста.
<b>Банк Возрождение</b>	<b>vzrz</b>	<b>73.70</b>	<b>21%</b>	Хорошая база, опережающие среднерыночные темпы развития бизнеса банка, а также выбранная стратегия, соответствующая тенденциям в банковском секторе, способствуют тому, что бумаги Возрождения выглядят привлекательными для инвестиций. Успешно проведенное в текущем году размещение дополнительного выпуска акций банка благоприятно скажется на ликвидности бумаг на рынке. Мы ожидаем, что в будущем Возрождение продолжит наращивать темпы роста финансовых показателей, а также улучшать эффективность своей деятельности, сокращая издержки.
<b>Сбербанк</b>	<b>SBER</b>	<b>4125</b>	<b>6%</b>	Сбербанк остается одним из наших фаворитов в банковском секторе. Наша текущая оценка справедливой стоимости для обыкновенных и привилегированных акций банка составляет соответственно \$4125 и \$70. В третьем квартале мы планируем пересмотр целевой стоимости акций банка в сторону повышения.
<b>Выксунский мет завод</b>	<b>vsmz</b>	<b>1719</b>	<b>9%</b>	Выксунский металлургический завод имеет перспективы роста по двум причинам. Первая – это высокая эффективность компании, а вторая – рост спроса на трубы различного сортамента, в частности со стороны нефтегазовой отрасли на трубы большого диаметра.
<b>Норильский Никель</b>	<b>GMKN</b>	<b>299.9</b>	<b>38%</b>	Несмотря на 20-процентную коррекцию цен на никель на Лондонской бирже, акции ГМК "Норильский никель" по-прежнему остаются недооцененными рынком. Норникель является диверсифицированным производителем, т. е. имеет поддерживающую "подушку" в виде других промышленных металлов (палладий, медь, платина и т. д.). Также стоит отметить, что текущие цены на никель остаются в рамках нашего прогноза среднегодовой цены на металл и не являются основанием для пересмотра справедливой цены компании.
<b>Красный Котельщик</b>	<b>KRKO</b>	<b>1.450</b>	<b>39%</b>	Мы ждем роста выручки Красного котельщика более чем в два раза по итогам этого года. К тому же мы надеемся, что летом предприятие получит заказы от российских энергокомпаний в рамках масштабной программы РАО ЕЭС по модернизации отрасли.
<b>Новойл</b>	<b>nunz</b>	<b>1.328</b>	<b>31%</b>	Частичный возврат в госсобственность акций компаний башкирского ТЭКа должен позитивно сказаться на котировках. Компания остается одной из самых недооцененных в своем сегменте.
<b>Курганмашзавод</b>	<b>kmza</b>	<b>1.560</b>	<b>56%</b>	Его акции недооценены по сравнительным финансовым коэффициентам на 50% по сравнению с аналогичными предприятиями отрасли. В начале июня предприятие подписало с Минобороны контракт на три года на \$250 млн на производство БМП. В ближайшие три года показатели завода будут расти за счет увеличения объемов гособоронзаказа и крупных экспортных контрактов.



Северсталь-авто	svav	35.80	6%	Выручка Северсталь-авто по итогам 2006 года выросла на 31%, до \$1.231 млрд, а в этом году компания намерена повысить ее на 46%, до \$1.8 млрд. Она делает ставку на сборку корейских, европейских и японских легковых и малотоннажных грузовых автомобилей.
Мостотрест	mstt	526.0	51%	В отрасли транспортного строительства мы выделяем компанию Мостотрест. На текущих уровнях Мостотрест торгуется с существенными дисконтами к аналогичным иностранным компаниям, ее акции самые ликвидные, а обороты – самые большие в индустрии. Выгодные альянсы с конкурентами позволяют ей сформировать высокодоходный портфель заказов. Дополнительным плюсом является курс менеджмента на увеличение капитализации компании.
Балтика	PKBA	55.30	18%	В связи с неблагоприятной конъюнктурой на фондовом рынке, а также большим числом IPO в секторе в стоимости акций Балтики не отражены положительные новости прошлого квартала, и в первую очередь сильная отчетность за квартал. При этом мы ожидаем, что результаты первого полугодия также будут носить положительный характер.
Магнит	MGNT	57.50	31%	Акции компании торгуются значительно ниже нашего ценового ориентира. Сохранение высоких темпов роста продаж и быстрое развитие собственной системы дистрибуции могут обеспечить сильные данные по результатам 2007 года. Значительная часть магазинов Магнит находится в Южном ФО, куда в ближайшие несколько лет будут направлены значительные инвестиции, что приведет к росту расходов населения в этом регионе, а соответственно, и к росту дохода на 1 кв. м в торговых сетях.
РАО ЕЭС	EESR	1.630	20%	Во втором квартале акции РАО ЕЭС не оправдали наших ожиданий, что мы в большой степени связываем с общей коррекцией на фондовом рынке. В следующие три месяца поддержкой для бумаг энергохолдинга станет фактическое выделение ОГК-5 и ТГК-5, а также объявление коэффициентов конвертации для ГидроОГК, МРСК и ФСК. Кроме того, стало известно, что менеджмент РАО не намерен продавать свои акции после реализации опциона, а собирается держать их до разделения. Наконец, в некоторой степени "невольным" поддерживающим фактором станет закрытие реестра для собрания 28 сентября, на котором будет решаться вопрос об окончательной реорганизации РАО ЕЭС. Инвесторам, заинтересованным в получении акций всех "дочек" РАО, следует не только принять участие в этом собрании, но и голосовать за реорганизацию. Широкий спрэд между обыкновенной и привилегированной акциями РАО ЕЭС предполагает большую инвестиционную привлекательность "префов" энергохолдинга.
Кубаньэнерго	KUBE	48.40	44%	Акции Кубаньэнерго получили долгосрочную поддержку после избрания Сочи местом проведения Олимпиады-2014. Изношенные распределительные сети региона придется отстраивать чуть ли не заново, чтобы "во всеоружии" встретить рост энергопотребления, и без того являющийся одним из самых высоких в России. В нашем расчете справедливой стоимости акций энергокомпании мы учитывали консервативный прогноз роста инвестиционных вложений Кубаньэнерго и поступлений от платы за технологическое присоединение.

## Экономика

### Экономика радует правительство

Макроэкономические параметры выглядят довольно оптимистично и опережают правительственные прогнозы. Результаты за первую половину года даже заставили пересмотреть в сторону повышения некоторые ключевые ориентиры. Так, Минфин повысил прогноз роста ВВП России в 2007 году в сторону увеличения – с 6.5% до 6.7%, – что является позитивной новостью и хорошей поддержкой для фондового рынка.

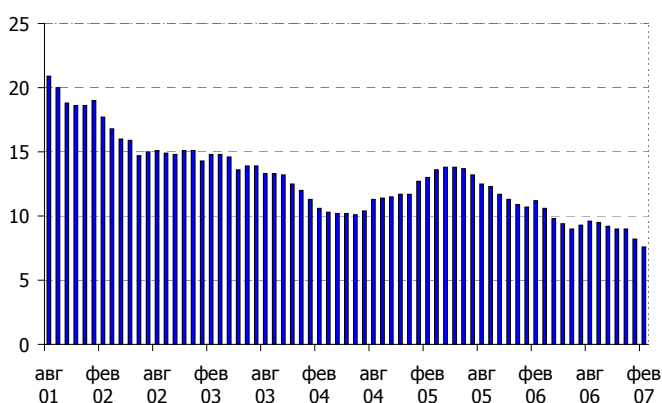
Позитивный признак российской экономики – более быстрый темп роста в обрабатывающей промышленности. Так, в мае он составил 9.4% по отношению к аналогичному периоду прошлого года (в апреле прошлого года данный показатель составлял 7%, однако в апреле 2007 года он достигал 12.5%). Именно обрабатывающая промышленность обеспечила главный прирост ВВП: объемы производства за пять месяцев этого года увеличились на 11.9%.

В сфере добычи полезных ископаемых темпы роста являются невысокими – всего 2%, при этом темп роста добычи нефти составляет 3.2%, газа – 0.2%. Замедление темпов роста в добыче соответствует планам правительства по увеличению диверсификации экономики.

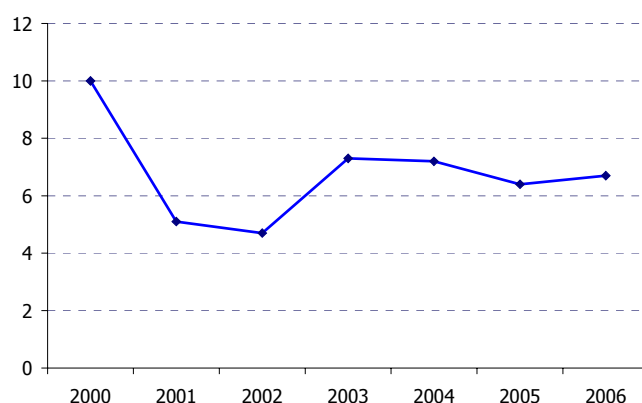
Рост российского ВВП в мае составил 7.2%, а за первые 5 месяцев он достиг 7.7%. Рост промышленного производства в мае – 6.7%, за 5 месяцев – 7.4%. Стоит отметить, что в апреле в промышленности был отмечен некоторый спад. Однако в мае рост возобновился. В сфере сельского хозяйства рост по итогам пяти месяцев составил 2.5%. Быстрыми темпами растет розничная торговля: за 5 месяцев – 14%. Строительная индустрия выросла на 5.2% за тот же период. Довольно высокие темпы роста демонстрирует экспорт: 8.7% за 5 месяцев. Однако темпы роста импорта – гораздо выше: за тот же период – на 40.1%.

Отмечен беспрецедентный рост инвестиций в основной капитал – 20.8% за пять месяцев. Реальная зарплата россиян повысилась на 17.9%. Реальные доходы – на 12%.

### Инфляция



### Темпы роста ВВП



Источник: Центробанк, МЭРТ

### Резервы пошли на убыль

После долгого периода триумфального шествия золотовалютные резервы прекратили свой рост. На конец июня их объем составил \$406 млрд. При этом за неделю до этого объем резервов был на \$600 млн больше.

В целом статистика за полугодие по резервам выглядит более чем оптимистично:

их рост составил \$102 млрд.

Еще в июне банк России пересмотрел прогноз по чистому притоку частного капитала в РФ в 2007 году в сторону увеличения до \$70 млрд.

"Чистый приток частного капитала может составить \$70 млрд, что связано с ожидаемым увеличением объема публичного размещения акций российскими компаниями", – говорится в проекте "Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год", одобренных советом директоров Центробанка в июне.

При сохранении складывающихся в январе-мае 2007 года экономических тенденций годовой прирост денежной массы и денежной базы может оказаться выше, чем было предусмотрено в "Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2007 год". По мнению специалистов Центробанка, это дает основание повысить оценку годового прироста денежного агрегата М2 (денежная масса) до 37-39%, а прогнозируемую величину денежной базы в узком определении на конец 2007 года – до 4.087 трлн руб.

Главной причиной более быстрого прироста годовой денежной массы Центробанк считает рост чистых иностранных активов органов денежно-кредитного регулирования. На начало июня их темп прироста составлял 55.4%, что является рекордным уровнем. Другая причина более быстрого роста денежной массы – это прирост требований банковского сектора к нефинансовым организациям и населению (49.4% против 45.6% в 2006 году).

Столь сильный рост денежной базы справедливо подогревает опасения по увеличению инфляции. Тем не менее в Центробанке обещают удержать прирост потребительских цен в пределах 8% в этом году.

И все же июньские результаты несколько смазали радужные ожидания и разочаровали правительство. Индекс потребительских цен достиг 1%. В совокупности за первое полугодие 2007 года рост потребительских цен составил 5.7%, таким образом, в годовом исчислении он уже перешагнул отметку 8.5%, выйдя за рамки плановых показателей Центробанка в 7.5-8%. Столь высокий уровень инфляции наблюдался лишь в 2001 году.

Одна из основных причин ускорения инфляции – чрезмерно быстрый рост денежной базы. Тем не менее в Центробанке рассчитывают, что этот показатель снизится с 60% до 37-39%. Ожидания оправданны, если учесть, что более быстрый рост денежной массы был связан с притоком капитала, который, в свою очередь, был простимулирован распродажей активов ЮКОСа и IPO ВТБ и Сбербанка.

## Радужные прогнозы

На 2008 год прогнозы более оптимистичны. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2008 год предполагают, что инфляция должна снизиться до 6-7% в 2008 году и до 5-6% – в 2010 году.

Как прогнозируют в Центробанке, прирост валютных резервов в 2010 году сократится. И, таким образом, рост чистых иностранных активов перестанет служить основным источником увеличения денежного предложения. В итоге дисбаланс между спросом и предложением на внутреннем валютном рынке сократится, и Центробанк сможет снизить свое присутствие на валютном рынке.

"Основные направления денежно-кредитной политики" предполагают три варианта макроэкономического развития в 2008 году. Первый вариант строится на том, что цена нефти составит \$44 за баррель, а рост ВВП – 5.4%. В этом случае инвестиции в основной капитал возрастут на 10%, а реальные располагаемые денежные доходы населения увеличатся на 7.2%.

Согласно второму сценарию, стоимость нефти составит \$53 за баррель, а рост ВВП будет выше – 6.1%. Инвестиции в основной капитал и реальные денежные доходы населения в этом случае также увеличатся больше – на 11.9% и 9.1%

соответственно.

Третий сценарий – самый оптимистичный. Цена нефти составит \$62 за баррель. Рост ВВП – 6.7%. Инвестиции в основной капитал и реальные располагаемые доходы увеличатся на 13.2% и 10.6% соответственно.

Напомним, что средняя цена на нефть за 5 месяцев составила \$58.

#### Правительство перестраховывается

Основной особенностью утвержденного Госдумой бюджета на 2008-2010 годы является сближение уровня доходов и расходов. В 2010 году бюджет уже будет не профицитным. Таким образом, правительство перестраховывается на случай снижения цен на товарных рынках в целом и сокращения притока капитала в страну, что является, с одной стороны, вполне оправданной стратегией. С другой стороны, в случае, если доходы окажутся выше, оно сможет более свободно маневрировать средствами, однако эффективность расходования дополнительных средств представляется нам сомнительной. Все это может опять увеличить денежный навес над экономикой и усилить существующие диспропорции.

На сегодняшний день сальдо торгового баланса остается положительным: в мае этот показатель составил \$51 млрд. За 5 месяцев профицит федерального бюджета достиг 770 млрд руб.

Краткосрочные ориентиры выглядят довольно позитивно. В целом показатели первой половины года более оптимистичные, чем прогнозировалось, что является хорошей опорой для фондового рынка и стимулирует рост инвестиций.

Максим Шеин  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)  
Екатерина Кравченко  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

## Нефть и газ

### Цены перешагнули \$70/баррель

Второй квартал был примечателен тем, что цены на нефть пробили психологически важный рубеж в \$70 за баррель и в течение 1.5 месяцев двигались в коридоре \$68.0-71.8 за баррель.

Причин сдвига нефтяных цен вверх несколько. Во-первых, запасы топлива в США и уровень переработки на американских НПЗ опускались до минимумов 5- и 9-летней давности соответственно. Это в разгар автомобильного сезона действовало на рынок как холодный душ и спровоцировало страх нехватки топлива. Вторым фактором напряженности была Нигерия, пятый по значимости поставщик нефти в США: забастовки и ограничения поставок со стороны крупнейших работающих там компаний прибавляли ценам \$1-2. Кроме того, в июне ожидалась перебои с поставками сырья на мировой рынок из-за урагана "Гону", обрушившегося на Аравийский полуостров (он мог создать проблемы с судоходством через Ормузский пролив, где транспортируется танкерами 25% всей экспортируемой в мире нефти).

### Динамика мировых цен на нефть (Dated Brent)



Источник: Bloomberg

### Низких цен на нефть мы уже не увидим

С точки зрения спроса на сырье нефтяной рынок выглядит довольно уверенно. Международное энергетическое агентство пересмотрело в сторону увеличения прогноз на вторую половину года. К тому же пик спроса на нефтепродукты в июле-сентябре будет поддерживать цены на высоком уровне, что сохранит высокие котировки нефтегазового эшелона.

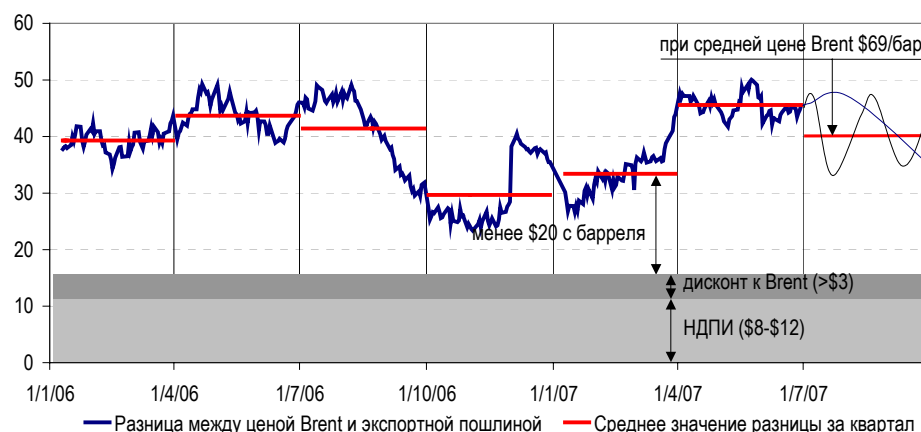
Высокие цены будут работать на укрепление позиций российских нефтегазовых компаний, и у них есть все основания улучшить свою фундаментальную привлекательность. При снижении нефтяных цен, которое наблюдалось в первом квартале, инвесторы немного запаниковали. Они предпочитали продавать акции нефтегазового эшелона, в особенности государственных компаний, и перекладываться в секторы, более защищенные от изменений конъюнктуры на внешних рынках. Сейчас, когда цены идут вверх, инвесторы вновь возвращаются в отрасль.

### Впереди приятные новости

По итогам второго и третьего кварталов нефтяные компании должны показать существенно лучшие результаты. Это касается прежде всего тех, у кого доля доходов от экспорта нефти наиболее высока. Механизм установления экспортных пошлин на нефть в России выгоден для нефтяников при низкой волатильности мировых цен на нефть, а также в случае роста стоимости "черного золота". Резкий возврат котировок нефти в конце первого квартала на уровни выше \$70/баррель сделал компаниям щедрый подарок, который поможет им по итогам года показать обнадеживающие результаты. Разница между экспортной стоимостью реализации и налогами выросла в полтора раза во втором квартале, а в третьем может удержаться на среднем уровне 2006 года даже в случае

снижения котировок нефти.

### Второй и третий квартал выравнивают ситуацию



Источник: Bloomberg, Минпромэнерго, МЭРТ, ФНС, БКС

### Результаты нефтяников будут радовать

На третий квартал экспортные пошлины уже известны. При прогнозе финансовых показателей мы исходили из средней цены за квартал на уровне \$69/баррель. Это несколько выше консенсус-прогноза, однако отражает реалии последних дней.

В результате во втором квартале российские нефтяные компании смогут совокупно увеличить операционную прибыль более чем на \$4 млрд только за счет налогообложения экспорта. Для отдельных компаний эффект будет различаться в зависимости от доли экспорта в выручке.

### EBITDA некоторых российских нефтяных компаний, \$ млн

	ЛУКОЙЛ	Роснефть	Сургутнефтегаз
IQ07	2423	1433	1271
IIQ07* (оценка)	3127	2261	1849
<b>Дополнительно</b>	<b>704</b>	<b>828</b>	<b>578</b>
Увеличение за счет более низких налогов (второй кв./первый кв.)	29%	58%	45%
IQ06	2749	1912	1974
IIQ06	3624	2253	1989
доля экспорта	42%	51%	49%

Источник: компании, БКС

\*только за счет более низких экспортных пошлин

Как видно из таблицы, благоприятное соотношение экспортных пошлин и мировых цен на нефть не во всех случаях является достаточным условием для того, чтобы повысить прибыль по сравнению со вторым кварталом 2006 года. От компаний также требуется органический рост, который зависит от темпов увеличения добычи, параметров переработки, а также контроля над операционными издержками.

### Рынок еще не заложил в цены позитивные отчеты

На наш взгляд, рынок еще не заложил в цены позитивные корпоративные отчеты нефтяников. Это связано как с общей нервозностью вокруг вопроса о динамике мировых цен на нефть, так и с относительной отдаленностью публикации квартальных результатов, которая ожидается только в сентябре.

В секторе газовых компаний мы также ожидаем оживления, особенно это касается акций НОВАТЭКа. Решение о повышении НДС по газовым компаниям откладывается на 2008 год и, на наш взгляд, не будет принято вообще, так как государство не только получает солидный выигрыш от опережающего роста тарифов на транспортировку газа, но и объективно заинтересовано в наращивании добычи независимыми производителями газа. Россия выдала много экспортных обещаний в отношении "голубого топлива", однако внутреннее



потребление продолжает рост, и закрывать все увеличивающиеся потребности только газом Газпрома страна не сможет.

В секторе акций геологических компаний мы также ожидаем роста активности инвесторов, так как многие из них после снижения во втором квартале стали привлекательны для покупки. Этот сектор сильно зависит от нефтяных компаний, поэтому скорректировался вместе с ними. С фундаментальной точки зрения сектор остается очень сильным, так как нефтяники планируют в ближайшие годы более чем в два раза увеличить расходы на бурение, модернизацию оборудования, капремонт скважин и освоение новых районов. Дополнительным катализатором роста станет создание новой компании – Kungur Holding Company. Все это подтверждает перспективность сектора и обещает в обозримом будущем серию слияний и поглощений.

Мы полагаем, что провальный второй квартал сектора дает хорошую возможность для вхождения в рынок и наращивания длинных позиций по нефтяным акциям. **Мы выделяем на третий квартал как наиболее перспективные акции ЛУКОЙЛа, НОВАТЭКа, ТНК-ВР, Новойла, Уфанефтехима и Удмуртгеологии.**

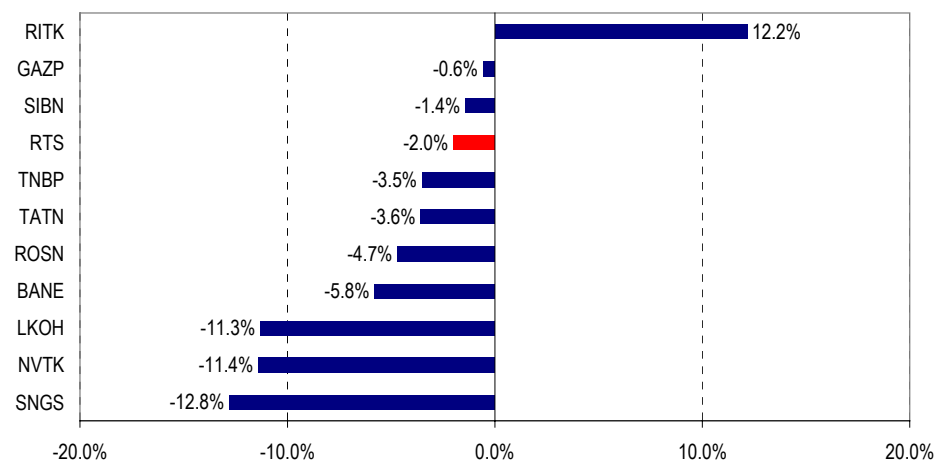
**Во втором квартале  
нефтегазовый сектор  
спикировал**

Несмотря на общий рост цен на сырье, второй квартал не слишком благоволил российскому рынку в целом и эшелону нефтегазовых компаний в частности. К тому же акции нефтегазового эшелона еще в середине прошлого года перестали быть гаванью для инвесторов, и негативная отчетность за четвертый квартал прошлого года значительно поубавила оптимизма участникам рынка.

И хотя отчетность нефтяных компаний за первый квартал этого года оказалась существенно лучше, чем за четвертый квартал прошлого, диспропорция между экспортными пошлинами и ценами сохранялась и в начале 2007 года, что повлияло на финансовые показатели. Напомним, что в январе цены на нефть достигали минимумов в \$51.7 за баррель. И хотя затем они вернулись на прежние высокие рубежи, зимний провал котировок и высокие экспортные пошлины сильно подпортили статистику нефтегазовых компаний.

Основные фишки нефтегазового сектора по итогам квартала показали негативную динамику. Сильное падение продемонстрировали бумаги Сургутнефтегаза, подешевев на 12.8%. Не лучше результаты у ЛУКОЙЛа и НОВАТЭКа: акции компаний потеряли в цене 11.3% и 11.4% соответственно. На опасениях возможного ввода НДС, который в первую очередь ударит по независимым производителям газа, акционеры НОВАТЭКа решили избавиться от бумаг и дожидаться решения в стороне.

#### Изменение котировок нефтяных компаний во II квартале



Источник: РТС

Падение бумаг ЛУКОЙЛа и Сургутнефтегаза в основном связано со слабыми отчетностями, в первую очередь по рентабельности компаний ударили дешевая

нефть и высокие пошлины. Положительные новости о приобретениях и росте запасов позволили акциям Роснефти удержаться от серьезного снижения, но ожидания падения прибыли все же сказались на их стоимости.

Так, Роснефть в первом квартале зафиксировала снижение прибыли почти на 25% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года при росте выручки более 12%. Перспективы Роснефти выглядят пока довольно туманными: компания обещала предоставить стратегию развития и инкорпорирования активов ЮКОСа в июле. Теперь эти планы отодвинуты на октябрь, что повышает неопределенность относительно будущего развития компании.

#### Любимчики рынка

У традиционного лидера отрасли ЛУКОЙЛа выручка упала на 35% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года – до 115.2 млрд руб. Главной причиной сокращения выручки, помимо общих для всех без исключения российских нефтяных компаний, стало снижение объемов реализации нефтепродуктов: нефтеперерабатывающие предприятия получили функции экспортеров. В планах ЛУКОЙЛа – выделение низкорентабельных месторождений в отдельную компанию. Кроме того, компания намерена использовать объявленные акции для финансирования новых крупных приобретений.

ЛУКОЙЛ активно идет в последнее время на создание альянсов. Компанией подписаны соглашения с правительством Татарии на реализацию проектов по геологоразведке и с Газпром нефтью – о создании совместного предприятия. Газпром нефти при этом отводится 51% СП, ЛУКОЙЛу – 49%. Это позволит ЛУКОЙЛу получить доступ к месторождениям, на которые претендуют только госкомпании. Данный позитивный момент еще не заложен в цены компании.

Самое существенное снижение прибыли показал Сургутнефтегаз: прибыль компании упала в 2.6 раза – до 8.084 млрд руб. Причины те же, что и у всех, – высокие экспортные пошлины и укрепление рубля. Тем не менее компания намерена наращивать рентабельность бизнеса путем увеличения переработки нефти до 36 млн т в год. Для этого будет построен новый нефтеперерабатывающий завод Кириши-2, что повысит норму прибыли компании и позволит ей эффективно использовать свободные денежные средства, объем которых за прошлый год вырос на 22.2% и достиг, таким образом, \$18.5 млрд.

Компания обладает хорошими финансовыми резервами, тем не менее, как и прежде, предпочитает хранить ресурсы "мертвым грузом", что сильно тормозит ее развитие. Кстати, еще один факт, на который инвесторам стоит обратить внимание: Сургутнефтегаз стал скупер в расчетах с акционерами – объем дивидендных выплат за 2006 год составит 24.4 млрд руб., что на треть ниже, чем годом раньше. С другой стороны, если он в будущем решит направить средства на развитие, это поднимет его в рейтинге российских компаний и сделает привлекательным активом для вложения средств.

Правда, еще одним негативным признаком являются производственные планы Сургутнефтегаза: по заявлениям его представителей, он намеревается в этом году увеличить добычу нефти лишь на 0.9%, до 66.2 млн т, а также сократить добычу газа на 4% – до 14 млрд куб. м. Тем не менее в компании заверяют, что озвученные цифры носят консервативный характер. С учетом фактора строительства новых перерабатывающих мощностей отсутствие роста добычи выглядит нейтральным и оправданным фактором.

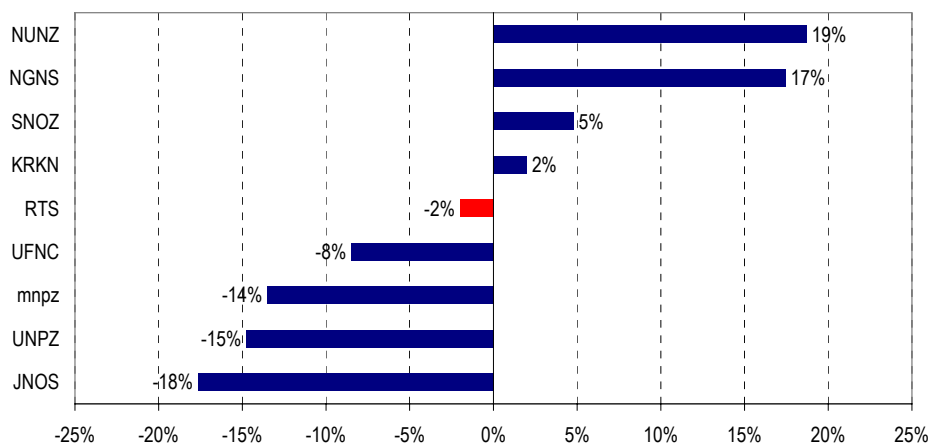
#### Поставки нефти на переработку в России, млн т

Место	Компания	Объем поставок с начала 2007 года
1	ЛУКОЙЛ	17.1
2	Роснефть	10.8
3	Сургутнефтегаз	8.6
4	ТНК-ВР	8.4
5	Газпром нефть	8.7
6	Башнефть	2.8
7	Русснефть	3.0
8	Татнефть	0.7

**Снижение котировок и рост цен на нефть создали недооцененность в нефтегазовом эшелоне, чем и воспользуются инвесторы в ближайшие месяцы**

Несмотря на общее ухудшение финансовых показателей, в конце прошлого года и начале этого в нефтегазовом секторе были и приятные исключения. В плюсе закончили некоторые нефтеперерабатывающие заводы, их акции продолжают сохранять свою привлекательность. Учитывая рост спроса на нефтепродукты в стране и сохранение цен на высоком уровне, флагманы нефтепереработки, увеличивающие выпуск продукции и наращивающие инвестиции в свои производственные мощности, имеют хороший потенциал для роста в целом. Однако инвестирование в сектор нефтепереработки должно быть избирательным.

#### Изменение котировок НПЗ во II квартале



Источник: РТС

#### НОВАТЭК смотрится уверенно

Весьма уверенно в нефтегазовом эшелоне смотрится НОВАТЭК. Благодаря озвученным производственным ориентирам, росту спроса на газ и хорошим взаимоотношениям с Газпромом компания имеет шанс и далее столь же уверенно наращивать свою инвестиционную привлекательность.

#### У нефтехимии хороший потенциал

По нашим оценкам, хороший потенциал роста у компаний нефтехимии, и в частности у Сибура, который демонстрирует хороший темп роста объемов продаж и выручки, а также увеличение линейки продуктов. Он, кстати, как раз порадовал рынок результатами за 2006 год. Чистая прибыль компании увеличилась почти вдвое. По рентабельности же Сибур значительно обошел лидеров европейского рынка. Одно из новых направлений его экспансии — рынок минеральных удобрений, который является весьма прибыльным; однако деталей возможного расширения активности в этой сфере компания пока не обнаружит. Тем не менее, учитывая динамику роста рынка минеральных удобрений и спрос на эту продукцию, мы считаем, что экспансия позитивно отразится на бизнесе компании и увеличит ее диверсификацию.

#### ТНК-ВР наконец-то решила вопрос с Ковыктинским месторождением

Одно из важных событий — разрешение многолетнего конфликта компании ТНК-ВР, связанного с одним из ее основных активов — Ковыктинским месторождением. В конце июня конфликтующие стороны — Газпром и ТНК-ВР — подписали соглашение о сотрудничестве, в соответствии с которым Газпром выкупит у ТНК-ВР 62.89% акций Русиа Петролеум. Договор предполагает, что стороны создадут совместное предприятие с активами стоимостью \$3 млрд в течение года. Однако детали сделки пока неизвестны: в настоящий момент стороны, судя по всему, формируют перечень активов, которые могут быть внесены в СП. Разрешение конфликта и альянс с монополией позволят ТНК-ВР укрепить свои позиции на фоне конкурентов и упростить систему ведения бизнеса в России.

#### Газпром рассчитывает на высокие цены

Газпром тем временем готовится поставить в этом году новый рекорд по росту своей экспортной выручки, даже несмотря на аномально теплую погоду. Напомним, что в 2006 году экспортная выручка увеличилась на 42.5% — до \$37.2 млрд куб. м. При этом экспорт газа в страны Западной Европы вырос на 2.8% — до 151.1 млрд куб. м. Главная причина роста выручки — повышение средних цен реализации газа в Западную и Центральную Европу до \$260.7 за тысячу кубометров. Прогнозные параметры цен на газ и рост объема поставок

позволяют предположить, что результаты Газпрома окажут серьезную поддержку акциям монополии, хотя принципиально бизнес-модель компании не изменилась, и ее эффективность остается на прежнем уровне. Тем не менее недавние крупные приобретения позволяют Газпрому сыграть на эффекте от масштаба и увеличить абсолютные показатели бизнеса.

#### **Татнефть повышает дивидендные выплаты**

Еще одно событие, заслуживающее внимание инвесторов, – Татнефть решила расщедриться дивидендами. Дивиденды выросли в 5 раз, и всего компания намерена отправить на эти цели 30% чистой прибыли. Это хороший сигнал для акционеров.

Кроме того, Татнефть решила расширить свою сферу своей деятельности за счет экспансии в новые сегменты, например в шинный бизнес, для чего может быть создано совместное предприятие с германской Continental. Если альянс состоится, это принесет Татнефти рост выручки и повысит эффективность переработки нефти.

#### **Транснефть оценили**

Стоит отметить, что появились предварительные оценки Транснефти в разрезе слияния с Транснефтепродуктом. По данным Международного бизнес-центра, стоимость обыкновенной акции компании оценивается в 65 тыс. руб. Тем не менее оценка Транснефтепродукта пока не завершена. По словам его главы Семена Вайнштока, в ходе слияния компаний будут выпущены дополнительные обыкновенные акции, однако допэмиссии "префов" не планируется. Но до окончания оценки делать какие-то выводы, по нашему мнению, преждевременно.

#### **Роснефть не радует**

Роснефть пока не радует инвесторов. И хотя компании удалось выиграть все необходимые аукционы по продаже активов ЮКОСа и взять себе ключевые активы в Восточной Сибири и Самарской области (Томскнефть, Ангарская НХК, Ачинский НПЗ, Самаранефтегаз, Куйбышевский, Новокуйбышевский и Сызранский НПЗ), принципиально улучшить показатели инвестиций и рентабельности ей пока не удалось. На сегодня аукционы ЮКОСа лишь вывели Роснефть в лидеры по долгам. Тем не менее никаких проблем с расплатой по кредитам при существующих данных параметрах рынка возникнуть не должно. Таким образом, ключевым для оценки привлекательности компании станет обнародование стратегии ее развития.

#### **Газпром нефть пока думает, как развиваться**

Газпром нефть продолжает скромное развитие. Обсуждаются планы по интегрированию всех нефтяных активов Газпрома в компанию, что станет мощным толчком для ее роста, – речь идет о 10 нефтяных месторождений концерна. Кроме того, у компании появился новый миноритарный акционер – Энинефтегаз. Вероятно, в результате этого альянса компания может получить синергетический эффект от повышения активности как в России, так и за рубежом. Однако никаких деталей Газпром нефть предпочитает не анонсировать. Однако возможен и более сдержанный сценарий развития событий: обсуждается вопрос перевода экспорта нефтяной компании к экспортному трейдеру Газпрома, Газпром экспорту, что может лишить нефтяную компанию необходимых ресурсов для развития, а возможно и самостоятельности.

#### **Перспективы Русснефти очень туманны**

Весьма туманными выглядят перспективы Русснефти в связи с разбирательствами вокруг компании, поэтому мы не видим пока внятных перспектив ее развития, что следует учитывать инвесторам.

Башнефть демонстрирует сдержанную динамику. Но этому есть объяснения. Во-первых, компания рассматривает возможность альянса с татарскими активами, контролируемые группой ТАИФ, что выглядит оптимальным и позволит выстроить эффективные добывающие и перерабатывающие цепочки. С другой стороны, учитывая продолжающиеся споры за активы, перспективы Башнефти пока представляются многовариантными и консервативными – до прояснения ситуации.

Максим Шеин  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)  
Екатерина Кравченко  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

## Металлургия

Второй квартал традиционно стал для российских металлургов периодом подведения итогов прошлого года. При этом отметим, что отличные результаты были показаны представителями как черной, так и цветной металлургии, сумевшими достичь рекордных операционно-финансовых результатов – не без помощи столь же рекордно исключительной конъюнктуры.

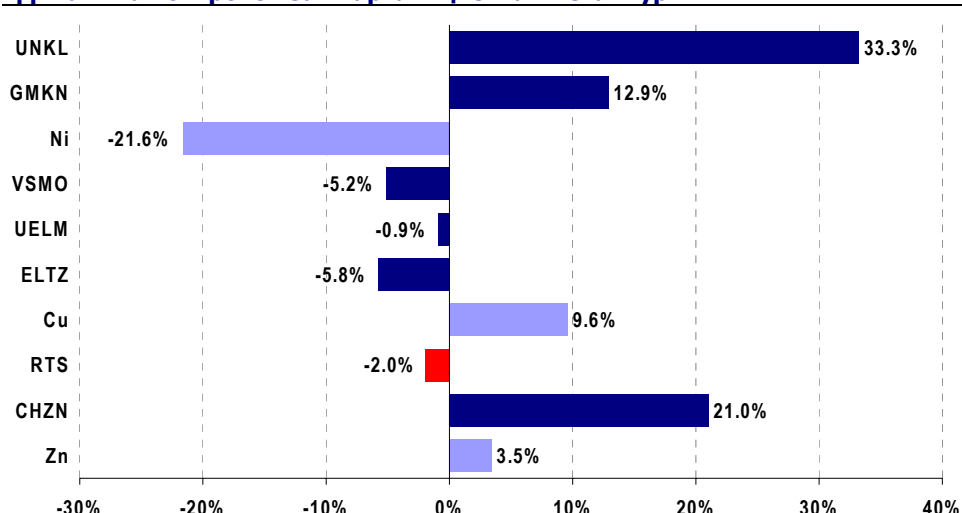
### Цветная металлургия

В секторе цветной металлургии за прошедший квартал отличились производители никеля и цинка. Однако самым успешным второй квартал оказался именно для Норникеля (код РТС: GMKN). Во-первых, с апреля компания вступила в борьбу за канадского производителя никеля и золота LionOre. Благоприятная конъюнктура на рынке никеля в прошлом году позволила Норильскому никелю предложить за канадскую компанию \$6.3 млрд, что оказалось на 10% выше, чем предложение швейцарской компании Xstrata – конкурента ГМК в этой сделке. Совет директоров LionOre рекомендовал акционерам принять предложение российской компании, и на данный момент Норникель уже получил согласие антимонопольных органов всех стран, где ведутся операции ГМК и LionOre. Также недавно стало известно, что Норильскому никелю уже принадлежит порядка 90% акций канадской компании, и он она планирует выкупить оставшиеся бумаги до 10 июля.

Вторым позитивным моментом для акционеров ГМК стало решение о выплате рекордных дивидендов по итогам 2006 года, общая сумма которых составит \$1.3 млрд. Решение о выплате дивидендов было приурочено к выходу отчетности компании, результаты которой оказались выше самых оптимистичных прогнозов. Выручка Норникеля выросла на 61%, а чистая прибыль увеличилась в 1.5 раза по сравнению с 2005 годом. По нашим оценкам, за первые шесть месяцев текущего года ГМК получит порядка 70% прошлогодней выручки. После пересмотра прогнозных цен на никель на среднесрочную и долгосрочную перспективы мы повысили справедливую оценку акций Норильского никеля до уровня \$299.9 за акцию, рекомендация – "ПОКУПАТЬ".

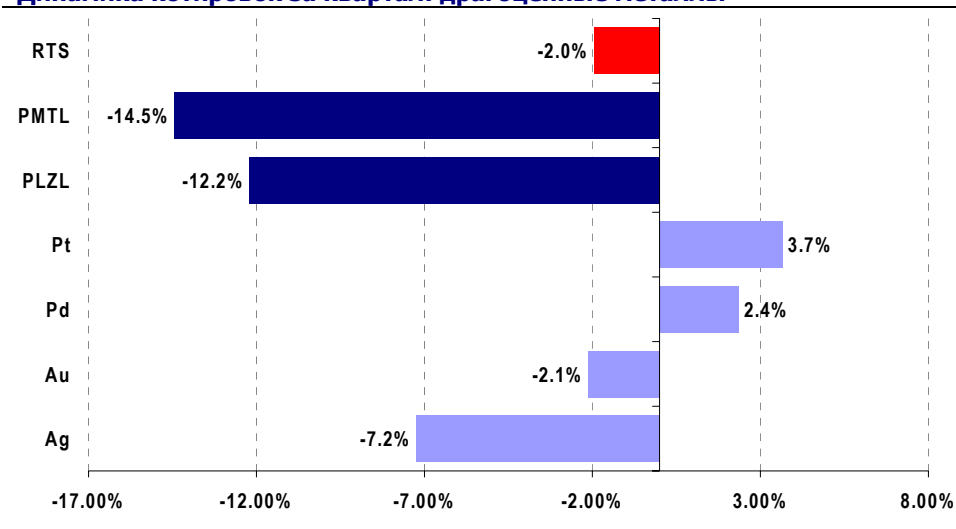
Также перспективным вложением в никелевом секторе РФ является комбинат Южуралникель (код РТС: UNKL), принадлежащий группе Мечел. Среди последних событий, связанных с комбинатом, отметим превосходные операционно-финансовые результаты, показанные Южуралником как по итогам 2006 года, так и по итогам первого квартала текущего года. Акции компании в настоящий момент существенно недооценены по сравнению с иностранными производителями никеля, а благоприятная конъюнктура на рынке этого металла будет способствовать росту финансовых показателей комбината. В этой же связи стоит отметить, что бумаги компании по итогам квартала оказались одними из самых доходных в металлургическом секторе – рост ее акций превысил 33%. По нашим оценкам, справедливая оценка бумаг компании находится на уровне \$2277 за акцию, рекомендация – "ПОКУПАТЬ".

Отчетность ведущего российского производителя цинка Челябинского цинкового завода (код РТС: CHZN) за 2006 год несколько не оправдала наших оптимистичных ожиданий, однако все равно оказалась на высоте. Причиной роста выручки ЧЦЗ стала также благоприятная конъюнктура на рынке цинка в 2006 году. Стоимость этого металла на Лондонской бирже выросла на 132% в прошлом году, а цена реализации продукции предприятия увеличилась в 1.5 раза. Котировки цинка во втором квартале были несколько выше цен в первом: средняя цена на Лондонской бирже достигла уровня \$3564 за тонну. В следующие три месяца, по нашим прогнозам, цена на металл останется на том же уровне – \$3500-3700 за тонну. В связи с этим мы оставляем текущую оценку справедливой цены акций ЧЦЗ, которая, по нашему мнению, находится на уровне \$201.7/акцию, рекомендация – "ПОКУПАТЬ".

**Динамика котировок за квартал: цветная металлургия****Драгоценные металлы**

Основными игроками на российском рынке драгоценных металлов являются Полюс Золото (код РТС: PLZL) – крупнейший производитель золота в РФ – и Полиметалл (код РТС: PMTL) – крупнейший российский производитель серебра. Обе компании показали отрицательную доходность – в -12.2% и -14.5% соответственно, – что, по нашему мнению, связано со снижением цен на золото (-2.1%) и серебро (-7.2%) за второй квартал.

Однако мы продолжаем позитивно смотреть на будущее акций этих эмитентов. Полюс Золото и Полиметалл в этом квартале объявили о существенном расширении программы капитальных затрат, которые пойдут на увеличение ресурсной базы компаний. Полюс Золото также объявило об образовании новой компании Полюс Геологоразведка, которая будет заниматься поиском перспективных месторождений для Полюс Золота, что позволит ему выйти на третье место в мире по запасам драгоценного металла. Полиметалл, в свою очередь, планирует увеличивать добычу драгоценных металлов за счет продолжения в 2007-2008 годах активных поисково-оценочных работ на Галкинском участке, результатом чего станет увеличение ресурсов месторождения практически в два раза. Таким образом, мы оставляем рекомендации по акциям обеих компаний без изменений: Полюс Золото – \$66.9/акция (рекомендация – "ПОКУПАТЬ"), Полиметалл – \$8.69/акция (рекомендация – "ПОКУПАТЬ").

**Динамика котировок за квартал: драгоценные металлы**



## Черная металлургия

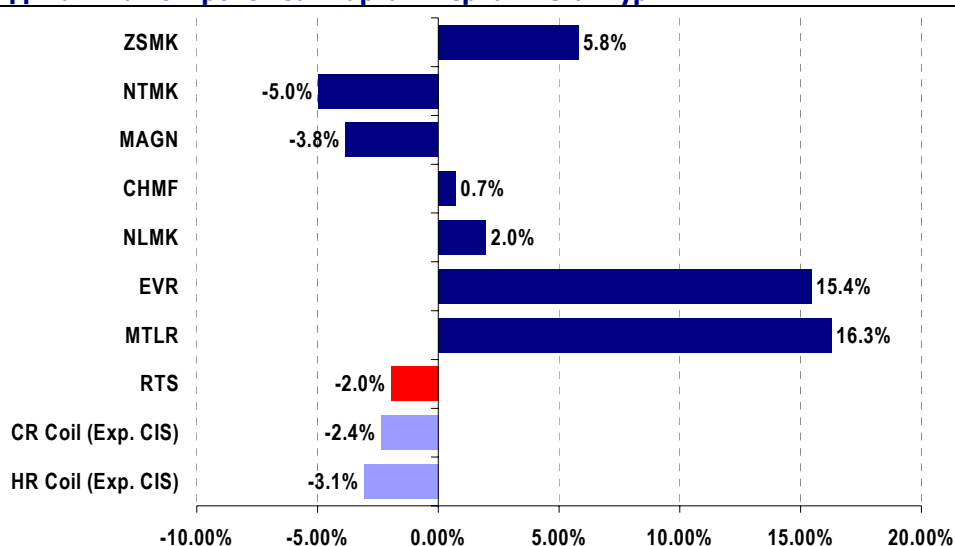
Новостной фон по бумагам черной металлургии на протяжении всего второго квартала оставался позитивным. Бумаги Нижнетагильского (код РТС: NTMK) и Магнитогорского (код РТС: MAGN) меткомбинатов оказались аутсайдерами рынка по доходности.

Бумаги Магнитки потеряли около 4% за квартал, причиной чего стала низкая цена размещения акций компании в рамках IPO – \$0.94 за акцию. ММК разместил на рынке 1.172 млрд акций, что составляет 9.93% от нового уставного капитала. Общий объем заявленной на размещение допэмиссии – 1.45 млрд акций. Таким образом, нерасмещенными на рынке остались 278 млн акций, которые, по нашему мнению, будут погашены. Это положительно повлияет на справедливую оценку компании, которая, по нашей оценке, составляет \$1.14 за акцию.

Лидерами сектора черной металлургии по доходности во втором квартале были бумаги Мечела (код РТС: MTLR) и Евраз (код LSE: EVR LI), которые показали доходность на уровне 16.3% и 15.4% соответственно. Причиной роста акций Мечела явилось решение совета директоров рекомендовать дивиденды на уровне \$2.28 на ADR (1 ADR – 3 акции), после чего бумаги компании выросли в цене на 12% за два дня.

Бумаги Евраз Груп, одного из наших фаворитов в секторе черной металлургии, росли на новостях с рынка M&A. После трагедии на шахте "Юбилейная", принадлежащей Южкузбассуглю, Евраз выкупил 50% акций угледобывающей компании, после чего стал обладателем ее 100-процентного пакета. Данное приобретение позволит Евраз Груп полностью отражать финансовые показатели Южкузбассугля в своей отчетности, а также сократить издержки на тонну продукции за счет использования трансфертного ценообразования в сделках с угольным предприятием.

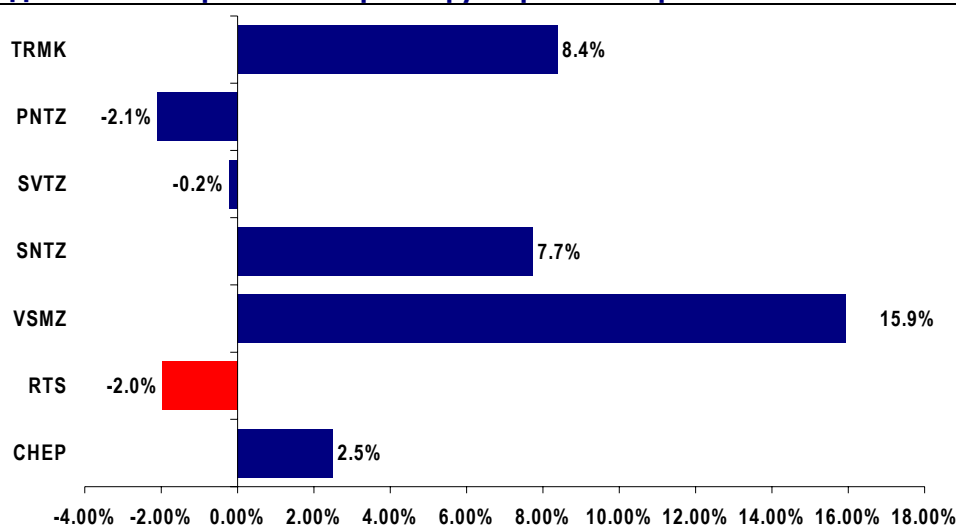
В следующем квартале мы ожидаем возвращения доходности по всем бумагам черной металлургии в положительную зону, чему будет способствовать благоприятная конъюнктура на рынке металлопродукции, а также общая недооцененность бумаг российского металлургического сектора. Снижение котировок во втором квартале мы связываем в первую очередь с общей тенденцией продаж бумаг российских эмитентов.

**Динамика котировок за квартал: черная металлургия**

Трубопрокатная  
промышленность

Самую высокую доходность по итогам квартала среди трубных компаний показал Выксунский металлургический завод (ВМЗ) – 15.9%. Стоит отметить рост спроса на трубы большого диаметра (ТБД) как на российском рынке, так и за рубежом, что позволило ВМЗ заключить выгодные долгосрочные контракты.

Акции Трубной металлургической компании (ТМК) также продемонстрировали неплохую доходность – 8.4%. Капитализация компании росла на слухах с рынка M&A о ее слиянии с украинской Интерпайп, а также на новости о подписании между ТМК и Сургутнефтегазом соглашения о сотрудничестве на три года с объемом поставок в размере \$1 млрд.

**Динамика котировок за квартал: трубопрокатная промышленность**

## Рынок цветных металлов

Рынок цветных металлов за рассматриваемый период претерпел существенные изменения как в стоимостном выражении металлов, так и в отношении к данному сегменту commodities со стороны инвесторов.

Очевидно, что наиболее драматичные изменения произошли с никелем, из которого, судя по глубине коррекции, последовавшей за достижением рекордных уровней, вышли спекулятивно настроенные игроки. В частности, этому способствовали заявления сталелитейных предприятий, таких как POSCO и ThyssenKrupp AG, о нежелании приобретать металл по столь высоким ценам.

В связи со значительным ростом цен на никель в течение первого полугодия мы пересмотрели нашу прогнозную оценку в сторону повышения.

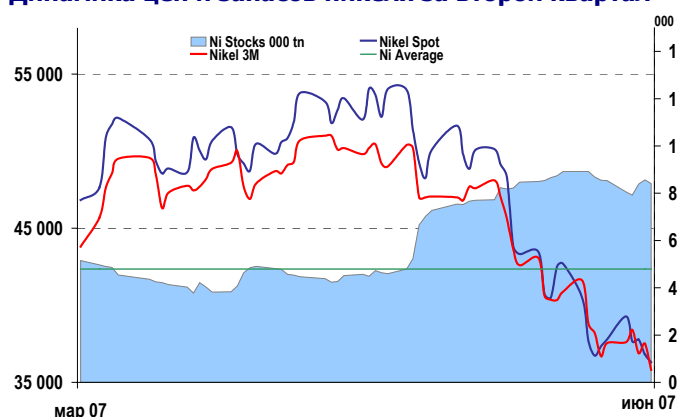
Также на рынке цветных металлов в третьем квартале текущего года мы ожидаем коррекции цен на медь, причиной которой должно стать затоваривание мирового рынка этим металлом. Текущие цены на медь на мировых рынках сейчас поддерживаются известиями о забастовках в таких странах, как Канада, Мексика и Чили (Чили является крупнейшим мировым производителем меди), однако на данный момент на рынке не наблюдается снижения предложения или роста спроса, что должно способствовать снижению текущих цен до уровня \$5-6 тыс. за тонну. Возможно, этому будет способствовать выход статистических данных из Китая по импорту/экспорту этого металла.

## Изменение прогнозных цен на металлы

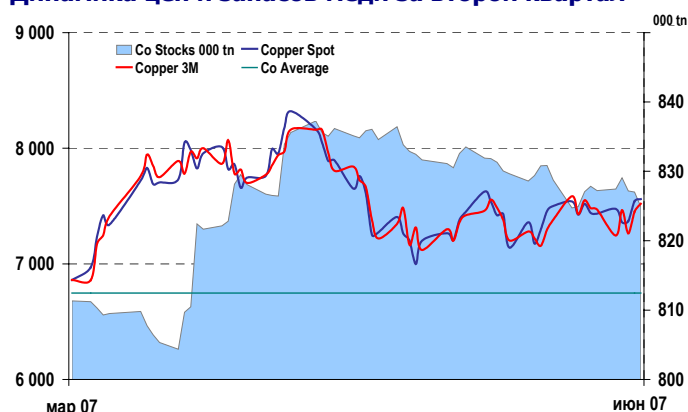
	Цена Spot	Цена 3M-Futures	Изм-е с нач. '07, %	Изм-е с нач. '2K07, %	Цена средн. '07	BCS ориент. '07 пред	Отклон. от средн. '07, %	BCS ориент. '07 нов	Изм-е ориент. от средн. '07, %	Отклон. от средн. '07, %
Никель	36 315	35 810	8.5	(21.6)	42 349	31 122	(26.5)	40 416	30	(4.6)
Медь	7 560	7 520	21.3	9.6	6 747	6 142	(9.0)	6 142	0	(9.0)
Цинк	3 339	3 326	(20.4)	3.5	3 553	3 564	0.3	3 564	0	0.3
Платина		1 273	12.2	2.7	1 239	1 245	0.5	1 245	0	0.5
Палладий		367	12.6	4.6	356.1	346	(3.0)	345.5	0	(3.0)
Золото		649	2.0	(2.2)	658.5	715	8.6	670.0	-6	1.7
Серебро		12.45	(3.7)	(6.3)	13.30	13.52	1.6	13.52	0	1.6

Источник: LME, Bloomberg, оценка БКС

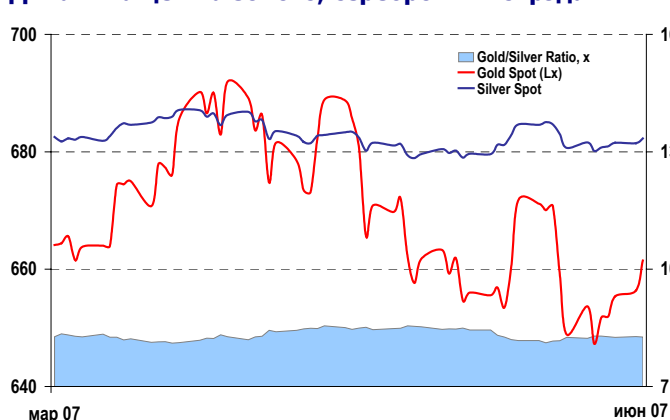
Динамика цен и запасов никеля за второй квартал



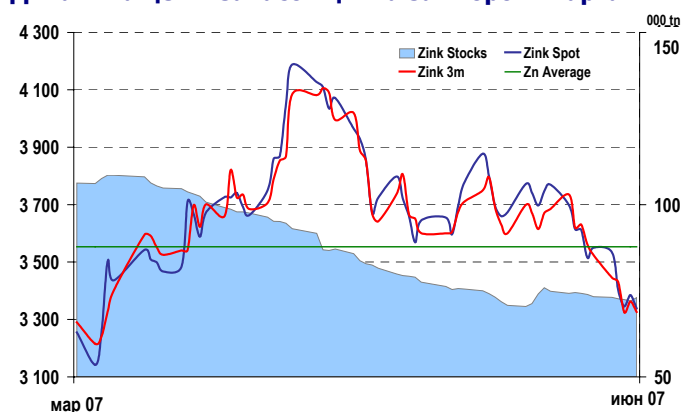
Динамика цен и запасов меди за второй квартал



Динамика цен на золото, серебро и их спреда



Динамика цен и запасов цинка за второй квартал



Источник: LME, Bloomberg, оценка БКС

## Фавориты

Нашими фаворитами на рынке цветных металлов являются бумаги ГМК "Норильский никель" и Челябинского цинкового завода, которые показали себя выше рынка за текущий квартал. Акции ГМК продолжили свой рост даже после 20-процентной коррекции цен на никель, что является показателем устойчивости спроса на акции компании.

В секторах черной металлургии, трубной промышленности и угледобывающей отрасли нашими фаворитами являются Северсталь, Евраз, Выксунский металлургический завод и Распадская.

Акции Северстали (код РТС: CHMF) имеют перспективы роста в связи с тем, что компания успешно работает как на российском, так и на зарубежных рынках, о чем свидетельствует ее успешная деятельность в СП с Duferco и на североамериканском рынке. Евраз является перспективным вложением благодаря успешному развитию компании, а также в связи с недавней новостью о полной консолидации Южжубассугля. Руководство Евраза объявило, что 100% акций

Южкузбассугля будет передано на баланс Распадской (код РТС: RASP), что даст возможность последней существенно увеличить объем производства, и именно поэтому мы выбрали ее в качестве одного из фаворитов. На данный момент справедливая оценка бумаг Северстали находится на уровне \$13.62, однако в связи с новыми данными, опубликованными компанией, мы ставим ее акции, а также акции Евраза и Распадской, на пересмотр.

Выксунский металлургический завод (код РТС: VSMZ) имеет перспективы роста по двум причинам. Первая – это высокая эффективность компании, а вторая – рост спроса на трубы различного сортамента, и в частности увеличение спроса нефтегазовой отрасли на трубы большого диаметра. В этой связи мы оставляем справедливую цену бумаг ВМЗ на уровне \$1719/акция с рекомендацией "ПОКУПАТЬ".

Вячеслав Жабин

[sla@msk.bcs.ru](mailto:sla@msk.bcs.ru)

Олег Петропавловский

[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

## Энергетика

**Второй квартал – период снижения стоимости практически по всему спектру энергетических бумаг**

Во втором квартале волна коррекции прокатилась по всему российскому фондовому рынку. Акции энергетического сектора не стали исключением, однако прошедший квартал нельзя назвать откровенно провальным для инвесторов в энергетику. Для многих бумаг это была необходимая для продолжения роста пауза. К тому же если посмотреть на динамику с начала года, то она пока остается положительной. Акции же гидроэнергетики и вовсе как будто не обратили внимание на всеобщее снижение, очередной раз подтвердив силу фактора реформы РАО ЕЭС.

### Динамика стоимости энергетического сектора, %

Сектор/компания	Динамика, %%		Мсар, \$ млрд
	2Q07	1H07	
Гидрогенерация	7.5%	5 2.5%	1 4.1
<b>РАО ЕЭС</b>	<b>0.0%</b>	<b>2 5.2%</b>	<b>5 8.0</b>
Теплогенерация	- 0.2%	3 4.4%	6 1.5
<b>Индекс РТС</b>	<b>- 2.0%</b>	<b>- 1.3%</b>	-
Сбыты	- 5.4%	-1 2.5%	2.9
Распредсети	-1 2.2%	3.7%	2 3.1
Магистральные сети	-1 3.7%	1 3.2%	1 1.6

**Энергетика по-прежнему лучше рынка**

Несмотря на снижение, акции энергетического сектора в целом все же смотрятся немного лучше рынка. За второй квартал особенно сильно упала капитализация магистральных сетевых компаний и энергосбытов. Сектор сбытов мы считаем весьма рискованным для инвестиций, а вот бумаги некоторых магистральных сетевых компаний вполне можно рекомендовать к покупке после снижения. Мы полагаем, что инвестиции в региональные магистрали окупятся после конвертации этих компаний в ФСК. По нашим оценкам, капитализация ФСК на момент реорганизации РАО превысит \$40 млрд.

**Бумаги генкомпаний росли в основном на удачных продажах**

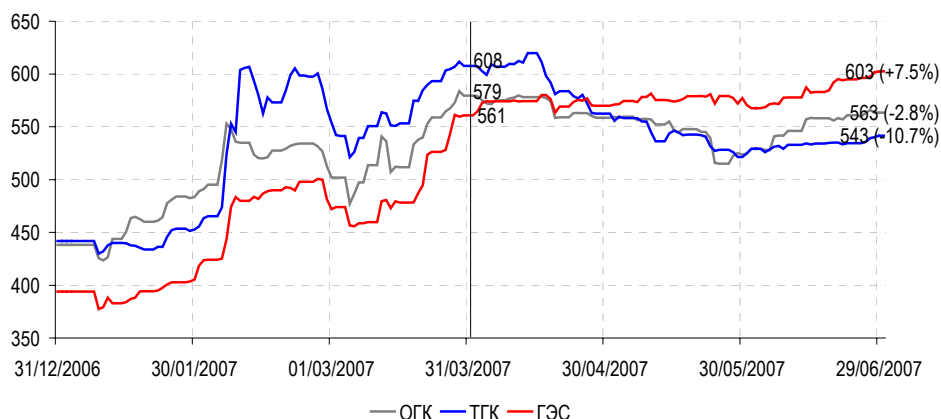
Сектор тепловой генерации в принципе оправдал наши ожидания, не показав чудес роста, за исключением тех компаний, которые продавали свои акции инвесторам. За второй квартал рост продемонстрировали только акции ОГК-3 (+4%) и ОГК-5 (+14%) – исключительно на суперуспешных торгах по продаже своих акций. Обратим внимание на то, что ни бумаги ОГК-3, ни бумаги ОГК-5 так и не достигли цены продажи Норникелю и Enel соответственно. Более того, прошедшее размещение ТГК-5 по цене 0.0353 руб. за акцию (по цене киловатта соответствующее среднерыночному уровню) не привело к достижению акцией генкомпании этого уровня. Мы полагаем, что и в III квартале основным драйвером роста котировок генерации станут размещения дополнительных эмиссий. В этот период стратегическим инвесторам будут проданы акции ОГК-4 и ТГК-1 – именно эти компании мы и расцениваем как наиболее привлекательные для вложений.

**ГЭС "устояли" из-за ожиданий консолидации в ГидроОГК**

Интерес инвесторов к акциям гидроэнергетики объясняется приближением сроков озвучивания коэффициентов конвертации в ГидроОГК и положительными ожиданиями от консолидации гидроактивов в единую компанию. Напомним, что ГидроОГК объединит ГЭС общей мощностью более 23 ГВт и станет одной из крупнейших гидрогенерирующих компаний мира. Во втором квартале стоимость киловатта установленной мощности ГЭС впервые превысила аналогичные показатели ОГК и ТГК.

**Акции ОГК и ТГК подрастут, но незначительно**

Мы не исключаем вероятности того, что проходящие размещения все же немного приблизят ценовые уровни по генерации к максимумам, установленным в феврале текущего года. В среднем от ОГК и ТГК можно ожидать повышения стоимости на 5-7% в течение следующих трех месяцев. Что касается гидрогенерации, то мы также ожидаем некоторого охлаждения пыла инвесторов, однако предполагаем, что рост сектора продолжится.

**Динамика уровня P/IC генерирующих компаний, \$/кВт****Сети ждут консолидации**

Наша общая рекомендация по большинству бумаг распределительных и магистральных сетевых компаний – дожидаться консолидации в целевые компании. Для распределительных сетей это МРСК (межрегиональные распределительные сетевые компании), для магистральных сетей – ФСК. Таким образом, инвестиции в эти бумаги не стоит расценивать как краткосрочные. Вложения в сетевые активы имеют смысл с горизонтом инвестирования минимум до полной реорганизации РАО ЕЭС. Коррекция во втором квартале вовсе не означает непривлекательность акций сетевых компаний, а наоборот, по ряду бумаг предполагает покупку.

**Инвестиции в сбыты:  
ориентируемся "на местности"**

В прошедшем квартале состоялись аукционы "первой волны" продаж акций энергосбытовых компаний. На торги были выставлены доли РАО ЕЭС в восьми сбытах. Преимущественно итоги аукционов оказались не слишком хорошими для рынка акций сбытов: в большинстве аукционов цена не превысила стартовую, не говоря уже о превышении рыночной стоимости. Однако приятным исключением стал аукцион по Нижегородской сбытовой компании: итоговая цена за одну акцию оказалась вдвое выше рыночных котировок, что незамедлительно нашло свое отражение в динамике стоимости акций энергосбыта. В сентябре планируются аукционы по продаже еще двенадцати сбытовых компаний, на итоги которых и стоит ориентироваться при инвестировании, так как прошедшие аукционы показали высокий разброс цен. Отметим, что особое внимание должны привлечь сбыты регионов, находящихся в зоне особого внимания Русэнергосбыта и Транснефтьсервис-С – именно эти компании готовы платить высокую цену за акции сбытов.

**Появление акций ДЭК на бирже: инвесторы уже заработали**

16 мая в РТС начались торги акциями Дальневосточной энергетической компании (ДЭК). Компания объединила активы Амурэнерго, Дальэнерго, Хабаровскэнерго, ЗАО "ЛутЭК" и Южного Якутскэнерго. Период неторговли составил для купивших акции дальневосточных АО-энерго в РТС почти три месяца (с 1 февраля). На ММВБ сделки с бумагами ДЭК пока не совершаются. Мы ожидаем выхода акций ДЭК на ММВБ к концу июля, так как на текущий момент ДЭК проходит регистрацию отчета об итогах дополнительного выпуска в ФСФР. Несмотря на снижение почти на 10% с момента начала торговли до конца второго квартала, инвесторы в дальневосточные АО-энерго не остались внакладе. Средняя доходность инвестиций уже превышает 10%, что выше среднерыночного уровня. Мы оцениваем потенциал роста акций ДЭК в 75% и рекомендуем бумаги Дальневосточной компании к покупке с целевым уровнем \$0.218.



**Доходность вложений в акции дальневосточных АО-энерго, %**

Акция	Доля в ДЭК, согласно коэффициента конвертации	Цена закрытия, \$	Цена акции, исходя из цены ДЭК на 30.06.07	Превышение, +/-, %	Капитализация на 30.06.07
dale	2 7.07%	0.0321	0.036	1 1.5%	574
dalep		0.0279	0.032	1 5.7%	
AMEN	1 6.05%	0.4825	0.595	2 3.3%	340
AMENP		0.4575	0.545	1 9.1%	
HBEN	3 2.69%	0.2025	0.229	1 2.9%	693
HBENP		0.1725	0.221	2 8.1%	
<b>dvec</b>			<b>0.1243</b>		<b>2 121</b>

**Независимые АО-энерго: от реформы не убежать**

В третьем квартале независимые АО-энерго будут какое-то время вовлечены в круговорот реформирования РАО ЕЭС. Прежде всего энергохолдинг намерен продавать свои доли в Башкирэнерго и Новосибирскэнерго, следуя своей стратегии "избавления" от непрофильных активов. Совокупная рыночная стоимость долей РАО в Новосибирск- и Башкирэнерго – около \$600 млн.

АО-энерго	Установленная мощность, \$ млн	Мср, \$ млн	Динамика 2Q, %	Доля РАО ЕЭС, %	Стоимость доли РАО, \$ млн
Башкирэнерго	5 139	2 213	- 3.1%	2 1.3%	471
Новосибирскэнерго	2 977	886	-2 6.9%	1 4.2%	126
Иркутскэнерго	12 900	5 029	- 5.6%	0.0%	-
<b>Итого:</b>	<b>21 016</b>	<b>8 128</b>			<b>596</b>

Оценка пакетов для продажи может вызвать серьезные движения на рынке акций продаваемых энергокомпаний, особенно с учетом того, что РАО ЕЭС стремится максимизировать выручку от продажи своих активов. Мы оцениваем вероятность продажи пакетов выше рыночной цены как довольно высокую.

**Иркутскэнерго: разделению быть?**

К тому же не так давно появились пока неподтвержденные слухи о реформировании Иркутскэнерго по базовому варианту и передаче долей государства (у государства 40% акций компании) генерирующей части ГидроОГК, долей в магистральной сетевой части – ФСК. Передача государству части генерации и магистральных сетей в целом не меняет расстановку сил в капитале Иркутскэнерго – алюминиевые компании по-прежнему будут владеть контрольным пакетом. Однако к разделенной компании можно "примеривать" стоимости генерации и сетей уже реформированных компаний (ОГК, ТГК, МРСК, ФСК), что предполагает заметный потенциал роста котировок Иркутскэнерго. Таким образом, на слухах о реформировании возможна спекулятивная покупка акций Иркутскэнерго.

**Допэмиссии ОГК и ТГК: лишних денег не надо**

Прошедшие дополнительные эмиссии генерирующих компаний показали, что реально привлекаемый объем денежных средств значительно превысил ожидаемый уровень, на основе которого просчитывалась инвестиционная программа генерации. К примеру, ОГК-3 планировала привлечь от продажи своих акций \$1.5 млрд, а реально привлекла более \$3 млрд. То же касается ТГК-5: \$450 млн против ожидаемых \$260. Совет директоров РАО ЕЭС принял решение о введении ограничений сверху на привлечение денежных средств в ходе допэмиссий.

Фактически это означает следующее: потенциальные инвесторы выставляют свои заявки на покупку акций генерации, после чего определяется цена размещения. Исходя из этой цены, рассчитывается то количество акций, которое достаточно для привлечения ожидаемого объема денежных средств. Следовательно, в случае высокого спроса на акции и соответствующей цены, будет размещено меньшее количество акций. "Лишние" акции допэмиссии впоследствии должны быть погашены.

## Ожидаемый объем привлечений допэмиссий генерации

Компания	Срок проведения	Допэмиссия, акций, млрд шт.	% от нового УК	Крупный акционер (потенциальный "стратег")	Доля РАО после допэмиссии и	Ожидаемый объем привлечения, \$ млн	Предполагаемая цена размещения, \$/акция
ОГК-1	ноя.07	11	1 9.8%	-	7 3.6%		
ОГК-2	ноя.07	12	3 1.2%	Газпром	5 5.7%		
ОГК-4	июл.07	23	3 1.9%	Сургутнефтегаз	6 1.0%	1 790	0.1379
ОГК-6	ноя.07	11.85	3 0.7%	Газпром	6 4.8%		
ТГК-1	июл.07	1 875.2	3 9.3%	Газпром	3 3.8%	1 246	0.0016
ТГК-4	ноя.07	518.81	2 8.2%	-	3 5.9%		
ТГК-7	1Q08	3.859	1 3.1%	КЭС	4 7.4%	577	
ТГК-8	сен.07	932.4	4 3.6%	Промрегионхолдинг	2 7.8%	923	0.0015
ТГК-9	сен.07	3 673.1	3 9.2%	КЭС	3 0.4%	655	0.0003
ТГК-10	1Q08	0.5	5 3.6%	Е.ON	3 7.8%	1 200	
ТГК-12	1Q08	0.180	2 2.9%	СУЭК	3 7.8%		

Во втором квартале советом директоров РАО ЕЭС определены параметры допэмиссий шести генерирующих компаний: ОГК-1, -2, -6, ТГК-4, -8, -12. Предполагается, что среди неограниченного круга инвесторов будут размещаться бумаги ТГК-8 и ОГК-6, а с использованием технологии dual track – допэмиссии всех остальных генкомпаний. Для ряда компаний уже известны ожидаемые суммы привлечения дополнительных эмиссий. Эти суммы озвучены представителями самих компаний.

#### Фактически генкомпания разместят меньший объем в акциях

По нашему мнению, ограничение сверху на привлечение денежных средств практически для всех допэмиссий будет означать уменьшение количества фактически размещенных акций примерно на 30-40% от максимального объема эмиссии. Такое заключение мы сделали на основе предположения об объемах допэмиссий в случае, если цена размещения окажется рыночной. Кроме того, для ОГК-4, ТГК-1, ТГК-8 и ТГК-9 мы попытались оценить максимальную цену размещения, при которой стратегический акционер получит контрольную долю или близкую к контрольной.

#### РАО ЕЭС будет продавать госдоли одновременно с допэмиссией

Для снижения объемов дополнительных эмиссий РАО ЕЭС пошло на "хитрость", решив продавать госдоли одновременно с акциями дополнительных эмиссий. Таким образом, энергохолдинг и снижает объем эмиссий, что хорошо для миноритарных акционеров (их доля меньше размывается), и максимизирует выручку от продаж госдолей, которая пойдет на финансирование инвестпрограмм ФСК и ГидроОГК. "Пилотная" продажа по такому сценарию – допэмиссия ОГК-4, которую, как мы ожидаем, выкупит Сургутнефтегаз. Даже если цена размещения составит около \$0.14, нефтяная компания все равно сумеет получить контроль в ОГК-4 с учетом покупки государственной доли. То же касается и ТГК-8 (стратег – Промрегионхолдинг). В ТГК-9 РАО пока не планирует продавать госдолю. Мы полагаем, что КЭС "ограничится" пакетом в 49% акций ТГК-9.

#### ОГК-4, ТГК-8 и ТГК-9 вполне могут разместиться по цене, на 15% превышающей текущую рыночную....

Наиболее вероятным "претендентом" на размещение выше рынка мы считаем ОГК-4, так как инвестор приобретет и государственную долю тоже, что не требует максимального объема допэмиссии. Мы рекомендуем акции "четверки" к покупке. Для ТГК-8 и ТГК-9 мы также предположили 15-процентное превышение над рыночной ценой. В бумагах ТГК-8 мы видим дополнительную поддержку в виде победы Сочи в борьбе за проведение Олимпиады-2014.

#### ...ТГК-1 – продать акции "по рынку"

ТГК-1, по нашему мнению, очень высоко оценивается рынком в настоящее время (стоимость киловатта мощности – более \$700). Предположение о том, что допэмиссия будет размещена по рыночной стоимости, означает, что "стратег" получит примерно 43% акций энергокомпании с учетом продажи доли государства. Увеличение цены приведет к слишком большому для "стратега" снижению объемов размещения. Таким образом, мы полагаем, что ТГК-1 будет размещаться по цене, близкой к рыночной.

### 18 июля истекает оферта Норникеля акционерам ОГК-3

18 июля истекает оферта Норильского никеля акционерам ОГК-3. Она предполагает выкуп акций по цене размещения допэмиссии – 4.54 руб. за акцию. Мы полагаем, что на текущих уровнях (4.4 руб.) соглашаться на оферту уже "поздно", учитывая небольшой потенциал роста относительно рыночного уровня. К тому же не нужно забывать о том, что на выкуп акций требуется время.

### В конце июля на бирже появятся акции ТГК-7

К концу июля запланирован выход на биржу акций ТГК-7 – последней сформированной в рамках реформы генкомпаний, которая пока не "осчастливила" инвесторов возможностью покупки-продажи.

### Гидрогенерация: рост на конвертации

С начала года сектор гидрогенерации показал рост более чем на 50% в целом. Особенно "отличились" акции Воткинской ГЭС, подорожавшие вдвое. Даже в "скупной" для инвесторов в энергетику второй квартал стоимость ГЭС поднялась на 7.5%.

Как мы уже отмечали, средняя стоимость киловатта установленной мощности ГЭС впервые вышла в лидеры среди генерирующих компаний. Лидерами по этому показателю являются Волжская ГЭС (\$822 за 1 кВт) и Жигулевская ГЭС (\$726). Мы расцениваем такие уровни как весьма высокие и не исключаем вероятности того, что на рынок "просочилась" информация о коэффициентах конвертации. Этим и обусловлен взлет акций Волжской и Жигулевской ГЭС, в то время как динамика акций других ГЭС в принципе была близка к рыночной.

В ГидроОГК будут конвертированы акции Жигулевской ГЭС, Волжской ГЭС, Зейской ГЭС, Воткинской ГЭС, Саяно-Шушенской ГЭС, Ставропольской электрогенерирующей компании (часть Ставропольэнерго), Дагестанской генерирующей компании (часть Дагэнерго), Загорской ГАЭС ("осколок" Мосэнерго). На наш взгляд, на текущих уровнях оправдана покупка бумаг Саяно-Шушенской ГЭС, Зейской ГЭС и Ставропольской генкомпаний, показавших наименьший рост котировок среди бумаг гидрогенерации. Помимо этого, данные гидрогенерирующие компании имеют более низкий сравнительный показатель отношения капитализации к среднегодовой выработке электроэнергии. Отметим, что мы определили средние показатели, исключив из расчета Загорскую ГАЭС из-за специфики работы электростанции.

#### ГЭС, конвертируемые в ГидроОГК

	Мощность, МВт	Выработка, млн кВт.ч	Мсар, \$ млн	Р/С, \$/кВт	Р/Выработка, \$/кВт.ч
Волжская ГЭС	2 541	12 854	2 088	822	0.1624
Воткинская ГЭС	1 020	2 521	588	577	0.2333
Жигулевская ГЭС	2 300	11 229	1 670	726	0.1487
Зейская ГЭС	1 330	4 295	542	408	0.1262
Саяно-Шушенская ГЭС	6 400	23 648	3 301	516	0.1396
Загорская ГАЭС	1 200	2 000	948	790	0.4739
Ставропольская генерация	462	1 350	180	390	0.1336
Дагестанская генерация	1 336	3 370	706	528	0.2095
<b>Итого:</b>	<b>16 590</b>	<b>61 267</b>	<b>10 023</b>	<b>590</b>	<b>0.153</b>

### Для конвертации "интереснее" привилегированные акции

Мы рекомендуем инвесторам, желающим участвовать в конвертации ГЭС в ГидроОГК, обратить внимание на привилегированные акции этих компаний. Традиционный дисконт "префа" к "обычке", используемый для расчетов коэффициентов конвертации, – 0.915 (8.5%), в то время как рыночный дисконт гораздо выше (по нашему мнению, не совсем справедливо). В этой связи довольно интересно выглядят бумаги Воткинской ГЭС, а также Зейской ГЭС.

**Дисконт привилегированных акций к обыкновенным для ГЭС, %**

	Дисконт, %
Волжская ГЭС	10%
Воткинская ГЭС	22%
Жигулевская ГЭС	15.2%
Зейская ГЭС	20%
Саяно-Шушенская ГЭС	11%
Ставропольская генерация	5%

**Идея конвертации актуальна и для сетевых компаний**

Идея конвертации в "целевые" компании актуальна не только для гидрогенерации, но и для сетевых компаний, причем как распределительных, так и магистральных. И магистральные, и распределительные будут ожидать объявления коэффициентов конвертации в акции ФСК и МРСК соответственно. К осени должна завершиться оценка пакетов. Заметим, что и для сетей действует "правило-0.915" средний рыночный уровень дисконта "префа" к "обычке" превышает 20% при расчетном уровне 8.5%.

**29 июня зарегистрированы новые МРСК**

29 июня зарегистрированы три новые МРСК – МРСК Волги, МРСК Юга, МРСК Центра и Приволжья. Одновременно с этим произошло переименование МРСК Центра и Северного Кавказа в МРСК Центра; МРСК Урала и Волги – в МРСК Урала; Южной сетевой компании – в МРСК Северного Кавказа. Совет директоров утвердил окончательную конфигурацию МРСК на заседании в конце апреля. Вместо 4 МРСК свет увидели 11 новых распределительных компаний, не считая Дальневосточной распределительной сетевой компании (ДРСК) в составе ДЭК.

**Конфигурация МРСК**

**МРСК Северо-Запада:** Архэнерго, Вологдаэнерго, Карелэнерго, Колэнерго, Комиэнерго, Новгородэнерго, Псковэнерго;

**МРСК Центра и Приволжья:** Владимирэнерго, Ивэнерго, Калугаэнерго, Кировэнерго, Мариэнерго, Нижновэнерго, Рязаньэнерго, Тулэнерго, Удмуртэнерго;

**МРСК Центра:** Белгородэнерго, Брянскэнерго, Воронежэнерго, Костромаэнерго, Курскэнерго, Липецкэнерго, Орелэнерго, Тамбовэнерго, Смоленскэнерго, Тверьэнерго, Ярэнерго;

**МРСК Сибири:** Алтайэнерго, Бурятэнерго, Красноярскэнерго, Кузбассэнерго – региональная электросетевая компания, АК "Омскэнерго", ТРК, Тываэнерго, Хакасияэнерго, Читаэнерго;

**МРСК Юга:** Астраханьэнерго, Волгоградэнерго, Кубаньэнерго, Ростовэнерго, Калмэнерго;

**МРСК Северного Кавказа:** Дагэнерго, КЭУК, Нурэнерго, Ставропольэнерго;

**МРСК Волги:** Мордовэнерго, Оренбургэнерго, Пензаэнерго, Волжская МРК, Чувашэнерго;

**МРСК Урала:** Курганэнерго, Пермэнерго, Свердловэнерго, Челябинэнерго;

**Тюменьэнерго;**

**Ленэнерго;**

**МРСК Московского региона:** МОЭСК, МГЭСК.

Таким образом, сделан следующий шаг к формированию укрупненных распределительных сетевых компаний. Основным принципом формирования – размер активов порядка 30 млрд руб. Исходя из текущей конфигурации, самой крупной по рыночной стоимости будет МРСК Московского региона, которая образуется путем объединения Московской городской и Московской областной электросетевых компаний. В среднем рыночная стоимость новых компаний находится около отметки \$2 млрд.

**Оценка капитализации будущих МРСК, \$ млн**

МРСК	Протяженность сетей, км		Мсрп, \$ млн	Fair value, \$ млн	Потенциал роста, %%
	35-110 кВ	0.4-10 кВ			
МРСК Северо-Запада	35 555	135 993	1 219	1 710	4 0.3%
МРСК Центра	48 611	319 355	1 951	2 745	4 0.7%
МРСК Центра и Приволжья	36 449	196 357	1 537	2 426	5 7.8%
МРСК Сибири	54 559	211 733	1 987	2 802	4 1.0%
МРСК Юга	42 094	213 457	1 736	2 185	2 5.9%
МРСК Северного Кавказа	15 361	91 522	530	868	6 3.8%
МРСК Волги	31 049	195 536	2 612	2 820	8.0%*
МРСК Урала	48 183	130 395	1 888	2 797	4 8.2%
МРСК Московского региона	13 832	117 721	5 226	6 838	3 0.8%
Ленэнерго	7 750	43 075	1 454	1 886	2 9.7%
Тюменьэнерго	16 519	21 804	1 828	1 828	-
ДРСК	14 769	34 623	415	415	-
<b>Итого:</b>	<b>364 730</b>	<b>1 711 572</b>	<b>22 383</b>	<b>29 320</b>	<b>3 1.0%</b>

\* Низкий потенциал роста объясняется тем, что основной вклад в капитализацию МРСК Волги внесет Волжская МРК, которая пока не торгуется, ее капитализация отражена, исходя из наших оценок справедливой стоимости

Мы положительно оцениваем продолжение хода формирования МРСК и полагаем, что бумаги региональных сетевых компаний (АО-энерго) обладают заметным потенциалом роста, особенно после недавнего общего падения на российском рынке. Следовательно, мы можем рекомендовать к покупке бумаги большинства РСК, особенно Уральского региона (Пермэнерго, Свердловэнерго, Челябинэнерго). Мы полагаем, что конвертация акций АО-энерго в акции МРСК пойдет на пользу их стоимости. Таким образом, мы рекомендуем инвесторам дожидаться объединения.

#### Покупка акций сетей – среднесрочная инвестиция

Коррекция во втором квартале – сигнал к покупке бумаг большинства распределительных и ряда магистральных сетевых компаний. Оговоримся, что вложения в сети не носят спекулятивный характер. Коэффициенты конвертации в акции МРСК будут известны к концу третьего квартала, а реальная консолидация проведена уже в начале следующего года. Что касается магистральных сетей, то их переоценки для окончательной конвертации в ФСК может и не быть. Во II квартале ФСК решила проводить допэмиссию для внесения долей РАО в оставшихся региональных магистральных сетевых компаниях по "старым" ценам. Наши целевые уровни по акциям региональных магистральных сетевых компаний рассчитаны, исходя из стоимости консолидированной ФСК, то есть на момент второго полугодия 2008 года.

#### Мы "ставим" на распределители дефицитных регионов

В первую очередь, на наш взгляд, следует обратить внимание на распределители дефицитных регионов – всех уральских (Свердловэнерго, Челябинэнерго, Пермэнерго), а также южных – Ростовэнерго, Астраханьэнерго и в особенности Кубаньэнерго. Акции Кубаньэнерго получили значительную поддержку после победы Сочи.

Вложения в акции распределительных компаний обеих столиц (МГСК, МОЭСК, Ленэнерго) следует делать с "оглядкой" на проведение дополнительных эмиссий и их условия. И там, и там планируется размещение блокпакетов в пользу властей Москвы (для объединенных МОЭСК и МГСК) и Санкт-Петербурга (Ленэнерго).

#### Ленэнерго оценили дешево

По Ленэнерго даже объявлен диапазон размещения – \$211-336.5 млн за "блок". После дополнительной эмиссии доля РАО ЕЭС в Ленэнерго сократится до 50%+1 акция, доля Fortum – до 23.7%. Итак, капитализация Ленэнерго оценена в \$0.85-1.35 млрд, в то время как наша оценка капитализации – \$1.8 млрд. Мы считаем представленную оценку заниженной: по нашему мнению, стоимость

блокирующего пакета Ленэнерго составляет \$471 млн.

Мы предполагаем, что рост котировок Ленэнерго может возобновиться после завершения всех процедур по размещению дополнительной эмиссии, однако в ближайшее время мы не ждем от Ленэнерго серьезного роста как раз из-за не слишком хороших условий допэмиссии.

#### Рекомендации для акций распределительных сетевых компаний

Компания	Target Price		Потенциал роста, %		Рекомендация	
	об.	пр.	об.	пр.	об.	пр.
Архэнерго	0.10	0.09	44.5%	55.20%	Покупать	Покупать
Астраханьэнерго	0.20		201.6%		Покупать	
Белгородэнерго	310.01	283.91	5.1%	-0.4%	Держать	Держать
Брянскэнерго	15.90	14.55	84.9%	114.0%	Покупать	Покупать
Бурятэнерго	0.71		91.4%		Покупать	
Владимирэнерго	8.05		33%		Покупать	
Волгоградэнерго	1.20	1.10	31%	59%	Покупать	Покупать
Вологдаэнерго	17.36		31.8%		Покупать	
Воронежэнерго	5.66	5.19	100%	121%	Покупать	Покупать
Дагэнерго	0.06		139%		Покупать	
Ивэнерго	0.13	0.11	0.9%	48.3%	Держать	Покупать
Калугаэнерго	2.28		32%		Покупать	
Кировэнерго	0.11	0.10	75%	115%	Покупать	Покупать
Колэнерго	0.66	0.60	50%	87%	Покупать	Покупать
Комиэнерго	0.05	0.05	7%	217%	Держать	Покупать
Костромаэнерго	0.37	0.34	132%	109%	Покупать	Покупать
Красноярскэнерго	1.04	0.95	11%	59%	Держать	Покупать
Кубаньэнерго	48.40		44%		Покупать	
Кузбассэнерго - региональная электросетевая компания	1.25		65%		Покупать	
Курганэнерго	0.85	0.78	85%	69%	Покупать	Покупать
Курскэнерго	0.25	0.23	99%	112%	Покупать	Покупать
Ленэнерго	2.32	2.12	39%	63%	Покупать	Покупать
Липецкэнерго	1.68		53%		Покупать	
Мариэнерго	1.03	0.94	96%	85%	Покупать	Покупать
Мордовэнерго	0.09		78%		Покупать	
МГСК	0.07		-6%		Держать	
МОЭСК	0.17		55%		Покупать	
Нижегородэнерго	99.78	91.30	15%	24%	Держать	Покупать
Новгородэнерго	1.07	0.98	110%	128%	Покупать	Покупать
Омскэнерго	54.30	49.69	51%	52%	Покупать	Покупать
Орелэнерго	0.71	0.65	78%	144%	Покупать	Покупать
Пензаэнерго	1.75	1.60	103%	157%	Покупать	Покупать
Пермэнерго	17.00	15.56	36%	70%	Покупать	Покупать
Псковэнерго	1.26		33%		Покупать	
Ростовэнерго	0.13	0.12	24%	52%	Покупать	Покупать
Рязаньэнерго	1.09		52%		Покупать	
Свердловэнерго	1.69	1.54	54%	91%	Покупать	Покупать
Смоленскэнерго	0.78	0.71	36%	33%	Покупать	Покупать
Ставропольэнерго	0.29	0.27	53%	63%	Покупать	Покупать
Тамбовэнерго	0.11	0.10	54%	60%	Покупать	Покупать
Томская распредкомпания	0.05	0.05	60%	76%	Покупать	Покупать
Тулэнерго	0.18		36%		Покупать	
Тверьэнерго	0.44	0.40	9%	34%	Держать	Покупать
Удмуртэнерго	1.67	1.53	42%	78%	Покупать	Покупать
Челябэнерго	0.13	0.12	33%	51%	Покупать	Покупать
Читаэнерго	0.11	0.10	50%	47%	Покупать	Покупать
Ярэнерго	11.22	10.27	18%	37%	Покупать	Покупать



## Рекомендации для акций магистральных сетевых компаний

Компания	Target		Потенциал роста		Рекомендация	
	об	пр	об	пр	об	пр
Архангельская МСК	0.033	0.029	-15.1%	-17.2%	Продавать	Продавать
Астраханские МС	0.090		29.0%		Покупать	
Белгородская МСК	13.744	11.793	-23.6%	-16.4%	Продавать	Продавать
Брянская МСК	3.655	3.136	21.8%	25.5%	Покупать	Покупать
Бурятские МЭС	0.193		-1.2%		Держать	
Владимирские МС	1.337		-39.2%		Продавать	
Волгоградские МС	0.333	0.286	28.0%	24.1%	Покупать	Покупать
Вологодские МС	4.339		31.5%		Покупать	
Воронежская МСК	0.497	0.426	14.2%	12.1%	Держать	Держать
Дагестанские МС	0.006		-14.9%		Держать	
Ивановские МС	0.028	0.024	74.0%	64.5%	Покупать	Покупать
Калужская МСК	0.680		35.6%		Покупать	
Кировские МЭС	0.021	0.018	58.8%	64.7%	Покупать	Покупать
Кольские МС	0.127	0.109	-33.2%	-34.0%	Продавать	Продавать
Коми МС	0.019	0.016	-20.7%	-8.5%	Продавать	Держать
Костромские МС	0.068	0.059	-24.0%	-87.0%	Продавать	Продавать
Кузбассэнерго МЭС	0.120		-64.6%		Продавать	Держать
Курские МС	0.030	0.026	-12.9%	-17.5%	Держать	Продавать
Липецкие МС	0.356		-20.0%		Продавать	Держать
Московская МСК	0.011		21.6%		Покупать	
Марийские МС	0.239	0.205	64.7%	32.2%	Покупать	Покупать
Мордовская МСК	0.021	0.018	-0.1%		Держать	
Нижегородская МСК	29.733	25.513	-12.5%	-7.1%	Держать	Держать
Омская МСК	12.403	10.642	10.2%	28.9%	Держать	Покупать
Орловская МСК	0.131	0.112	6.8%	31.3%	Держать	Покупать
Пензенская МСК	0.246	0.211	85.2%	134.8%	Покупать	Покупать
Пермская МСК	2.608	2.238	53.4%	49.2%	Покупать	Покупать
Петербургские МС	0.162	0.139	-40.7%	-41.0%	Продавать	Продавать
Ростовская МСК	0.038	0.033	116.6%	132.3%	Покупать	Покупать
Рязанские МС	0.247		10.0%		Держать	
Самарская МК	0.034	0.029	-26.1%	-16.1%	Продавать	Продавать
Саратовская МК	0.014	0.012	-9.4%	-12.6%	Держать	Держать
Свердловские МС	0.309	0.265	23.7%	17.8%	Покупать	Покупать
Смоленские МЭС	0.139	0.119	-14.5%	-17.8%	Держать	Продавать
Тамбовская МСК	0.026	0.023	37.3%	-21.5%	Покупать	Продавать
Тверские МС	0.089	0.076	46.7%	45.8%	Покупать	Покупать
Томские МС	0.024	0.021	-24.7%	-15.6%	Продавать	Продавать
Тульская МСК	0.046		52.2%		Покупать	
Удмуртские МС	0.337	0.289	34.8%	65.2%	Покупать	Покупать
Челябинские МС	0.017	0.014	3.2%	12.9%	Держать	Держать
Читинские МС	0.093	0.080	13.2%	12.1%	Держать	Держать
Ярославская МСК	2.340	2.008	-38.4%	-34.3%	Продавать	Продавать

## Состоялась "первая волна" продаж энергосбытовых компаний

РАО ЕЭС продало акции семи энергосбытовых компаний в рамках реализации стратегии по продаже непрофильных активов. В частные руки перешли акции Свердловэнергобыта, Кубаньэнергобыта, Вологодской сбытовой компании, Кузбассэнергобыта, Белгородской сбытовой компании, Нижегородской сбытовой компании и Оренбургэнергобыта. Основная особенность аукционов в том, что практически все сбыты ушли с молотка по стартовой цене. Исключение – акции Нижегородской и Белгородской сбытовых компаний. За них развернулась конкуренция между Русэнергобытом и Транснефтьсервис-С. Первая компания праздновала победу в аукционе по сбыту Белгородской области, вторая оказалась "сильнее" в Нижегородской области. По нашему мнению, слишком дешево проданы бумаги Свердловэнергобыта. Мы полагаем, что акции обладают значительным потенциалом роста с текущих уровней.

## Итоги аукционов по продаже сбытовых компаний

Компания	Отпуск электроэнергии, млн кВт.ч	Объем продаж, \$ млн	Мсар, \$лн	EV/EL.sales	EV/S	Капитализация, исходя из коэффициентов, \$ млн	Премия (дисконт) к рынку, %
Свердловэнергобыт	42 220	1 549	103.7	0.0032	0.0879	90	53%
Кубаньэнергобыт	14 241	741		0.0059	0.1142	67	30.2%
Вологодская сбытовая компания	12 600	464	62.5	0.0023	0.0623	20	158%
Кузбассэнергобыт	22 800	631	98.7	0.0036	0.1318	89	3.4%
Белгородская сбытовая компания	7 663	359	46.8	0.0088	0.1887	72	-2.1%
Нижегородская энергобытовая компания	9 401	475	106.7	0.0178	0.3516	161	-55%
Оренбургэнергобыт	12 962	570	-	0.0025	0.0565	43	-
	<b>121 887</b>	<b>4 790</b>	<b>542</b>	<b>0.0049</b>	<b>0.1252</b>	<b>542</b>	

## Сектор сбытов переоценен

Если исходить из того, какую цену готовы платить частные инвесторы за акции энергосбытовых компаний, выходит, что сектор сбытов переоценен, несмотря на падение уже второй квартал подряд на фоне относительного благополучия энергетики. Несмотря на общую переоцененность, ряд компаний по сравнительным показателям смотрятся довольно интересно. Прежде всего это Липецкая сбытовая компания, Рязанская сбытовая компания, Удмуртская и Читинская сбытовые компании. В принятии решения об инвестировании в недооцененные сбыты следует обращать внимание на структуру потребителей конкретного сбыта и вероятность их ухода. При большой доле одного потребителя или же высокой вероятности ухода крупных потребителей напрямую на ОРЭ мы рекомендуем воздержаться от покупок акций сбыта.

### В сентябре пройдет "вторая очередь" продаж сбытов

Аукционы "второй очереди" планируется провести осенью текущего года. На торги будут выставлены доли РАО в Воронежской ЭСК, Хакасияэнергосбыте, Удмуртской ЭСК, Тверской ЭСК, Энергосбыте Ростовэнерго, Карельской ЭСК, Калужской СК, Брянской СК, Саратовэнерго, Курганской ЭСК, Ставропольэнерго и Коми ЭСК.

### Потенциал роста/снижения капитализации сбытовых компаний, исходя из итогов продаж "первой волны"

Компания	Отпуск электроэнергии, млн кВт.ч	Объем продаж, \$ млн	Мсар, \$ млн	EV/EL.sales	EV/S	Капитализация, исходя из коэффициентов, \$ млн	Премия (дисконт) к рынку, %
arsb	4 435	238	48.5	0.010	0.187	30	-38.5%
assb	2 758	102	24.1	0.011	0.293	7	-68.9%
bnsb	3 383	190	9.6	0.007	0.118	7	-22.7%
busb	3 130	175	25.9	0.010	0.173	14	-45.2%
vdsb	6 486	278	30.8	0.006	0.143	24	-21.0%
vgbsb	8 516	391	31.1	0.005	0.116	31	0.4%
<b>vrsb</b>	<b>7 429</b>	<b>300</b>	<b>19.5</b>	<b>0.004</b>	<b>0.108</b>	<b>24</b>	<b>23.9%</b>
dasb	2 172	72	20.8	0.008	0.246	13	-38.2%
<b>ivsb</b>	<b>6 998</b>	<b>175</b>	<b>27.8</b>	<b>0.003</b>	<b>0.107</b>	<b>37</b>	<b>33.8%</b>
klsb	3 432	190	21.0	0.007	0.133	16	-23.5%
<b>kosb</b>	<b>11 231</b>	<b>379</b>	<b>29.0</b>	<b>0.004</b>	<b>0.114</b>	<b>37</b>	<b>27.6%</b>
<b>kisb</b>	<b>6 245</b>	<b>310</b>	<b>37.5</b>	<b>0.004</b>	<b>0.087</b>	<b>45</b>	<b>20.7%</b>
ktsb	2 461	144	17.0	0.009	0.160	9	-46.9%
<b>krsb</b>	<b>22 063</b>	<b>764</b>	<b>81.5</b>	<b>0.004</b>	<b>0.108</b>	<b>101</b>	<b>24.3%</b>
kusb	2 781	150	15.7	0.006	0.110	16	-1.2%
pbsb	28 354	1 067	129.5	0.005	0.120	138	6.9%
<b>lpsb</b>	<b>7 219</b>	<b>284</b>	<b>17.6</b>	<b>0.002</b>	<b>0.057</b>	<b>37</b>	<b>110.3%</b>
misb	2 106	115	20.8	0.010	0.178	13	-38.7%
<b>mrsb</b>	<b>2 450</b>	<b>132</b>	<b>12.8</b>	<b>0.004</b>	<b>0.079</b>	<b>17</b>	<b>30.6%</b>
mssb	67 780	3 530	663.9	0.010	0.185	399	-39.8%
<b>ngsb</b>	<b>2 776</b>	<b>138</b>	<b>9.1</b>	<b>0.005</b>	<b>0.098</b>	<b>11</b>	<b>22.4%</b>
<b>omsb</b>	<b>7 920</b>	<b>338</b>	<b>29.1</b>	<b>0.004</b>	<b>0.083</b>	<b>42</b>	<b>43.8%</b>
orsb	2 048	120	37.1	0.021	0.355	7	-80.6%
<b>pzsb</b>	<b>3 097</b>	<b>203</b>	<b>16.3</b>	<b>0.006</b>	<b>0.085</b>	<b>19</b>	<b>19.3%</b>
pmsb	23 003	796	102.8	0.005	0.143	96	-6.9%
rtbsb	11 805	462	185.5	0.015	0.396	61	-67.3%
<b>rzsb</b>	<b>4 561</b>	<b>181</b>	<b>13.5</b>	<b>0.002</b>	<b>0.047</b>	<b>27</b>	<b>104.2%</b>
smsb	1 781	62	19.3	0.010	0.296	9	-51.9%
<b>stsb</b>	<b>5 439</b>	<b>223</b>	<b>18.4</b>	<b>0.003</b>	<b>0.080</b>	<b>28</b>	<b>51.0%</b>
tasb	2 819	158	19.3	0.007	0.123	17	-13.7%
tvbsb	3 682	227	30.4	0.009	0.151	19	-36.4%
tosb	6 622	221	27.6	0.004	0.131	29	4.2%
<b>tlbsb</b>	<b>7 176</b>	<b>341</b>	<b>39.2</b>	<b>0.004</b>	<b>0.088</b>	<b>48</b>	<b>22.6%</b>
<b>udsb</b>	<b>6 662</b>	<b>275</b>	<b>11.9</b>	<b>0.002</b>	<b>0.048</b>	<b>32</b>	<b>172.4%</b>
<b>clsb</b>	<b>16 913</b>	<b>768</b>	<b>80.1</b>	<b>0.004</b>	<b>0.089</b>	<b>101</b>	<b>26.6%</b>
<b>chsb</b>	<b>4 822</b>	<b>198</b>	<b>12.3</b>	<b>0.002</b>	<b>0.059</b>	<b>25</b>	<b>103.2%</b>
yrbsb	5 067	273	24.5	0.006	0.115	23	-7.0%
	<b>454 160</b>	<b>19 458</b>	<b>2541</b>	<b>0.0058</b>	<b>0.1351</b>	<b>2248</b>	<b>-11.5%</b>

### РАО ЕЭС: оба этапа реорганизации в одном квартале

На конец августа – начало сентября намечено фактическое выделение ОГК-5 и ТГК-5 из состава РАО ЕЭС. В этот период должна состояться государственная регистрация ОГК-5 Холдинга и ТГК-5 Холдинга. Дата регистрации и будет считаться датой разделения, следовательно, держатели акций РАО в тот день получают в свои портфели еще и бумаги двух генкомпаний в соответствии со своей долей в капитале энергохолдинга. Акционеры РАО ЕЭС будут оповещены о

выделении холдингов за месяц до их государственной регистрации, а также непосредственно в день выделения. Держателям АДР вместо бумаг ОГК-5 и ТГК-5 либо "дадут" GDR генкомпаний, либо предложат денежные средства.

На одну "обычку" РАО полагается 0.41 акций ОГК-5 и 13.59 акций ТГК-5, на "преф" – 0.37 и 12.45 акций соответственно.

#### Выделение ОГК-5 и ТГК-5 приведет к снижению стоимости акций РАО ЕЭС

После выделения генкомпаний произойдет снижение стоимости акций РАО ЕЭС. Стоимость доли РАО в ОГК-5 составляет \$2850 млн, ТГК-5 – \$759 млн, капитализация РАО – \$60 296 млн. Следовательно, теоретически акция РАО в день, последующий за выделением, должна снизиться на 6%. В то же время на текущий момент суммарная капитализация "дочек" РАО на 30% выше стоимости материнской компании и оценивается нами в \$75 500 млн. С учетом этого реальное снижение может оказаться и меньше – 4.8%.

Мы полагаем, что приближение выделения – хороший фактор поддержки для рынка акций РАО ЕЭС. Мы рекомендуем акции РАО ЕЭС к покупке тем инвесторам, которые заинтересованы в пополнении своего портфеля акциями ОГК-5 и ТГК-5.

#### 28 сентября должна быть одобрена окончательная реорганизация

На 28 сентября намечено внеочередное собрание акционеров РАО ЕЭС по вопросу реорганизации энергохолдинга. Это собрание станет "развязкой" почти восьмилетней истории реформирования российской электроэнергетики. К этому сроку крупные миноритарии РАО ЕЭС (Газпром, Норникель, СУЭК) должны определиться со сферой своих интересов в генерации и произвести обмен долями между собой и с государством. Кроме того, до 1 июля 2008 года – даты фактического разделения РАО – должен завершиться процесс распродажи непрофильных активов и должны быть сформированы межрегиональные распределительные сетевые компании (МРСК) и Интер РАО в окончательном виде.

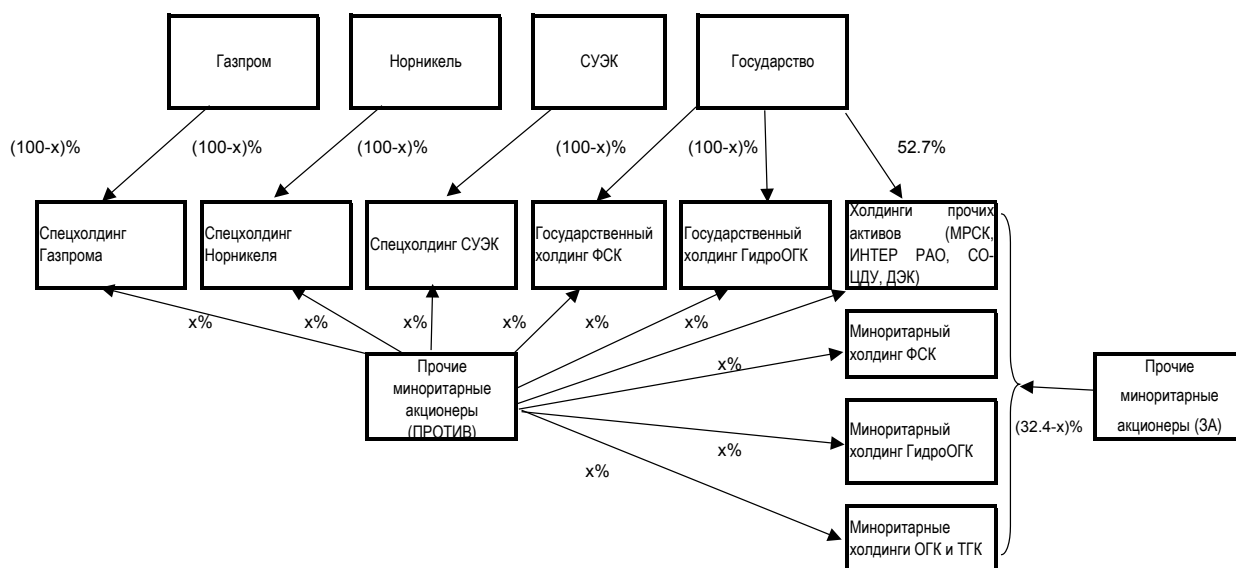
#### Реестр закрывается не ранее 9 августа

Заккрытие реестра для составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании, состоится не ранее 9 августа, исходя из требований российского законодательства.

#### Наша рекомендация – голосовать за реорганизацию

Мы рекомендуем держателям акций РАО ЕЭС не только обязательно участвовать в собрании, но и голосовать за проведение реорганизации. Все дело в том, что, несмотря на соблюдение принципа пропорционального распределения активов по стоимости, формально инвестор получит разный набор активов в зависимости от того, как он будет голосовать на собрании. Противники реорганизации рискуют получить на руки неликвидные активы.

#### Доли, которые получают акционеры при ликвидации РАО



x - доля прочих миноритариев, голосовавших против реорганизации или не принимавших участие в собрании  
(32.4-x) - доля прочих миноритариев, голосовавших за реорганизацию

**Акционеры, голосовавшие "за", получают только доли в миноритарных холдингах**

Тот акционер, который голосовал за реорганизацию РАО ЕЭС, получает доли в миноритарных холдингах ФСК и ГидроОГК, а также в холдингах ОГК и ТГК и прочих активах. При этом государство гарантирует себе доли в ФСК и ГидроОГК, а Газпром, Норникель и СУЭК получают по 100% в своих спецхолдингах.

**Акционеры–противники реорганизации получают доли во всех холдингах**

Акционеры, голосовавшие против реорганизации, а также акционеры, не участвовавшие в собрании, получают доли во всех промежуточных холдингах, согласно своей доле в РАО ЕЭС. Несомненно, такие акционеры найдутся, однако, учитывая невыгодные условия отказа от реорганизации, а также низкую цену выкупа (чуть больше 32 руб. за обыкновенную акцию РАО), мы полагаем, что их будет немного – 0.3-0.5%.

Помимо миноритарных холдингов, противники реорганизации получают и доли в госхолдингах ФСК (который затем присоединят к ФСК) и ГидроОГК (его присоединят к ГидроОГК). Но самое главное, что в портфеле такого акционера окажутся доли в специальных холдингах Газпрома, СУЭК и Норникеля.

Так как эти холдинги не будут ни к чему присоединяться, то при ликвидации РАО Газпром, а также СУЭК и Норникель получат более 95% акций холдингов, остальное пойдет акционерам, голосовавшим против реорганизации. Скорее всего, мажоритарные акционеры этих холдингов выставят оферту остальным акционерам, причем сделают это по цене ниже рыночной. Это обусловлено тем, что у владельца такой доли просто не будет альтернативы продажи своих незначительных долей.

Инвестору в акции РАО следует проявить активность и голосовать по вопросу реорганизации, дабы исключить риск получения акций спецхолдингов. Кроме того, желательно на момент реорганизации иметь такое же количество акций РАО ЕЭС, какое было и на дату закрытия реестра акционеров для участия в собрании.

**Менеджмент РАО решил не продавать свои акции до реорганизации**

25 июня истек срок реализации менеджментом РАО ЕЭС опционов на покупку акций энергохолдинга. Однако управляющие РАО ЕЭС заявили, что не намерены продавать свои акции до самого разделения энергохолдинга и хотят получить на свою долю акции всех дочерних компаний. Намерение менеджмента дожидаться ликвидации РАО – хорошая новость для рынка акций энергохолдинга, так как в этом случае заметно снижается влияние фактора продаж больших объемов акций РАО. Опционная программа рассчитана примерно на 1% акций РАО ЕЭС, что в условиях небольшого уровня free-float означало бы значительную просадку котировок энергокомпаний.

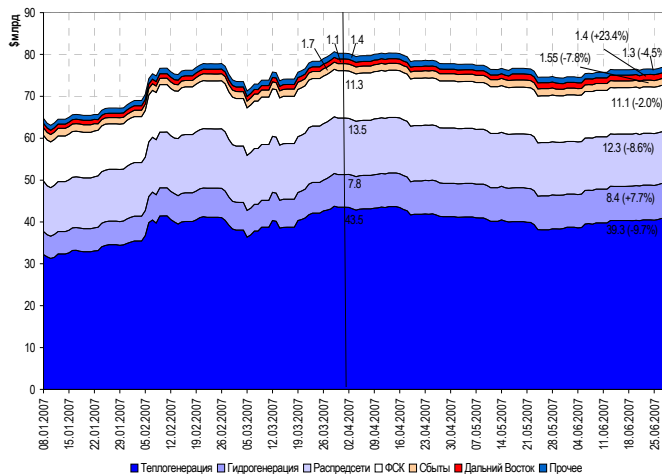
**"Дочки" на 30% дороже РАО**

С начала года дисконт стоимости акций РАО к стоимости акций всех дочерних компаний снизился на 10% – с 40% до 30%. Тем не менее разница остается довольно высокой, следовательно, можно рекомендовать акции РАО ЕЭС к покупке хотя бы из этих соображений. Отметим, что такое снижение обусловлено не уменьшением цены акций РАО, а падением стоимости "дочек", прежде всего тепловой генерации, "дающей" половину капитализации РАО ЕЭС.

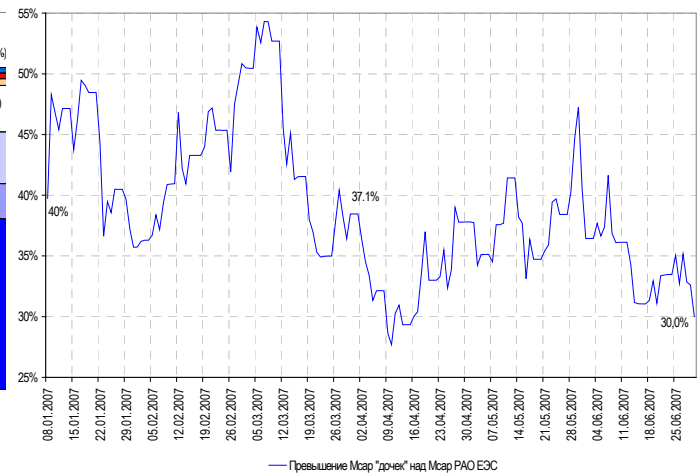
Неторгуемые магистральные и распределительные сетевые компании мы учли по справедливой стоимости. В частности, мы оценили стоимость ФСК в \$8.4 млрд без учета региональных магистральных сетевых компаний (они котируются на бирже).

Генерирующие компании, акции которых не присутствуют на торговых площадках, мы оценивали, исходя из расчета среднеотраслевого уровня стоимости киловатта установленной мощности. Следовательно, стоимость генерации, не вошедшей в ОГК и ТГК или не торгующейся по какой-либо другой причине, меняется с изменением ситуации на рынке акций ОГК, ТГК и ГЭС.

Вклад каждого сектора в стоимость РАО ЕЭС, \$ млрд



Превышение стоимости "дочек" над стоимостью РАО, %



**Дисконт будет снижаться, стоимость РАО – расти**

Мы полагаем, что со временем стоимость акций РАО ЕЭС будет не так сильно отличаться от суммарной капитализации. Дисконт будет снижаться с приближением реформирования энергохолдинга, так как многие инвесторы захотят участвовать в реорганизации, чтобы получить портфель из всех "дочек" РАО ЕЭС.

**Мы рекомендуем акции РАО ЕЭС к покупке с целевым уровнем \$1.63 и \$1.49 по обыкновенным и привилегированным акциям**

Позитивные ожидания относительно перспектив роста "дочек" РАО ЕЭС, в особенности магистральных и распределительных сетевых компаний, должны привести к соответствующей реакции со стороны инвесторов в бумаги энергохолдинга.

#### Дисконт стоимости привилегированной акции РАО ЕЭС к обыкновенной



**Привилегированные акции РАО могут вырасти на "дополнительные" 5%**

На конец второго квартала рыночный спред между обыкновенной и привилегированной акцией РАО ЕЭС сложился на уровне 13.1%, что предполагает рост на "лишние" 5% для пока что не голосующей разновидности акций энергохолдинга. Отметим, что дисконт доходил до "заветных" 0.915 на новостях о невыплате дивидендов, однако затем откатился на прежние уровни. Мы полагаем, что "префы" РАО могут продемонстрировать лучшие результаты по итогам квартала и года.

Ирина Филатова  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)



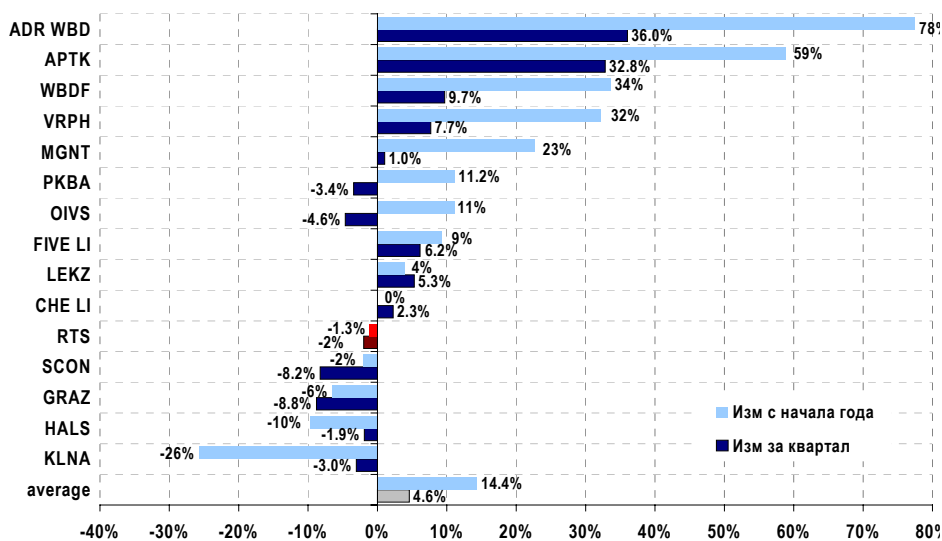
## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

## Разбор полетов

Результаты первого полугодия 2007 года в сегменте акций компаний потребительского сектора выглядят несколько лучше фондового рынка в целом – индекс РТС за 6 месяцев снизился на 1.3%, за квартал – на 2%, тогда как большинство акций потребительского сектора остались в положительной зоне. Публикация хороших финансовых результатов за 2006 год и сильные фундаментальные характеристики ряда компаний вновь стали наиболее весомыми факторами, обеспечившими поддержку их акциям. Кроме того, часть компаний также опубликовали результаты за первый квартал текущего года, что добавило стимулов для покупок. Крупных сделок M&A в потребительском секторе во втором квартале практически не было, во всяком случае таких, которые вызвали бы резкую реакцию на фондовом рынке.

В аутсайдерах по итогам квартала остались акции торговой сети Седьмой континент (RTS: SCON) и агропромышленной группы Разгуляй, котировки которых завершили квартал снижением почти на 9%. Не смогли восстановиться после сильного падения в первом квартале акции парфюмерно-косметического концерна Калина (RTS: KLNA), подешевев по итогам 6 месяцев на 26%, что является наибольшим падением среди рассматриваемых нами компаний потребительского сектора. Несмотря на позитивные данные за первый квартал, в лидерах снижения по итогам полугодия также осталась девелоперская компания Система-Галс (-10%). Однако, на наш взгляд, это падение в большей степени было связано с проведением в ушедшем квартале IPO сразу двух других крупных девелоперов, в результате чего интерес к вторичному рынку несколько ослаб. В целом можно сказать, что многочисленные IPO, состоявшиеся во втором квартале, в значительной степени отвлекли внимание от вторичного рынка.

## Результаты квартала



Источник: РТС, LSE, NYSE

**Торговые обороты по акциям в секторе возросли на 65% по сравнению с IV кварталом 2006**

В среднем изменение котировок наиболее ликвидных акций сектора с начала года составило от -10% до +30%, среднее значение изменения капитализации 13 эмитентов, входящих в наш coverage list, составило +4.6% за квартал и +14.4% с начала года. Лидером роста, как и в прошлом квартале, стали ADR Вимм-Билль-Данна (+36% за три месяца), однако на этот раз к ним присоединились бумаги Аптечной сети 36.6 (+32.8% за квартал). При этом активность в акциях "36.6" резко возросла: торговый оборот увеличился на 177%, число сделок – на 224% по сравнению с предыдущим кварталом. Также значительно возросли обороты по акциям дочерней компании "36.6", производителя фармацевтического производителя Верофарм, – на 277% по торговому обороту и на 230% по числу сделок. При этом в целом по сектору наблюдалось снижение торговых оборотов в разрез с их динамикой в предыдущие несколько кварталов. Число сделок по бумагам потребительского сектора, ритейла, недвижимости и фармацевтики в РТС снизилось во втором квартале в среднем на 16.6% (с 85 до 71 сделки за 3



месяца), торговый оборот – на 7% по сравнению с первым кварталом прошлого года (с \$5.4 млн до \$5 млн). Лидером по торговым оборотам остались акции торговой сети Магнит (до \$9 млн). Высокая активность также наблюдалась в акциях Аптечной сети 36.6 (\$7.5 млн) и Седьмого континента (\$6.2 млн). В среднем торговый оборот по акциям рассматриваемых компаний составил \$4.5 млн за квартал.

### Потребительский сектор – лидер по количеству IPO

**Во II квартале компании сектора привлекли \$4.8 млрд**

Во втором квартале на фондовый рынок с IPO вышли сразу 7 новых эмитентов. Причем если IPO четырех из этих компаний были ожидаемыми, то три эмитента, относящиеся к сектору девелопмента, решили выйти на рынок неожиданно, что, тем не менее, не помешало им неплохо провести IPO. Суммарный объем привлеченных средств равен \$4.82 млрд. Суммарная капитализация 7 компаний составила \$23.84 млрд. За исключения фармацевтической компании Фармстандарт и девелопера AFI Development, все компании разместились по нижней границе ценового диапазона, определенного организаторами. Однако недостатка спроса на размещения не было, книга заявок для большинства IPO была переподписана. В условиях большого количества размещений компании решили повысить потенциал роста своих акций. Неудовлетворительными можно назвать лишь два IPO – торговой сети Дикси, которой в связи с недостаточным спросом пришлось снизить ценовой диапазон и разместиться по его нижней границе, а также девелоперской группы PTM, которая продала свои акции ниже объявленного ценового диапазона.

Компания	Тикер	Торговая площадка	Организатор	Ценовой коридор	Цена размещ-я	Объем привлеченных средств	Размещено % от уставного капитала	МСар	Оценка МСар БКС
Нутритек	NTRI	PTC, MMBБ	Ренессанс Капитал	\$53-63	\$53	\$200 млрд	23%	\$856.3 млн	\$1 млрд
Фармстандарт	PHST	PTC, MMBБ LSE (1 акция = 4 GDR)	Citigroup UBS Investment Bank	\$46.2-58.2	\$58.2	\$880 млн	40% акций (18.3% в России, 21.7% – в виде GDR на LSE)	\$2.2 млрд	\$2.1 млрд
Росинтер	ROST	PTC, MMBБ	Ренессанс Капитал	\$31-43	\$32	\$100 млн	40%	\$400 млн	\$480-500 млн
Дикси	DIXY	PTC, MMBБ	Ренессанс Капитал, Deutsche Bank	\$14.4-15.8	\$14.4	\$360 млн	42%	\$864 млн	\$1.1 млрд
ПИК	PIKK	PTC, MMBБ LSE (1 акция = 1 GDR)	Deutsche Bank AG, Morgan Stanley, Nomura International	\$25-31	\$25	\$1 800 млн	15% (4.85% в России, 10.15% в виде GDR)	\$11.9 млрд	\$13.8 млрд
AFI Development	AFID	LSE (1 акция = 1 GDR)	Deutsche Bank, Morgan Stanley, Goldman Sachs Int	\$10-14	\$14	\$1.4 млрд	19.1%	\$7.33 млрд	\$12.7 млрд
PTM	RTMC	PTC, MMBБ	ING	\$2.6-3.25	\$2.3	\$80 млн	25.8%	\$310 млн	-

Источник: данные компаний, БКС

### После IPO движение акций было смешанным

Как правило, в первые два месяца после IPO котировки новых эмитентов демонстрируют отрицательную динамику. Так произошло с тремя из семи компаний. На конец квартала бумаги AFI Development подешевели в Лондоне на 18.4%, акции Нутритека – на 8.7% и акции Дикси – на 2.8% с момента размещения. Тем не менее завидную стойкость продемонстрировали бумаги ПИК (+0.4%) и Фармстандарта (+4%). Значительный рост продемонстрировали акции сети ресторанов Росинтер Ресторантс, прибавив в стоимости к концу июня 14.4%.

**За первые два месяца 2007 года реальные располагаемые доходы населения возросли на 12.7% в годовом исчислении**

Общая экономическая конъюнктура в стране и рост уровня благосостояния населения способствуют дальнейшему увеличению торговых оборотов компаний потребительского сектора и розничной торговли. По данным ФСГС, в мае денежные доходы на душу населения возросли на 21.6% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Рост величины реальных

располагаемых денежных доходов населения в мае составил 11.9% по сравнению с соответствующим периодом 2006-го. При этом рост индекса потребительских цен в мае составил 7.6% по отношению к маю прошлого года. Центральный банк продолжает снижать ставку рефинансирования, что ведет к снижению ставок по депозитам и кредитам и, соответственно, способствует росту расходов населения и снижению доли сбережений. Общая численность безработных в мае сократилась на 7.5% по сравнению с маем прошлого года. По прогнозам МЭРТА, рост реальных располагаемых доходов по консервативному сценарию развития событий составит в 2007 году 8.6%, по более оптимистичному – 9.5%.

## Производители продуктов питания

**Вимм-Билль-Данн: на радость инвесторам – +78% с начала года**

**факторами роста стала сильная отчетность ВБД за 2006-й и I квартал 2007 года**

**В 2007 году ВБД ждет роста продаж на 20-24% и роста рентабельности по EBITDA до 14%**

**Инвестиции в 2007 году составят порядка \$150 млн**

**Новый катализатор роста котировок – слухи о продаже Danone части компании**

**С начала года Danone увеличил свой пакет в ВБД на 4.66%**

**Представитель Danone вошел в совет директоров ВБД**

**Дальнейшее увеличение доли Danone в капитале ВБД, скорее всего, приведет к очередному росту котировок...**

**У Danone есть реальные шансы увеличить свой пакет до блокирующего**

Акции компании Вимм-Билль-Данн, одного из крупнейших производителей продуктов питания в России, во втором квартале вновь продемонстрировали отличный результат – котировки выросли на 42%. Рост стоимости акций ВБД был вызван публикацией сильной отчетности за 2006 год, которая существенно превзошла ожидания рынка, а затем поддержан выходом данных за I квартал текущего года, которые подтвердили ожидания относительно дальнейшего улучшения операционных показателей компании. Чистая прибыль увеличилась по итогам квартала на 84.8%, выручка – на 40.1%, EBITDA – на 58.8%. После объявления результатов ADR компании на NYSE начали резкий рост и достигли исторического максимума – \$93.45 за расписку.

Кроме того, компания озвучила прогнозы по росту своих финансовых показателей на конец года. В ходе телефонной конференции руководители ВБД заявили, что в 2007 году ожидается рост рентабельности по EBITDA до 14% (в 2006-м – 13.3%), а в 2008-м – до 15%. При этом за счет улучшения логистики и органического роста компании также ожидается сохранение высоких темпов роста выручки – на уровне 20-24%, т. е. до \$2.11-2.18 млрд в 2007 году. Это при том, что темпы роста основного, молочного, рынка в России замедлятся до 6-7%. Наша оценка выручки на следующий год составляла \$1.9 млрд. Кроме того, по словам главы компании Тони Майера, капитальные вложения составят от 7% до 8% от выручки, т. е. порядка \$150 млн, что заметно ниже объема капвложений в 2006 году (\$262 млн). В целом же глава ВБД заявил, что компания рассматривает возможность для расширения своих производственных мощностей и готова потратить на поглощения более \$1 млрд. При этом ВБД намерен не только покупать профильные предприятия в молочном, соковом бизнесе или в сегменте детского питания, но также готов диверсифицировать бизнес. Эти заявления подстегнули интерес к компании на рынке.

Но в конце квартала появился новый катализатор роста котировок ВБД – разговоры о том, что французская Danone может купить либо всю компанию, либо ее молочный бизнес. По итогам 2006 года Danone принадлежало 13.7% акций, но к концу первого полугодия 2007-го французская компания докупила 2 млн обыкновенных акций и, таким образом, увеличила свой пакет до 18.36%. При этом ранее сообщалось, что российские акционеры ВБД, входящие в совет директоров компании, Михаил Дубинин, Сергей Пластинин и Александр Орлов, напротив, снизили свои доли в уставном капитале компании в совокупности на 0.82% – до 12.74%. В итоге Danone сейчас является крупнейшим акционером ВБД. В пресс-службе компании сообщили, что вырученные средства основатели планируют направить на развитие собственного бизнеса. Другим фактом, который поддержал предположения о возможной сделке, стало вхождение в совет директоров ВБД представителя Danone.

Слухи о возможном поглощении ВБД французским гигантом ходят уже давно. Danone приобрел свой первый пакет акций российской компании еще на ее IPO в 2002 году. Компании даже вели переговоры о сделке, однако в 2003 году они были прерваны. Основные акционеры ВБД говорят сегодня, что не готовы продавать свои акции, однако у Danone есть возможность докупить их до блокирующего пакета с рынка, как он делал до сих пор. Отметим, что теоретически на NYSE торгуется порядка 32% акций ВБД, в РТС – около 19%. Однако в реальности есть основания полагать, что небольшие пакеты акций

сосредоточены у крупных инвестфондов и портфельных инвесторов, поэтому быстро увеличить свой пакет до 25% у Danone вряд ли получится. Тем не менее в случае появления подобных новостей в дальнейшем рынок, по всей видимости, вновь отреагирует на них ростом котировок ВБД.

Отметим также, что консолидация молочных активов ВБД в одну компанию, которая уже практически завершена, очень удобно укладывается в рамки предположений о продаже молочного сегмента.

**Мы считаем, что раньше второй половины 2008 года о сделке говорить не стоит**

Как бы то ни было, мы считаем, что ни в этом году, ни как минимум в первой половине 2008 года сделки, на которой сейчас котировки ВБД достигли исторических максимумов, не произойдет. Во-первых, максимальные результаты от проводимой в настоящее время программы оптимизации издержек и консолидации молочных и соковых активов, а соответственно, и наилучшие показатели рентабельности компании будут достигнуты не ранее 2008 года, следовательно, продавать долю в ВБД до этого момента означает продавать ее дешевле, чем это возможно в будущем. Кроме того, на наш взгляд, продажа молочного сегмента в отдельности вообще представляется маловероятной. Если посмотреть на последние данные по структуре продаж, то доля молочного сегмента продолжает увеличиваться (76.3% в выручке на конец I квартала 2007-го против 74.3% в I квартале 2006-го), и его продажа означает продажу практически всей компании. Кроме того, напомним, что основатели ВБД уже несколько лет активно расширяют собственные агропромышленные комплексы, которые в большинстве своем являются молочными фермами. На базе ВБД, этих агрокомплексов, а также других активов основателей компании планируется создать многопрофильный холдинг, его формирование ожидается как раз в 2008-2009 годах. Кроме того, если будет продано молочное направление, под большим вопросом становится дальнейшее развитие сегмента детского питания, которое ВБД для себя определил как приоритетное. Без молокоперерабатывающих активов ВБД будет намного сложнее развивать это направление высокими темпами. В самом Danone практически не комментируют увеличение своей доли в ВБД и планы по его поглощению.

**Громких новостей от Лебедянского во втором квартале не было**

Громких новостей от Лебедянского, крупнейшего производителя соков в России, во втором квартале не было. Опубликованная в конце мая финансовая отчетность за 2006 год и первый квартал была воспринята спокойно и не привела к существенному росту котировок компании. В результате и акции компании показали довольно скромный результат (+5.6% по итогам квартала).

**Продажи компании растут более чем на 20% быстрее рынка**

При этом отметим, что данные за 2006 год были сильными. Продажи в денежном выражении увеличились по сравнению с 2005 годом на 38%, до \$709.7 млн, без учета ООО "Троя-Ультра" – на 36%, до \$702.3 млн. Причем компания продолжает расширять сегмент детского питания высокими темпами – продажи детского питания в натуральном выражении выросли на 36%, в денежном – на 63% по отношению к 2005 году. Рентабельность по EBITDA составила 19.6%, что ниже 2005 года (22.4%), однако остается довольно высоким показателем в сравнении со средними по рынку. Чистая прибыль возросла на 15%, до \$86.1 млн, что соответствует чистой рентабельности в 12.1%.

В первом квартале темпы роста продаж оставались высокими: выручка по отношению к I кварталу 2006 года выросла на 39%, до \$210 млн. Если компания сохранит эти темпы роста во II-III кварталах, по итогам года Лебедянский может превысить наш прогноз по росту выручки (31%). Также отметим, что снижение рентабельности приостановилось: маржа по EBITDA составила по итогам квартала 19.76% – на уровне конца 2006 года. По данным ACNielsen, доля рынка компании выросла до 31.5% в объемном выражении и 32.3% – в денежном (включая 2% доли ООО "Троя-Ультра").

Что касается дивидендов, то за 2006 год компания приняла решение выплатить 28.42 руб. (\$1.12) на одну обыкновенную акцию. Таким образом, суммарный объем дивидендных выплат составит 580.1 млн руб., что соответствует 25% чистой прибыли. Из расчета стоимости акций на дату закрытия реестра дивидендная доходность составила 1.3%, что в целом соответствует среднему уровню данного показателя на российском рынке.

## Итоги I квартала

	LEKZ		WBD	
	IQ 2007	Изм. к IQ 06	IQ 2007	Изм. к IQ 06
Объем выручки	210.0	24.3%	542.8	40.1%
Напитки	185.8	39.3%	92.9	26.4%
Детское питание	24.2	37.5%	35.7	36.8%
Молочные продукты	-	-	414.2	43.9%
Доля рынка соков за 9 м. 06	32.3%		13.0%	
Рентабельность по EBITDA	19.8%	-4.0%	12.9%	1.5%
Чистая рентабельность	11.4%	-4.4%	5.9%	1.4%

Источник: данные компаний, ACNielsen

## Что ожидать от WBD и LEKZ в III квартале

## Факторы роста ВБД

Несмотря на то что акции ВБД выглядят значительно переоцененными по сравнению с другими компаниями отрасли, в третьем квартале могут появиться новые катализаторы для роста его котировок – такие как завершение консолидации в сегменте молочных активов, покупка новых производственных активов или увеличение доли Danone в уставном капитале ВБД, о чем может стать известно при публикации отчетности за первое полугодие 2007 года. Кроме того, отметим другой сильный фактор роста котировок на внутреннем рынке. Спрэд между ценой акций в России и ADR в Нью-Йорке расширился до рекордных 48% по сравнению с 19% на конец первого квартала и 11% – на конец 2006 года. Рост стоимости ADR заметно опередил рост акций на внутреннем рынке, и в этом квартале котировки на внутреннем рынке могут подтянуться к стоимости ADR.

## Факторы роста Лебедянского

Что касается Лебедянского, то вновь отметим, что, исходя из сравнительного анализа, его акции в принципе выглядят недооцененными. Однако в свете насыщенного информационного фона вокруг ВБД и появления новых идей в секторе после большого числа IPO в прошлом квартале котировки Лебедянского в будущем могут отставать от акций других компаний сектора. Хотя фундаментально акции Лебедянского выглядят довольно сильно. В случае, если, по данным отчетности за первое полугодие, снижение показателей рентабельности приостановится, акции Лебедянского получат сильный стимул для роста. Мы по-прежнему сохраняем позитивный взгляд на развитие компании и рекомендуем ее бумаги к покупке для формирования долгосрочного портфеля.

## Сравнительные коэффициенты

	P/E	P/S	P/EBITDA
<b>LEKZ</b>	<b>19.7</b>	<b>2.4</b>	<b>12.2</b>
Для производителей напитков			
среднее для развитых стран	35.4	1.9	11.8
среднее для развивающихся стран	37.8	2.3	14.8
<b>WBD</b>	<b>50.1</b>	<b>2.7</b>	<b>21.9</b>
Для производителей молочной продукции			
среднее для развитых стран	25.9	0.8	8.9
среднее для развивающихся стран	28.9	1.5	11.7

Источник: PTC, Bloomberg

## Нутритек: новые акции в потребительском секторе – новые перспективы

Весной этого года на фондовом рынке появились акции еще одного крупного производителя продуктов питания – компании Нутритек. В конце апреля Нутритек провел IPO, разместив 3.77 млн акций на российских площадках. Цена размещения соответствовала нижней границе определенного организаторами ценового диапазона – \$53 за акцию, таким образом, компания привлекла около \$200 млн.

## Крупнейший российский производитель детского питания, третий на рынке молочных продуктов

Нутритек является крупнейшим производителем детского питания в России и третьим по объему продаж российским производителем молочных продуктов. Компания основана в 1990 году и включает в себя 12 заводов в России, на Украине и в Эстонии. Также в компанию входит два крупных агрохолдинга и два логистических центра. Кроме того, компания сейчас работает над масштабными проектами в Восточной Азии. Компания собирается запустить в Китае два крупных предприятия по выпуску детского питания и молочных продуктов. Помимо этого в

последние несколько лет Нутритек заметно увеличил свои мощности в результате сделок M&A, а также провел модернизацию основных производственных активов (только в прошлом году он инвестировал порядка \$180 млн в модернизацию). Сегодня компания имеет сильные технологические преимущества по отношению к другим российским производителям, что позволяет ей успешно конкурировать и с иностранными фирмами. Также сильным козырем Нутритека можно назвать то, что он является единственным на территории России производителем заменителя грудного молока, а также ряда специальных лечебных продуктов детского питания.

На текущий момент деятельность Нутритека сосредоточена в двух направлениях: производстве молочных продуктов и детского питания. В молочном сегменте Нутритек зарабатывает на высоких объемах продаж, и на текущий момент его цель – повысить рентабельность в данном направлении. Это компания собирается сделать за счет выхода в более высокий ценовой сегмент. В сегменте детского питания Нутритек предлагает полный спектр продукции. В этом сегменте у Нутритека есть возможности для роста в двух направлениях – в наращивании объемов продаж и в повышении показателей рентабельности. В текущий момент продукция компании по большей части находится в низком и среднем ценовых сегментах, и она намерена перевести часть своих брэндов в более высокие ценовые сегменты, а также увеличить долю продукции с более высокой добавленной стоимостью.

#### **Проекты в Китае и Новой Зеландии открывают большие перспективы для роста компании**

Планы Нутритека по выходу на рынок Юго-Восточной Азии, в частности в Китай, на наш взгляд, открывают хорошие перспективы для роста капитализации компании. На китайском рынке детского питания сейчас наблюдаются такие же изменения, как и на российском: доходы населения повышаются, и спрос потребителей сдвигается в сторону готового детского питания, в частности среди городского населения. Кроме того, меняется и культура потребления – высокими темпами растут продажи молочных продуктов. В Китае Нутритек решил заниматься производством и продвижением как молочной продукции, так и детского питания. На территории страны создается два предприятия. Для обеспечения китайских предприятий основным сырьем Нутритек купил 5.6-процентную долю New Zealand Dairies Ltd (NZD), нового завода по переработке молока и производству детского питания в Новой Зеландии. После того как регулирующие органы дадут разрешение на увеличение Нутритеком доли в NZD, российская компания намерена в этом году увеличить свой пакет до контрольного. Продажи продукции NZD начнутся уже в сентябре текущего года. Продажи в Китае начнутся уже через год – во второй половине 2008 года. Сегодня Нутритек не разглашает мощностей и ожидаемых объемов производства китайских предприятий, однако сообщает, что, по его прогнозам, на конец 2009 года выручка азиатских предприятий будет составлять 25-30% доходов группы, при этом называется сумма порядка \$200 млн.

#### **По итогам 2006 года рост выручки ожидается на уровне 60%**

Суммарный торговый оборот Нутритека в 2005 году составил \$229 млн, что на 16% выше показателя 2004 года. При этом выручка в сегменте детского питания увеличилась на 36.8%, а в молочном сегменте – на 11.3%. Так как финансовый год для компании завершается в конце марта, она пока не опубликовала свои финансовые результаты за 2006 год. Однако данные за первое полугодие 2006 года (9 месяцев) дают основания рассчитывать на высокие темпы роста по итогам года. С марта по сентябрь выручка в сегменте детского питания увеличилась в 2.1 раза по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года, в молочном сегменте – на 57.7%, суммарный рост продаж составил 76% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года. С ростом доли сегмента детского питания рентабельность по EBITDA увеличилась до 13.8% с 12.6%. Основной причиной для такого внушительного роста в первую очередь стала консолидация показателей двух приобретенных в прошлом году предприятий – Славекса и Хорольского ММК.

#### **Хороший претендент для долгосрочного портфеля**

На наш взгляд, акции Нутритека обладают высоким потенциалом роста. Во-первых, темпы роста рынка детского питания в ближайшие 5 лет ожидаются на уровне 16.6% – это один из наиболее высоких показателей на российском потребительском рынке. Кроме того, при проведении IPO в оценке стоимости компании не учитывались южноазиатские проекты группы. Запуск завода в Новой



Зеландии в этом году и в Китае в следующем обеспечит большие перспективы роста акций Нутритека. Мы рекомендуем покупать акции Нутритека для формирования долгосрочного портфеля.

	P/E 06E	P/S 06E	EV / EBITDA 06E
<b>NTRI</b>	<b>37.1</b>	<b>2.1</b>	<b>16.6</b>
<i>Для производителей пива</i>			
среднее для развитых стран	26.1	2.1	13.9
среднее для развивающихся стран	36.4	2.8	21.6

Источник: PTC, Bloomberg

## Пивоварение

**Несмотря на сильную отчетность за I квартал, акции Балтики подешевели на 3.4%**

Акции пивоваренной компании Балтика во втором квартале подешевели на 3.4%, тем самым нивелировав часть роста, достигнутого в первом квартале (с начала года рост котировок составил 11.2%). Тем не менее, на наш взгляд, такая динамика акций Балтики не соответствует фундаментальным характеристикам компании. В стоимости акций никак не отразился выход сильной отчетности за первый квартал текущего года. Согласно опубликованным данным, рост объема продаж в натуральном выражении составил рекордные для рынка пива 41.6% – увеличение до 8.7 млн гл. Продолжает развиваться экспортное направление – рост объема продаж на экспорт составил 40.4%, с учетом лицензионных продаж на Украине рост продаж за рубежом – 53.3%.

**Балтика продолжает получать синергетический эффект от объединения**

Динамика основных операционных показателей оказалась впечатляющей, причем рост операционной и чистой прибыли превысил увеличение продаж, что говорит о повышении эффективности работы Балтики. При этом негативный эффект от повышения акцизов оценивается компанией в -0.9% прироста. Как и ожидалось, Балтика продолжает получать синергетический эффект от консолидации. Эффект от улучшения логистики и оптимизации административных расходов составил +0.6% и +1% в приросте операционной рентабельности соответственно. В целом же операционная рентабельность поднялась до 20.2% с 16.9% в первом квартале 2006 года. Чистая рентабельность повысилась на 0.7%, до 14% в первом квартале.

**По итогам первого полугодия 2007 года данные о темпах роста продаж, скорее всего, также будут весьма впечатляющими**

Однако необходимо отметить, что впечатляющие показатели прироста связаны не только с улучшением эффективности работы Балтики. Напомним, что отчетность компании в первом и втором кварталах прошлого года была относительно слабой в связи с запуском процесса консолидации четырех пивоваренных компаний. Поэтому превышение текущих показателей над соответствующими значениями 2006 года неудивительно. По всей видимости, результаты Балтики за первое полугодие текущего года, которые будут опубликованы 8 августа, также будут весьма впечатляющими.

**Рост рынка пива в 2007 году превзойдет прогнозы экспертов**

По итогам первого квартала 2007 года стало понятно, что в текущем году прогнозы экспертов по поводу замедления темпов роста рынка пива до 4-5% не оправдаются, прогнозный диапазон сдвигается до 6-8% прироста рынка. Очевидно, что Балтика сумеет продемонстрировать рост выше рынка как благодаря лидирующим позициям в отрасли, так и из-за широкой системы дистрибуции и проводимым маркетинговым мероприятиям, благоприятная конъюнктура на рынке окажет дополнительную поддержку темпам роста продаж Балтики.

**Балтика довела свою долю на рынке до 37.5%**

Подтверждаются ожидания относительно того, что после объединения доля Балтики на российском рынке пива будет увеличиваться и к концу года достигнет 40%. По данным за первый квартал, доля рынка Балтики выросла до 37.5% против 34.9% в первом квартале 2006 года.

**Компания продолжает расширяться – в первом квартале инвестиции составили 67 млн евро**

Суммарный объем инвестиций в первом квартале составил 67 млн евро, Напомним, что компания приобрела этой весной новую солодовню в Ярославле, ведет строительство нового завода в Новосибирске общей мощностью 4.5 млн гл, а также продолжает реализацию проекта по увеличению мощностей на предприятии Балтика-Самара до 6.5 млн гл в год. Реализация этих проектов и интеграция новых мощностей по производству сырья становятся дополнительными факторами в пользу роста стоимости компании. Мы сохраняем

наш позитивный взгляд на акции компании и рекомендацию "ПОКУПАТЬ" с ценовым ориентиром \$55.3 за акцию.

**В мае было запущено производство пива в Великобритании**

**В 2007 году там планируется продать 1 млн л пива "Балтика №3"**

Других новостей, помимо публикации данных за первый квартал, в последние три месяца было немного. Среди наиболее важных отметим подписание лицензионного соглашения между Балтикой и Scottish & Newcastle о начале производства пива под брэндом "Балтика №3 Классическое" в Великобритании, запуск должен был начаться в мае. В связи с началом производства планируется значительное расширение системы дистрибуции. Только в сегменте он-трейд (бары, кафе, рестораны) к концу 2007 года российское пиво будет продаваться в 2800 точках против сегодняшних 500. Компания также планирует развивать и сотрудничество с крупнейшими розничными сетями, такими как Tesco, Waitrose, Sainsbury. Согласно прогнозам, к концу четвертого квартала "Балтика №3" появится более чем в 1500 розничных точек. Предполагаемый объем продаж в Великобритании в этом году превысит 1 млн л (0.02% от объема продаж Балтики в 2006 году). Хотя, очевидно, резкого роста консолидированных продаж Балтики с запуском производства в Великобритании ожидать не приходится, тем не менее в долгосрочной перспективе, после тестирования рынка Англии, мы не исключаем выход компании на рынки и других европейских стран.

	P/E	P/S	EV / EBITDA
<b>РКВА</b>	<b>17.8</b>	<b>3.5</b>	<b>10.8</b>
<i>Для производителей пива</i>			
среднее для развитых стран	24.6	2.6	12.5
среднее для развивающихся стран	33.4	3.5	17.9

Источник: PTC, Bloomberg

Исходя из оценки сравнительных коэффициентов, акции Балтики по-прежнему выглядят недооцененными как по отношению к компаниям развивающихся, так и развитых стран. По коэффициенту P/E акции Балтики сегодня торгуются с дисконтом порядка 38% к акциям компаний развитых стран и с почти 90-процентным дисконтом – к бумагам пивоваренных компаний развивающихся стран. Также о существенной недооценке акций Балтики говорит сравнение коэффициентов EV/EBITDA: акции Балтики торгуются с дисконтом порядка 15% к компаниям развитых и более 65% – развивающихся стран. Сравнение показателей Балтики со средним уровнем коэффициента P/S для развивающихся стран указывает на адекватную оценку, по отношению же к акциям компаний развитых стран Балтика торгуется с премией в 24%. В среднем же Балтика выглядит недооцененной на 50% по отношению к развивающимся странам и на 10% – по отношению к развитым. Мы рекомендуем покупать акции Балтики с ценовым ориентиром \$55.3 за акцию.

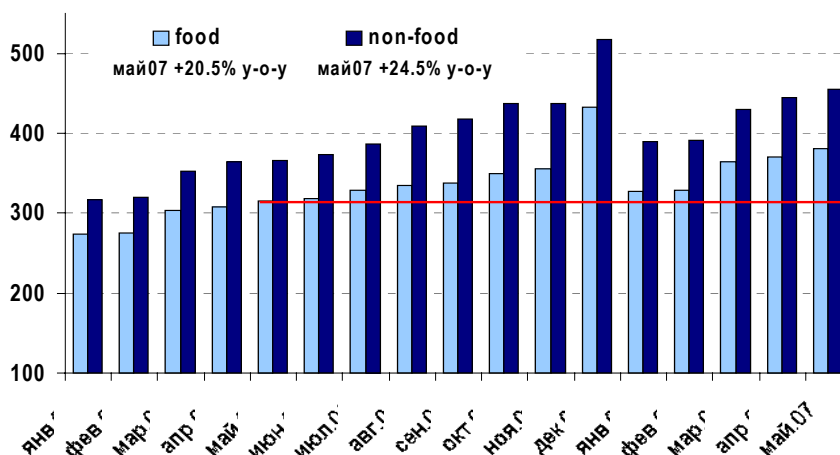


## Розничные сети

**Рост рынка розничной торговли вдвое превышает рост ВВП**

Российский рынок розничной торговли продолжает расти высокими темпами. В мае оборот розничной торговли продуктами питания по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличился на 20.5%, в непродовольственном секторе рост составил 24.5%. Тенденция к росту организованной торговли сохраняется – доля рынков снизилась в мае до 15.3% (19.8% – в мае 2006 года). Рост доходов населения, низкий уровень доли современных форматов розничной торговли (около 20% в общем торговом обороте), а также начало предвыборного периода, когда, как правило, существенно растут расходы государства на различные социальные проекты, дают основания ожидать сохранения высоких темпов роста и в дальнейшем. В 2007-2010 годах средний рост продаж крупнейших ритейлеров в России ожидается на уровне 40-42% в год.

**Оборот розничной торговли, млрд руб.**



Источник: ФСТС

**Акции X5 Retail Group подорожали за 3 месяца всего на 6.2%**

Акции компаний сектора розничной торговли в прошлом квартале высоких прибылей не принесли. Наилучший результат показали GDR сети X5 Retail Group – 6.2%, таким образом, с начала года расписки подорожали на 9%. В целом сильных факторов для роста GRD X5 в прошлом квартале не было. Рынок ждал новостей о параметрах готовящейся допэмиссии, не особо реагируя на хорошие данные по сопоставимым продажам в первом квартале. Однако ситуация так до конца и не прояснилась, X5 лишь сообщила, что допэмиссия будет проводиться на \$1 млрд, а не на \$2 млрд. В июле должен быть размещен первый транш облигационного займа на 9 млрд руб., по всей видимости, условия доразмещения акций будут оглашены после него.

**Компания открывает на Украине подразделение**

Тем не менее поддержку котировкам оказали новости о готовящейся сделке по покупке липецкой сети Корзинка, владеющей 21 магазином общей площадью около 20 тыс. кв. м, а также об открытии подразделения на Украине, которое возглавит экс-президент голландской ритейлерской сети Ahold Жако Булен. Активная экспансия начнется в 2008 году, причем в основном планируется продвигать форматы супермаркета и гипермаркета площадью 4-12 тыс. кв. м. Развитие сети дискаунтеров, по словам гендиректора X5 Льва Хасиса, компания либо отложит на более поздний срок, либо будет осуществлять в рамках совместного предприятия с одним из местных игроков. Одним из ее партнеров, пишет издание, может стать украинский ритейлер АТБ (184 магазина на Украине). В АТБ подтвердили, что компания получила от X5 предложение о сотрудничестве, в рамках которого может быть создано СП.

**В третьем квартале мы ожидаем появления новостных факторов, которые могут поддержать рост котировок**

На наш взгляд, в предстоящем квартале X5 активизирует свои усилия по расширению сети за счет покупок региональных компаний, и рынок, по всей вероятности, будет реагировать на подобные новости положительно. Поскольку допэмиссия, видимо, будет проведена менее чем на 15% уставного капитала, она не должна привести к существенному падению акций. В то же время RDR компании могут появиться на российской площадке, что могло бы повысить интерес к компании, однако ликвидность RDR на внутреннем рынке, скорее всего,

**Акции Магнита принесли в I квартале всего 1%**

**В 2007 году темпы роста торгового оборота сохраняются на высоком уровне**

**Открыт новый распределительный центр**

**Акции Седьмого континента упали за квартал на 8.2%**

**В I квартале он купил 47 торговых объектов в Москве и регионах**

**К 2009 году СК планирует увеличить число гипермаркетов с 4 до 50, при этом число супермаркетов должно удвоиться**

**Торговая сеть Дикси  
Не самое удачное IPO**

будет низкой.

Первый квартал для розничной сети Магнит был довольно спокойным. Публикуемые ежемесячно операционные результаты были традиционно сильными. Так, торговый оборот за первые пять месяцев составил \$1.53 млрд (+55.2% к аналогичному периоду прошлого года), чистая выручка также выросла на 55.2% – до \$1.34 млрд. Однако темпы расширения сети были несколько ниже наших прогнозов – за первые пять месяцев сеть открыла 91 магазин. В нашей модели оценки стоимости компании заложено увеличение количества магазинов к концу года до 2210 торговых объектов.

Также позитивной новостью, на наш взгляд, является запуск нового распределительного центра. До конца года будет открыт еще один РЦ в Челябинске и запущена вторая очередь РЦ в Иванове. Напомним, что развитием собственной логистики Магнит занялся сравнительно недавно, сегодня число распределительных центров достигло уже 7 объектов. Магнит развивает логистику столь же быстро, как и торговую сеть, что дает основания для ожиданий роста эффективности работы торговой сети, а соответственно, и рентабельности. Наша оценка справедливой стоимости акций Магнит – \$57.5 за акцию, рекомендация – "ПОКУПАТЬ".

Акции сети супермаркетов Седьмой континент во втором квартале не смогли противостоять давлению рынка. Котировки Семерки опустились за три месяца на 8.2%, таким образом растеряв накопленный за первый квартал рост. Опубликованная отчетность по МСФО за 2006 год оказалась на уровне ожиданий. Основные показатели совпали с предварительными данными управленческой отчетности. Выручка компании выросла на 34%, операционная прибыль поднялась на 30%, при этом рост чистой прибыли составил 44%: она повысилась до \$67.6 млн, главным образом благодаря резкому росту процентных доходов – почти в 4 раза (с \$4.4 млн до \$16.8 млн). В целом, несмотря на то что расширение торговой сети в прошлом году проходило медленными темпами (за год было открыто всего 12 супермаркетов), показатели валовой и операционной рентабельности по итогам года снизились, что в компании связывают с выходом в новый формат гипермаркетов.

Вместе с выпуском отчетности Седьмой континент обозначил стратегию развития до 2009 года. Согласно ей, Семерка планирует за этот период увеличить число гипермаркетов с 4 до 50, при этом число супермаркетов должно удвоиться. Общий объем капитальных вложений на ближайшие четыре года планируется на уровне \$1.3 млрд (объем инвестпрограммы на текущий год составит порядка \$330 млн). Кроме этого, в ближайшие три года Седьмой континент ожидает рост выручки не менее 35% в год, отметим, что это все-таки ниже прогноза 10 крупнейших ритейлеров – в среднем 40-42% в год. С одной стороны, амбициозные планы по открытию гипермаркетов и увеличению числа супермаркетов создают потенциал для существенного роста стоимости компании. С другой стороны, годом ранее СК также заявлял о планах открывать не менее 25 магазинов в год, однако мы этого не увидели. Мы сохраняем рекомендацию "ДЕРЖАТЬ" по акциям компании.

В прошлом квартале ничего не было слышно о планах по возможному размещению акций Седьмого континента на LSE. Как сообщалось ранее, СК сейчас рассматривает вопрос продажи 25-процентного пакета акций, сформированного в равных долях из акций, принадлежащих сейчас основным акционерам сети, и переданного в собственность иностранной компании (она будет зарегистрирована до конца 2007 года). Исходя из сравнительных коэффициентов (P/S, P/EBITDA), среди всех ритейлеров только акции Седьмого континента являются недооцененными по отношению к акциям развивающихся стран. Крупные сделки по покупке торговых сетей в начале года и их интеграция может обеспечить в 2007 году хорошие показатели роста продаж, а сравнительно высокие коэффициенты рентабельности позволят Семерке заработать в этом году не меньше своих конкурентов с огромными торговыми оборотами.

IPO торговой сети Дикси завершилось заметно хуже ожиданий организаторов и самой компании. Компания сумела привлечь всего \$360 млн, разместив акции по нижней границе ценового диапазона – \$14.4 за акцию. При этом ей пришлось

снизить ценовой диапазон с \$16.5-22 до \$14.4-15.8 за акцию. Соответственно, капитализация Дикси составила \$864 млн, при том, что первоначально группа ориентировалась на \$1 млрд. В ходе IPO Дикси разместила 25 млн акций, а сразу после размещения проведет допэмиссию по закрытой подписке в размере 10 млн акций.

**Пятый крупнейший ритейлер в России по торговому обороту**

**Работает главным образом в Центральном и Северо-Западном ФО**

**Планирует за пять лет увеличить число магазинов более чем в три раза**

**А также провести ребрендинг, что в долгосрочной перспективе может повысить рентабельность магазинов**

**Пока Дикси оценивается рынком ниже других российских ритейлеров**

Торговая сеть Дикси является пятым крупнейшим по торговым оборотам ритейлером и работает главным образом в формате дискаунтеров, хотя также включает в себя несколько гипермаркетов Мегамарт и супермаркетов экономичного класса Минимарт. На конец 2006 года сеть насчитывала 326 магазинов общей торговой площадью 283 тыс. кв. м (собственные площади составляют 31%). Порядка 56% магазинов Дикси находится в Центральном ФО, около 26% – в Северо-Западном ФО, и порядка 18% – на Урале. В связи с агрессивными темпами расширения сети Дикси, как и многие другие федеральные ритейлеры, в последние несколько лет работает на низких показателях рентабельности, по чистой марже Дикси отстает даже от быстро растущего Магнита. При этом в ближайшие несколько лет компания не намерена снижать темпов роста – в течение 5 лет они собираются увеличить число магазинов до тысячи. Что касается показателей рентабельности, то для их улучшения сеть занялась повышением эффективности своей логистики (на сегодня она открыла 6 собственных логистических центров, и порядка 45% продукции уже поставляется напрямую). Помимо этого, Дикси намерена провести ребрендинг своих магазинов, чтобы повысить уровень лояльности покупателей, что может позитивно сказаться на трафике в магазинах сети.

На наш взгляд, акции Дикси сейчас торгуются ниже своей справедливой стоимости. По нашим предварительным оценкам, стоимость ее акций должна составлять \$16.5-17 за бумагу. Но, тем не менее, исходя из фундаментальных показателей, бумаги компании пока выглядят слабее других ритейлеров, чьи акции торгуются на фондовом рынке, и на IPO покупать их по справедливой цене инвесторам было малоинтересно. Тем не менее напомним, что в ближайшие 5 лет темпы роста розничной торговли современных форматов ожидаются на уровне 40-45% в год, и Дикси как один из крупнейших ритейлеров, на наш взгляд, уже создал базу для того, чтобы расти темпами не меньше рынка. По нашим оценкам, справедливая стоимость компании составляет от \$1-1.1 млрд, таким образом, у ее акций есть потенциал для роста. Мы рекомендуем включение акций Дикси в долгосрочный портфель.

#### Торговые сети

#### Итоги I квартала 2007 года

IQ 2007	X5 Retail Group	Магнит	7 континент	Дикси (*2006)
Объем выручки	1 106.2	781.2	288.6	1010
Изм. К IQ 06	45.1%	58.2%	29%	42.4%
Число магазинов	1224	1930	124	326
Изм. К IQ 06	30%	23%	6%	11%
EBITDA	107.1	36.1	22.4	45
EBITDA margin	9.7%	4.6%	7.8%	4.5%
Изм. Margin к 2005	0.5%	-0.6%	-5.4%	0.5%
Чистая прибыль	n/a	16.6	14.6	9
Profit margin	n/a	2.1%	5.1%	0.9%
Изм. Margin к IQ 06	n/a	-0.6%	-3.7%	-0.5%
Мсар	6343	3154	1961	700
P/E	61.7	55.4	29.0	31.6
P/S	1.8	1.3	2.0	2.2
P/EBITDA	21.5	25.8	18.9	20.6

IQ 2007	X5 Retail Group	Магнит	7 континент	Дикси (*2006)
(Премия)/Дисконт				
к развитым рынкам	-55%	-50%	-40%	-45%
к развивающимся рынкам	-15%	-4%	7%	-2%
	<b>P/E</b>	<b>P/S</b>	<b>P / EBITDA</b>	
Среднее для развитых стран	22.6	0.8	12.0	
Среднее для развивающихся стран	33.8	1.8	21.8	

Источник: данные компаний, оценка БКС  
\*данные за 2006 год

Сопоставляя сравнительные коэффициенты четырех сетей, можно сказать, что наименее переоцененными являются акции Седьмого континента (дисконт к развивающимся рынкам – 7%) и Дикси (небольшая премия в 2%), а также в некоторой степени акции Магнита (премия в 4%). Более всего ожиданий заложено в цену GDR X5 Retail Group.

## Девелопмент

### Новые девелоперы на фондовом рынке

#### AFI Development

Занимается главным образом крупномасштабными проектами

Портфель проектов включает строительство 3.2 млн кв. м недвижимости

Пока большинство проектов находятся на начальной стадии реализации, что влечет высокие риски

Однако в случае завершения всех проектов потенциал роста AFI Development окажется значительным

ПИК – самый дорогой девелопер

Выручка группы в 2006 году составила \$1.54 млрд

Число российских девелоперов, чьи акции торгуются на фондовом рынке, в этом квартале возросло благодаря IPO сразу 2 крупных компаний. Глобальные депозитарные расписки на Лондонской фондовой бирже разместила компания AFI Development. Девелопер привлек \$1.4 млрд, капитализация компании составила \$7.3 млрд. В основном AFI работает над реализацией крупномасштабных проектов, преимущественно в Москве и Московском регионе. За последние три года она завершила 8 проектов в России (контрактное строительство и девелопмент), суммарная площадь которых составила около 59 тыс. м². Практически все они были проданы. На текущий момент в собственности компании остался только один проект, способный генерировать денежные потоки. В целом же за 3 года сумма чистых активов AFI выросла более чем в 25 раз, а ее суммарные активы увеличились в 5 раз.

Основной потенциал дальнейшего роста стоимости AFI составляет большой портфель проектов, находящихся в разработке. На текущий момент он включает 21 проект суммарной площадью 3.2 млн м². Около 70% этих площадей составляют крупные многофункциональные комплексы, 11.3% – жилые комплексы, и около 10.8% – торговые центры. Мы провели оценку стоимости AFI Development путем суммирования оценок стоимости отдельных проектов группы, рассчитанных с помощью DCF-модели. В итоге была получена оценка в \$22.6 за акцию через год, что, на наш взгляд, является очень высоким ценовым ориентиром. Мы подчеркиваем, что полученная DCF-оценка компании основана на стоимости проектов после завершения, на текущий момент существенная часть данных проектов находится на подготовительном этапе. В итоге риски того, что заявленные проекты не будут завершены или будут проданы до окончания своей реализации (соответственно, дешевле, чем по завершению проектов), достаточно высоки. Но в случае, если компания будет следовать обозначенному плану, потенциал роста AFI окажется значительным. Исходя из нашей оценки, он составляет более 90%.

Неожиданно в прошлом квартале появился новый эмитент: IPO провела группа ПИК, которая теперь является крупнейшей по капитализации компаний среди девелоперов. Группа разместила на Лондонской фондовой бирже (LSE), ММВБ и в РТС 15% своих акций. Организаторами IPO выступили Deutsche Bank AG, Morgan Stanley и Nomura International. В результате IPO группа привлекла \$1.8 млрд, а ее капитализация составила \$11.9 млрд. ПИК разместила акции по нижней границе объявленного ценового диапазона \$25-31 за акцию, хотя книга заявок была переподписана несколько раз.

ГК "ПИК" является одним из крупнейших девелоперов России, работающим на рынке недвижимости с 1994 года. Основная сфера деятельности компании – строительство жилой недвижимости, производство строительных материалов, а также их продажа. В группу входит 20 предприятий, в том числе девелоперские

компании, заводы по производству строительных материалов и банк ипотечного кредитования. В 2006 году выручка группы составила \$1.546 млрд, чистая прибыль – \$298 млн, EBITDA – 486 млн, общие активы – \$2496 млн. В текущем портфеле проектов у ПИК 413 объектов. Компания в равных долях принадлежит председателю правления Кириллу Писареву и председателю совета директоров Юрию Жукову.

**Исходя из сравнительного анализа, акции ПИК оценены сейчас адекватно**

По оценке независимого оценщика CB Richard Ellis, стоимость всех проектов ПИК в стадии девелопмента составляет \$8.8 млрд. В среднем девелоперы торгуются на рынке с коэффициентом отношения капитализации к стоимости портфеля проектов 1.6-1.7х. Исходя из этой оценки, капитализация ПИК должна составить около \$14-15 млрд. На основе средневзвешенной оценки по 5 сравнительным коэффициентам мы получили оценку акций группы ПИК на уровне \$27 за акцию, что соответствует рыночной капитализации в \$13.8 млрд. Таким образом, потенциал роста акций компании составляет всего 8%.

**Открытые инвестиции**

**Компания провела очередную допэмиссию и привлекла около \$325 млн**

**По преимущественному праву было выкуплено 95% допэмиссии**

Основным событием в прошлом квартале для инвестиционно-девелоперской группы Открытые инвестиции стало завершение еще одной допэмиссии. Компания разместила по открытой подписке 1.8 млн акций, и акционеры имели преимущественное право на покупку бумаг по льготной цене. Воспользовались правом практически все акционеры – ими было выкуплено 95% допэмиссии акций компании (1 723 560 акций). Неразмещенными остались 74 503 акции. Напомним, что цена была установлена на уровне 4668.5 руб. (\$180.75), таким образом, компания дала хорошо заработать своим акционерам: на момент окончания допэмиссии цена акций на рынке составила \$280. В итоге компания привлекла более 8.46 млрд руб.

**Они купили акции с 55-процентным дисконтом к рыночной цене**

Прошлый квартал акции ОПИН завершили в отрицательной зоне, подешевев на 4.6%. На наш взгляд, это не связано с проведением допэмиссии – напротив, после ее объявления акции пошли вверх. В большей степени, на наш взгляд, отрицательная динамика связана с неблагоприятной рыночной конъюнктурой и IPO двух других девелоперов. При этом фундаментальные факторы для роста акций ОПИН были – компания опубликовала хорошие результаты работы за 2006 год. Чистые активы группы увеличились более чем в 5 раз, суммарные активы девелопера возросли более чем в 2.5 раза. Однако отметим, что столь высокий рост был ожидаемым, учитывая 2 допэмиссии акций, которые увеличили уставный капитал компании более чем в 2 раза. Тем не менее величина чистых активов оказалась выше наших прогнозов – \$1.26 млрд против \$1.15 млрд соответственно – в связи с превзошедшим наши ожидания приростом собственного капитала за счет переоценки земельных активов. Соответствующий фонд вырос с \$69.3 млн до \$113.4 млн.

**ОПИН продолжает увеличивать земельный банк**

**За 2006 год он вырос на 130 га**

**С начала 2007-го – на 2730 га**

Кроме того, наши ожидания относительно дальнейшего расширения земельного банка компании оправдались. Земельные активы компании за 2006 год выросли примерно на 130 га (Лукино, Горки-10, Павлово-2, Большое Пестово) и составили на 31 декабря 2006 года свыше 770 га. В 2006 году компания также выдала авансы на сумму около \$345 млн для последующего приобретения более 2000 га (Большое Пестово, Тимонино, Завидово, Сочи). В январе 2007 года группа приобрела компании, владеющие приблизительно 1237 га земельных участков в Тверской области (Завидово), общей стоимостью \$85 млн. И совсем недавно было объявлено о покупке компаний Агросистема и Инвест Сервис, которым принадлежат в совокупности 3.5 тыс. га земли. Из них 315 га находится в районе Большого Пестова на Дмитровском шоссе, а 3.2 тыс. га – в Тверской области. В результате земельный банк ОПИН вырос до 5.4 тыс. га. На купленных участках девелопер планирует строить коттеджные поселки, а участок в районе Большого Пестова пойдет на развитие уже строящегося коттеджного поселка Пестово. Также в пресс-релизе компании говорится, что развитие проекта "Пестово" предполагает приобретение новых участков общей площадью до 1 тыс. га.

Увеличение земельного банка, а значит и базы для запуска новых проектов, в частности строительства коттеджных поселков – наиболее рентабельного бизнеса ОПИН, – мы оцениваем весьма положительно. В текущий момент наша оценка справедливой стоимости находится на уровне \$314.2 за акцию, и в принципе появились факторы для ее пересмотра (включение в оценку новых земель).



Однако, так как потенциал роста остается довольно высоким, мы считаем более разумным дожидаться обозначения параметров новых проектов, которые будут запущены на приобретенной земле. Пока мы сохраняем наш позитивный взгляд на развитие компании и рекомендацию "ПОКУПАТЬ" по ее акциям.

**В августе-сентябре ожидается обозначение параметров разделения активов Интеррос между г-ми Прохоровым и Потаниным**

В третьем квартале следует ожидать решения о разделении активов холдинга Интеррос, которому принадлежит порядка 60% акций ОПИН. В начале года основные владельцы холдинга объявили о разделении входящих в него активов. Первые условия этого раздела должны появиться в августе-сентябре. И хотя, на наш взгляд, это не должно сказаться негативно на деятельности и перспективах ОПИН, связанные с этим процессом риски нельзя исключать. В целом же доля Интерроса в Открытых инвестициях будет поделена между партнерами Михаилом Прохоровым и Владимиром Потаниным на паритетных началах, при этом в дальнейшем возможны продажа одним из партнеров своего пакета другому и консолидация полного пакета в руках одного акционера.

2006	ОПИН	AFI Development	Система-Галс	ПИК
Объем выручки, \$ млн	85.6	3.9	282.9	1458.88
Изм. к 05	-8.0%	58.2%	29%	42.4%
Стоимость портфеля проектов, \$ млрд	н/д	3.6	2	8.8
Стоимость чистых активов, \$ млн	1.26	604	902	1261.7
BV, \$ млн	1655.5	687	393.746	2278.04
Чистая прибыль	58.1	112.0	55.574	281.02
Profit margin	68%	2871.3%	19.6%	19.3%
	ОПИН	AFI Development	Система-Галс	ПИК
Мср	2864	6000	2692	11452
P/E	49.3	53.6	48.4	40.8
P/S	33.5	-	9.5	7.8
P/BV	1.7	8.7	6.8	5.0
P/PV (стоимость портфеля проектов)		1.67	1.35	1.30
(Премия)/Дисконт				
к развитым рынкам	13%	-55%	-37%	-20%
к развивающимся рынкам	125%	-8%	36%	71%
	P/E	P/S	P / BV	
Среднее для развитых стран	19.2	7.6	4.8	
Среднее для развивающихся стран	41.0	17.8	9.3	

Источник: данные компании, Bloomberg

**Сравнительный анализ указывает на то, что акции ОПИН, ПИК и Системы-Галс недооценены**

Сравнительный анализ указывает на то, что акции трех из четырех компаний на сегодня недооценены рынком по отношению к акциям компаний, работающих на развивающихся рынках. С наибольшим дисконтом торгуются акции Открытых инвестиций – 125%, далее следуют бумаги группы ПИК – 71%, и на 36% недооценены акции Системы-Галс. Оценка акций AFI Development близка к адекватной – они торгуются с премией 8%. Тем не менее по отношению к развитым странам только акции Открытых инвестиций представляются недооцененными. Также интересным представляется сравнение коэффициентов P/PV – отношение капитализации к текущей стоимости проектов. Исходя из этих показателей, потенциал роста есть у акций Системы-Галс и группы ПИК. Из представленных выше компаний наиболее привлекательными для инвестиций мы считаем акции Открытых инвестиций, Системы-Галс и группы ПИК. Что касается AFI Development, то мы рекомендуем ее акции для включения в долгосрочный портфель, в ближайшее время, на наш взгляд, резкого роста их котировок ожидать не приходится.

Темпы роста российского рынка недвижимости на сегодня являются одними из наиболее высоких. Основные факторы роста: общий экономический рост,

увеличение доходов компаний, повышение благосостояния населения и расширение присутствия иностранных компаний на внутреннем рынке. Также важным катализатором роста спроса на недвижимость стало развитие института кредитования и снижение ставок на долговом рынке, что позволило компаниям сравнительно недорого привлекать дополнительные денежные средства для инвестирования, в том числе в недвижимость. По оценке Jones Lang LaSalle, объем операций с недвижимостью в стране в 2006 году увеличился на 700% (до 3.4 млрд евро), в то время как в Европе соответствующий показатель вырос на 39% – до 242 млрд евро. При этом, по прогнозам JLL, "объем инвестиций в 2007 году будет таким же, как и в 2006 году".

Татьяна Бобровская  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)



## Машиностроение

### Машиностроители обзавелись новым лоббистским союзом

Объем промышленного производства, по данным Росстата, в январе-мае 2007 года повысился на 19.3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В январе-феврале 2007 года рост промпроизводства составил 11.2%. Причинами повышения темпов роста отрасли стали увеличение государственных заказов на промышленную продукцию, в частности на военную технику, и неослабевающая потребность в обновлении основных фондов. В III квартале темпы роста отрасли могут немного замедлиться, хотя подобное снижение объемов производства носит исключительно сезонный характер.

Все увеличивается значимость отечественного машиностроения для российских властей. Весной этого года в России была создана новая отраслевая лоббистская организация – Союз машиностроителей России, – которую возглавил гендиректор Рособоронэкспорта Сергей Чемезов. Новый союз призван формировать стратегию развития отрасли и разрабатывать механизмы госполитики по поддержке российского машиностроения. Сам Чемезов на первом съезде союза отметил, что российским машиностроителям необходимо участвовать в подготовке законопроектов и госпрограмм поддержки отрасли.

На новое отраслевое объединение обратил внимание президент России Владимир Путин. А в первом его съезде приняли участие первый вице-премьер правительства РФ Сергей Иванов и премьер-министр Михаил Фрадков. По словам Владимира Путина, создание союза поможет масштабной модернизации предприятий, повышению их конкурентоспособности и эффективности управления, а также внедрению в отрасли новых технологий. При этом Путин назвал машиностроение "одной из стратегически важных отраслей отечественной экономики, эффективному развитию которой всегда уделялось приоритетное государственное внимание". Президент основывался на свежих данных, подготовленных к этому событию. Сегодня в отечественном машиностроении 50 тысяч предприятий, на которых занято 4 млн человек, а по объему товарного производства это вторая отрасль после топливно-энергетического комплекса.

### Строительно-ремонтная техника

Рост объемов средств, выделяемых на ремонт и строительство жилых, торговых и офисных помещений, а также объектов инфраструктуры провоцирует увеличение заказов на поставки ремонтно-строительной техники. В январе-мае этого года производство башенных кранов выросло на 60.7%, гусеничных тракторов – на 30.5%, автокранов – на 29%, лифтов – на 26.6%, спецтехники для ЖКХ – на 21.3%. Экскаваторов за первые пять месяцев этого года было выпущено на 20.1%, а бульдозеров – на 61.7% больше, чем за тот же период прошлого года, а выпуск промышленных тракторов повысился на 19.5%.

Больше средств на строительство стали выделять и крупные государственные концерны – Газпром, РЖД и другие. В частности, запланированный объем инвестиций РЖД в программу строительства и реконструкции искусственных сооружений на железных дорогах в 2007 году составит около 26 млрд руб.

Основные выгоды от роста средств на строительство крупных промышленных и общественных сооружений получат специализированные строительные компании. А их рост потребностей в специальной технике позитивно влияет на деятельность ее российских производителей.

**Нашими фаворитами в этом секторе по-прежнему выступают Промтрактор, входящий в концерн Тракторные заводы, и Кировский завод.**

Выручка Промтрактора по РСБУ по итогам 2006 года повысилась на 31%, до \$193.1 млн, а чистая прибыль взлетела в 2.3 раза, до \$16.9 млн (мы ориентируемся в своих расчетах на отчетность Промтрактора по стандартам IAS, которые пока не опубликованы предприятием). Мы надеемся, что по итогам 2006 года объем продаж предприятия достигнет \$280 млн, а чистая прибыль увеличится до \$20 млн.

Промтрактор решил не выплачивать дивиденды по итогам 2006 года, а направить прибыль на расширение своих производственных мощностей. В прошлом году, по данным компании, инвестиции в развитие производства повысились в 3.5 раза, до \$16.1 млн. Техническое перевооружение предприятия позволит ему увеличить ему объемы выпуска тракторной техники к 2010 году в 2 раза. Мы считаем, что к 2010 году выручка Промтрактора повысится в 1.8 раза, до \$380 млн. Рост финансовых показателей может быть достигнут за счет высокой потребности российских нефтяных, угольных и строительных предприятий в продукции завода.

Неплохие результаты продемонстрировал и весь концерн Тракторные заводы. На фоне общего падения объемов производства сельскохозяйственных тракторов в России на 1.7% Владимирский моторо-тракторный завод увеличил объемы производства по сравнению с I кварталом 2006 года на 17.8%, а Волгоградский тракторный завод – на 49.4%.

Мы ждем, что во втором полугодии 2007 года Кировский завод и Промтрактор смогут существенно улучшить свои показатели за счет роста объемов федеральных программ по строительству инфраструктурных объектов и жилых зданий.

## Автопром

В январе-мае 2007 года рост производства транспортных средств и оборудования, по данным Росстата, составил 17.4%. Производство автомобилей, прицепов и полуприцепов увеличилось на 19.6%, грузовых автомобилей – на 39.8%, легковых авто – на 92%. Причина столь бурного роста выпуска легковых автомобилей – в активизации развития сборочных производств иностранных автоконцернов в России.

По данным PricewaterhouseCoopers, на российском рынке в I полугодии 2007 года совокупный объем продаж составил 1.165 млн машин (на сумму \$20.6 млрд). Продажи авто выросли на 28%, в товарном и на 51% в денежном выражении. Импортированных новых иномарок было продано 510 тыс., на \$13.2 млрд, российских авто – 300 тыс., на \$2.4 млрд, иномарок российского производства – 205 тыс. штук, на \$2.8 млрд, поддержанных иномарок – 150 000 штук, на \$2.2 млрд. Теперь иномарки лидируют на российском рынке не только в стоимостном, но и в количественном выражении, а падение продаж отечественных автомобилей, к сожалению, составило 23%.

Объемы производства отечественных легковых автомобилей Lada и "Волга" падают с каждым месяцем. Поэтому среди российских автоконцернов инвестиционную привлекательность сохраняют те, кто не делает ставку на сборку легковых авто российских марок, – Северсталь-авто, КамАЗ, ГАЗ. Впрочем, акции КамАЗа после их бурного роста в последние два месяца потеряли свою привлекательность – предприятие оказалось уже переоцененным по своим сравнительным финансовым коэффициентам.

Поэтому фаворитами российского автопрома, чьи акции представлены на рынке, мы считаем группу ГАЗ и Северсталь-авто. Обе компании в прошлом году существенно улучшили свои показатели. Выручка Северсталь-авто по итогам прошлого года увеличилась по сравнению с 2005 годом на 31%, до \$1.231 млрд, EBITDA – на 26.6%, до \$162 млн, чистая прибыль – на 24%, до \$67 млн. В этом году Северсталь-авто намерена повысить выручку по МСФО на 46%, до \$1.8 млрд. В частности, на строительство завода по производству коммерческих Fiat Ducato в этом году компания потратит \$100 млн.

Консолидированная выручка группы ГАЗ в 2006 году повысилась на 26%, до \$4.54 млрд, а чистая прибыль выросла на 94%, до \$228 млн. Такого роста выручки удалось достичь за счет увеличения продаж грузовых автомобилей на 68% и дорожно-строительной техники – на 60%. Выручка от производства легковых автомобилей повысилась на 27%, автобусов – на 20%. Худший результат в группе показал сегмент производства двигателей и топливной аппаратуры, выручка от которого увеличилась на 13%. В этом году группа намерена повысить выручку по МСФО на 25% по сравнению с 2006 годом – более чем до \$5 млрд.

Рост покупок автомобилей россиянами продолжится. Пока в России на тысячу человек приходится 188 машин, тогда как в Польше аналогичный показатель равен 338, в Чехии – 404, а в Германии – 563 авто. По прогнозам Ernst & Young, к 2011 году объем продаж автомобилей в России составит 4 млн штук в год против более 2 млн в 2006 году. По данным PricewaterhouseCoopers, продажи автомобилей в России в 2006 году выросли на 20% по сравнению с 2005 годом – до 2 млн 60 тыс. штук. Катализатором роста акций группы ГАЗ мы также считаем продвижение ее строительной техники на развивающиеся рынки стран Балтии и Латинской Америки.

### Военно-промышленный комплекс

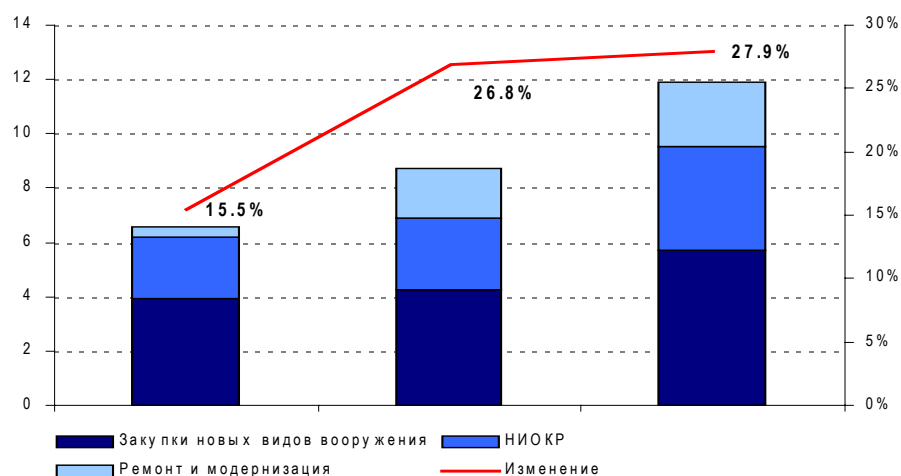
Рост производства в военной промышленности в первые пять месяцев этого года составил 15%. Выпуск продукции гражданского назначения увеличился на 6.5%, а ее доля в общем объеме производства ВПК составила 42.9%. Наибольший рост продемонстрировало производство авиационной техники (+30.6%), выпуск обычных вооружений составил 18.3%.

По прогнозам экспертов, в 2007 году рост объема государственного оборонного заказа составит 28%. Как и прежде, наибольшую долю в совокупном объеме расходов России на оборону составят закупки новой военной техники – более 47%. При этом в гособоронзаказе на 2007 год, в отличие от 2005 и 2006 годов, предусмотрено выделение значительных средств на ремонт и модернизацию существующей военной техники, а также на научные разработки новых видов вооружений (НИОКР) – 32.2% и 19.8% соответственно.

Мы полагаем, что в ближайшие три года темпы роста расходов России на закупки военной техники сохранятся на прежнем уровне, а затем снизятся до 20-25% в год. Большого сокращения размера финансирования российских вооруженных сил ожидать не стоит из-за высокого уровня износа военной техники и большой потребности в новых видах вооружений. В ближайшие пять лет, по нашим оценкам, среднегодовой темп роста объемов экспорта российского оружия составит 15-20%. Сегодня так называемый портфель заказов Рособоронэкспорта на российскую военную технику составляет \$30 млрд, а заказы независимых экспортеров и поставщиков запчастей – порядка \$10 млрд.

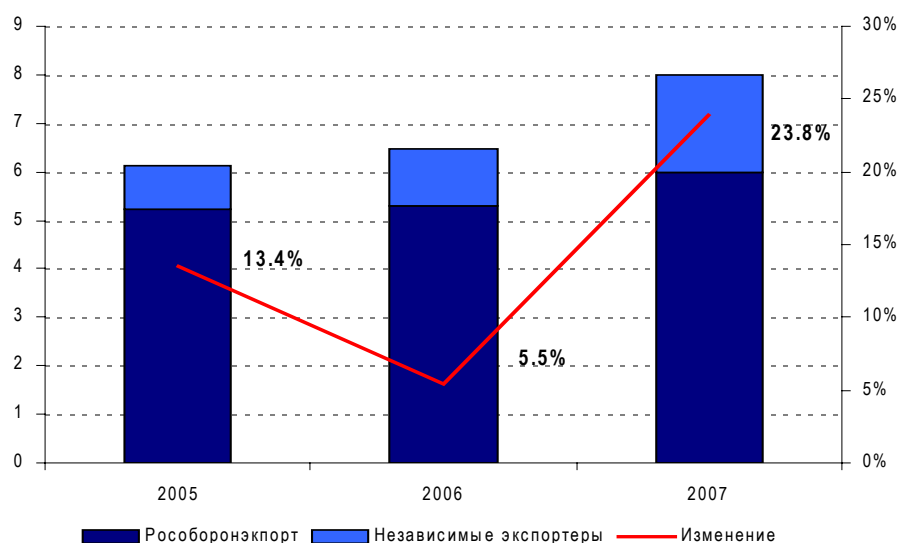
По данным Федеральной службы по военно-техническому сотрудничеству, наиболее активные покупатели российской военной техники – Китай и Индия – сокращают размеры ее потребления. Их доля в совокупном объеме российского экспорта снизилась с 74% в 2005 году до 62% в 2006 году. В то же время цены на оружие на мировом рынке растут, а Россия стремится наращивать и объем поставок в номинальном выражении.

### Объем гособоронзаказа России, \$ млрд



Источник: ЦАСТ, собственные данные

## Объем экспорта российской военной техники, \$ млрд



Источник: ЦАСТ, собственные данные

Мы консервативно относимся к инвестициям в предприятия ВПК, по-прежнему считая, что они сопряжены с высокими рисками. Все военные заводы строго контролируются государственными органами, а для российских властей обеспечение контроля над стратегически важными предприятиями отрасли важнее, чем развитие рынка их акций.

Но уровень контроля государства не может быть бесконечно высоким – так, в развитых и развивающихся странах у большинства военных холдингов есть частные акционеры, а их акции котируются на национальных и международных биржах. И российские власти, по нашему мнению, в ближайшие два-три года серьезно займутся проблемой привлечения стратегических и портфельных инвесторов в отечественные военные холдинги.

Одним из фаворитов этого сектора мы считаем ведущего российского производителя боевых машин пехоты (БМП) Курганмашзавод, его машинами сегодня оснащены армии более 30 государств. Также он производит спецтехнику для предприятий нефтегазового комплекса, ЖКХ и строительных компаний – гусеничные тягачи, спецмашины, трактора и т. п. В начале июня Курганмашзавод подписал с Минобороны контракт на три года на \$250 млн. Руководство предприятия ожидает роста объемов гособоронзаказа и крупных экспортных контрактов. Акции Курганмашзавода, по нашему мнению, обладают 35-процентным потенциалом роста. Главным катализатором роста этих бумаг будет наращивание объемов гособоронзаказа и экспорта российской бронетехники.

Инвесторов во втором квартале этого года порадовал и Нижегородский машиностроительный завод. Предприятие сумело в 2006 году увеличить объем производства в 1.7 раза по сравнению с 2005 годом. Его экспортная выручка повысилась в 8.7 раза и достигла 83.72 млн руб. В нынешнем году НМЗ намерен снова увеличить выпуск товарной продукции за счет роста объемов производства военной и гражданской техники. Это позитивная новость для предприятия, акции которого мы по-прежнему считаем привлекательным инвестиционным объектом. Пока низкая ликвидность этих бумаг объясняется осторожным отношением большинства игроков российского рынка к акциям предприятий ВПК. Хотя значительная часть выручки НМЗ приходится на производство оборудования для нефтегазового комплекса.

**Железнодорожное  
машиностроение**

Руководство Российских железных дорог обозначило приоритеты своего развития на два ближайших десятилетия. На расширенном совещании по вопросам развития железнодорожного транспорта с участием президента России Владимира Путина, председателя правительства Михаила Фрадкова, а также ряда министров президент РЖД Владимир Якунин сообщил, что до 2030 года отрасли необходимы инвестиции в размере 10 трлн руб. Из них 5.3 трлн руб. РЖД готовы инвестировать самостоятельно (за счет собственных средств и кредитов), а остальные средства холдинг намерен привлечь у государства и частных инвесторов.

По данным Минпромэнерго, объем внутреннего рынка продукции транспортного машиностроения в 2006 году составил 148 млрд руб. в денежном выражении. К 2010 году, по прогнозам ведомства, этот показатель увеличится до 224 млрд руб., а к 2015 году – до 252 млрд руб. Общий объем инвестиций в транспортное машиностроение в 2006 году составил 3.3 млрд руб. – на 57% больше, чем в 2005 году.

В секторе транспортного машиностроения сегодня насчитывается 119 крупных и средних промышленных предприятий. Парк железнодорожного подвижного состава составляет сегодня более 22 тыс. локомотивов, 890 тыс. грузовых вагонов, 26 тыс. пассажирских вагонов и более 15 тыс. вагонов электро- и дизельпоездов.

Разработанный Минпромэнерго план мероприятий по реализации Стратегии развития российского транспортного машиностроения направлен на повышение технологического уровня отрасли и качества продукции. Власти намерены довести долю российского транспортного машиностроения на мировом рынке до 15% к 2010 году, а к 2015 году – до 18%. Объем экспорта российской продукции транспортного машиностроения к 2010 году может достичь 33 млрд руб., а к 2015 году – 40 млрд руб.

В январе-мае 2007 года производство магистральных тепловозов выросло в 3.1 раза, маневровых тепловозов – на 25.7%, пассажирских вагонов – на 24.3%. Причина – в росте спроса на эту продукцию со стороны РЖД и независимых перевозчиков. Планы правительства должны оказать позитивное влияние на развитие российских производителей локомотивов и вагонов. А рост их финансовых показателей, в свою очередь, должен стимулировать активность инвесторов, вкладывающих средства в этот сектор машиностроения.

**Энергетическое  
машиностроение**

Предприятия энергетического машиностроения по-прежнему остаются одними из самых привлекательных в отрасли.

Силловые машины в августе этого года намерены провести допэмиссию своих акций. Силмашины выпустят 1.492 млрд обыкновенных акций, что составляет 20.67% от уставного капитала. Преимущественным правом выкупа допэмиссии будут обладать три крупнейших акционера Силловых машин: РАО ЕЭС, Интеррос и немецкий концерн Siemens (25%+1 акция энергомашиностроительного холдинга). Они выкупят 17.22% размещаемых акций, сохранив нынешние доли в компании. Оставшиеся 3.45% акций будут размещены среди широкого круга инвесторов. Причем РАО, Интеррос и Siemens также смогут выкупить этот пакет, если спроса на бумаги не будет. Ранее руководство Силловых машин заявляло, что намерено привлечь в ходе допэмиссии \$200-250 млн. Исходя из количества размещаемых акций, ценовой диапазон по бумагам компании, скорее всего, будет установлен в рамках \$0.134-0.168 за бумагу. По сведениям газеты Коммерсантъ, Интеррос, Siemens и РАО ЕЭС будут выкупать акции Силловых машин с дисконтом не более чем 10%.

Хотя мы не исключаем, что допэмиссия Силмашин, запланированная на конец лета этого года, пройдет по ценам выше рыночных цен этих акций. Пакеты акций Силмашин намерен продать холдинг Интеррос (30%) и РАО "ЕЭС России" (25%).

В числе претендентов на покупку акций Силмашин появился металлургический гигант Северсталь. Рост цен на продукцию черной металлургии в ближайший год составит 4-5%, а рост выручки Силловых машин в ближайшие три года может

достигнуть 50-80%. Катализатором роста финансовых показателей Силмашин станет гигантская программа РАО ЕЭС, которая предусматривает масштабную реконструкцию действующего энергетического оборудования и ввод новых мощностей.

Претендентами на этот пакет могут стать близкая бывшему топ-менеджеру РАО ЕЭС Михаилу Абызову Группа Е4, генподрядчик множества энергообъектов в России и за рубежом Технопромэкспорт, группа Ренова, а также Базовый элемент Олега Дерипаски. Не исключено, что на торги вместе с пакетом РАО будет выставлен и пакет Силмашин в 30.4%, принадлежащий Интерросу.

Представители владельца Северстали Алексея Мордашова отмечают, что его интерес к Силмашинам не связан с планами Северстали. В начале года он продал за \$500 млн 49.3% акций Северсталь-авто, а потом 50% Северстальтранса – сумма сделки может составить \$1 млрд. Дополнительный претендент на покупку пакета Силмашин лишний раз подтверждает интерес инвесторов к этому активу в отдельности и ко всему сектору энергетического машиностроения в целом.

ЭМАльянс и группа компаний Ренова намерены объединить производителя котлоагрегатов Красного котельщика и Уральский турбинный завод (УТЗ). Ренова уже выступает владельцем 25% акций ЭМАльянс-Атома (СП холдинга и Атомэнергомаша – структуры Росатома). УТЗ выпускает паровые турбины мощностью до 150 МВт, газовые турбины мощностью до 12 МВт, газоперекачивающие установки для газопроводов 25 МВт. Это партнерство поможет ЭМАльянсу завоевать более прочные позиции на рынке контрактов строительства энергообъектов под ключ. Рентабельность подобных контрактов составляет 7%, тогда как в среднем по сектору она достигает 4-6%. При этом главным катализатором роста акций Красного котельщика, по нашему мнению, должны стать заказы на оборудование в рамках инвестпрограммы РАО ЕЭС.

Среди предприятий энергетического машиностроения у нас неожиданно появился еще один фаворит – Ковровский механический завод. Ковровский механический завод всегда был известен как производитель стрелкового оружия, зенитно-ракетных комплексов и другой продукции военного назначения. Но в прошлом году завод был перепрофилирован. Он начал выпуск газоцентрифуг для обогащения урана.

За счет смены профиля выручка КМЗ по итогам этого года может вырасти до \$102.8 млн. Убыточное несколько лет предприятие может стать рентабельным уже в 2007 году. Россия намерена к 2030 году довести долю электроэнергии, производимой атомными электростанциями, до 30%. В ближайшие девять лет в развитие российской атомной энергетики планируется вложить 674 млрд руб.

Отношение инвесторов к предприятию также изменилось. Так, новость о визите на предприятие первого вице-премьера Сергея Иванова в апреле этого года вызвала рост котировок на покупку этих бумаг на 51%, до \$50, всего за две недели. В ближайшие девять лет в развитие российской атомной энергетики планируется вложить 674 млрд руб. Масштабная программа строительства АЭС потребует расширения производства необходимого оборудования.

За счет смены профиля выручка КМЗ по итогам этого года может вырасти до \$102.8 млн. Убыточное несколько лет предприятие может стать рентабельным уже в 2007 году. Хотя мы предупреждаем, что инвестиции в акции КМЗ сопряжены с высокими рисками. Предприятие из-за специфики выпускаемой продукции будет находиться под жестким контролем государственных органов. А для российских властей развитие атомной энергетики и обеспечение контроля над стратегически важными предприятиями отрасли сегодня важнее, чем развитие рынка их акций. Не исключено, что власти могут установить тотальный контроль над предприятием.

Севастьян Козицын  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)



## Банки

### Центральное событие II квартала: IPO ВТБ

Центральным событием второго квартала текущего года стало масштабное IPO второго по величине в РФ государственного банка – ВТБ. Для этих целей была осуществлена дополнительная эмиссия 1.5 трлн акций (или 22.5% от увеличенного уставного капитала). 35% всего объема размещения пришлось на внутренний рынок, остальные 65% были размещены на лондонской площадке (LSE) в виде GDR (каждая из которых состоит из 2 тыс. акций). Цена размещения была установлена на уровне 13.6 коп. за акцию, что на 0.3 коп. (или на 2.2%) ниже обнародованной ранее верхней границы ценового диапазона. Цена за одну GDR составила \$10.56.

В ходе размещения спрос на акции ВТБ был ошеломляющим – на внутреннем рынке книга заявок была переподписана в 5 раз, а по распискам – в 10 раз. В результате ВТБ привлек в собственный капитал порядка \$8 млрд. При этом \$1.6 млрд (около 20% всей дополнительной эмиссии) приобрели инвесторы из числа физических лиц. Таким образом, размещение ВТБ оказалось более "народным", чем IPO Роснефти и SPO Сбербанка.

Ожидается, что большая часть средств, вырученных от IPO, будет направлена на увеличение объемов кредитования, остальные деньги пойдут на капитализацию дочерних банков. Привлеченных в собственный капитал средств хватит для обеспечения финансовой устойчивости ВТБ на 3-4 года.

Высокий уровень переподписки и неудовлетворенный в ходе размещения спрос (особенно на внешнем рынке) обеспечили положительную динамику котировкам GDR ВТБ на LSE в первый день торговли – они сразу выросли более чем на 7%. На наш взгляд, беспрецедентно высокий спрос на бумаги ВТБ был обусловлен в первую очередь уникальностью актива, а не финансовыми показателями группы, отчасти поэтому многие инвесторы на волне роста котировок в первые дни торгов предпочли зафиксировать прибыль. В результате, согласно текущим рыночным котировкам, с момента размещения акции ВТБ прибавили в цене лишь 0.6%.

### Отчетность ВТБ по итогам I квартала 2007 года по МСФО

В конце июня ВТБ обнародовал неоднозначную финансовую отчетность по итогам первого квартала 2007 года по МСФО. С одной стороны, банк продемонстрировал относительно высокие темпы роста процентных доходов (+46%), портфеля кредитов физическим лицам (+19%), а также объема средств на счетах клиентов (+17%). С другой стороны, чистая прибыль группы в первом квартале составила \$232 млн, что на 30.5% ниже аналогичного показателя в прошлом году. Снижение показателя чистой прибыли обусловлено тем, что в первом квартале 2006 года ВТБ реализовал сделку по продаже пакета акций КамАЗа, за который было получено порядка \$116 млн. Дополнительное давление на показатель прибыли группы оказала неблагоприятная рыночная конъюнктура, которая послужила причиной снижения доходов по операциям с ценными бумагами (данная статья традиционно играет заметную роль в операционных доходах банка). В результате рентабельность собственного капитала (ROE) ВТБ в первом квартале текущего года снизилась до 13% (по сравнению с 19% в 2006 году).

Мы оцениваем опубликованную финансовую отчетность нейтрально. Не стоит забывать, что первый квартал текущего года оказался "не блестящим" в целом для российских банков. Следует также отметить, что обнародованные финансовые показатели ВТБ свидетельствуют о некоторых изменениях в структуре операционных доходов группы – поступления от операций с финансовыми активами замещаются доходами от основной деятельности банка. Однако не исключено, что по итогам 2007 года ВТБ вновь продемонстрирует рекордную прибыль – на этот раз за счет продажи пакетов акций EADS и Алросы.

### Акции ВТБ: потенциал роста есть

Мы ожидаем, что показатель собственного капитала ВТБ к концу текущего года составит порядка \$17.7 млрд (с учетом того, что 2.5% акций ВТБ, которые предполагается обменять на бумаги ПСБ, в текущем году также найдут отражение в капитале группы по стоимости, близкой к рыночной). Также мы предполагаем, что к концу 2007 года мультипликатор P/BV ВТБ достигнет уровня 2.4, что



соответствует капитализации в \$42.5 млрд. При таком развитии событий, согласно текущим рыночным котировкам, потенциал роста для бумаг ВТБ может составить около 16%.

#### **Сбербанк: сплиту быть**

На годовом собрании акционеров Сбербанка, которое состоялось в июне текущего года, было принято положительное решение по дроблению обыкновенных и привилегированных бумаг. Были приняты коэффициенты дробления для обыкновенных акций на уровне 1:1000, а для привилегированных – на уровне 1:20. Оформление всех документов, необходимых для проведения дробления акций Сбербанка, планируется завершить уже в сентябре. После сплита номиналы обоих типов акций уравниваются. На наш взгляд, процедура дробления расширит круг потенциальных инвесторов из числа физических лиц в обыкновенные акции Сбербанка, что окажет дополнительную поддержку их котировкам. С другой стороны, сплит может повлечь за собой переток инвесторов из "префов" в обыкновенные акции Сбербанка, которые станут более доступными для частных инвесторов.

#### **После дробления акций Сбербанк планирует получить листинг на LSE**

В минувшем квартале Сбербанк обнародовал планы по получению листинга на LSE в 2008-2009 годах. Осуществлять для этих целей дополнительный выпуск собственных акций банк не планирует. На наш взгляд, решение вывести акции "национального чемпиона" в банковском секторе на лондонскую площадку выглядит вполне логичным. Интерес иностранных инвесторов к акциям российских государственных банков весьма высок (при размещении ВТБ спрос на бумаги со стороны иностранных инвесторов превысил предложение в 10 раз). При этом непростая процедура приобретения бумаг Сбербанка иностранными инвесторами во время прошедшего SPO, по оценкам первого зампреда Сбербанка Аллы Алешкиной, лишило банк дополнительных \$5-7 млрд.

#### **Сбербанк отчитался по итогам 2006 года по МСФО**

Во втором квартале Сбербанк обнародовал финансовую отчетность по МСФО за 2006 год. В частности, стало известно о том, что активы банка по итогам минувшего года увеличились на 37.9%, собственный капитал вырос на 33.5%, до 308.5 млрд руб., а чистая прибыль составила 82.8 млрд руб., продемонстрировав увеличение на 25.8%. В результате рентабельность собственного капитала (ROE) банка сохранилась на высоком для сектора уровне – 30.9%. Кредитный портфель Сбербанка вырос на 42.2%, при этом объем кредитов физическим лицам увеличился на 48.1%, и их доля в общем кредитном портфеле составила 26.2% (по сравнению с 24.9% по итогам 2005 года).

Несмотря на то что показатель чистой прибыли Сбербанка оказался несколько ниже наших ожиданий, обнародованные финансовые результаты продолжают свидетельствовать в пользу того, что крупнейший представитель банковского сектора РФ сохраняет высокие темпы роста прибыли и удерживает устойчивые лидирующие позиции по множеству показателей среди всех российских банков. Сбербанк предпринимает активные действия, направленные против падения доли на рынке кредитования, и при этом продолжает демонстрировать весьма высокий показатель рентабельности собственного капитала среди торгующихся банков.

#### **Сбербанк: рекомендация "ПОКУПАТЬ" остается**

Сбербанк остается одним из наших фаворитов в банковском секторе. Наша текущая оценка справедливой стоимости для обыкновенных и привилегированных акций банка составляет соответственно \$4125 и \$70. Несмотря на то что рыночные котировки обыкновенных акций Сбербанка практически достигли нашей оценки, мы сохраняем рекомендацию по данным бумагам "ПОКУПАТЬ". В третьем квартале мы планируем пересмотр целевой стоимости акций банка в сторону повышения.

#### **Банк Возрождение: еще одно размещение в банковском секторе РФ**

Череду размещений российских банков во втором квартале продолжил банк Возрождение, который успешно разместил по открытой подписке дополнительную эмиссию обыкновенных акций объемом \$177 млн. Размещение проводилось по цене, близкой к рыночной, – \$59. Новая эмиссия позволила увеличить количество акций в обращении на 13.6%. В результате собственный капитал банка вырос на 72%. Как и предполагалось, спрос на бумаги оказался на весьма высоком уровне (он более чем в 3 раза превысил предложение), несмотря на прошедшие не так давно объемные SPO и IPO Сбербанка и ВТБ. Большую часть доэмиссии выкупили иностранные инвесторы. В результате доля зарубежных акционеров в

банке выросла более чем до 30%. Предполагается, что средства, привлеченные в ходе размещения, будут направлены на развитие бизнеса банка и увеличение объемов кредитования.

**Банк Возрождение  
обнародовал отчетность по  
МСФО по итогам I квартала  
2007 года**

По итогам первого квартала 2007 года банк Возрождение показал впечатляющие финансовые результаты по МСФО, свидетельствующие о повышении эффективности его деятельности. Чистая прибыль банка продемонстрировала увеличение на 65.7% по сравнению с аналогичным показателем за первый квартал 2006 года. Рентабельность собственного капитала (ROE) выросла до 19.5%, приблизившись к целевому диапазону 20-22%. Тем не менее мы ожидаем, что проведенное во втором квартале текущего года размещение объемом \$177 млн повлечет за собой "техническое" снижение рентабельности собственного капитала (ROE) банка до 17% по итогам 2007 года.

Мы предполагаем, что 2007 год станет весьма удачным для банка. По нашим прогнозам, с учетом успешно проведенного размещения собственный капитал банка к концу 2007 года составит \$440.4 млн, что, согласно текущей рыночной капитализации, соответствует показателю  $P/BV'07=3.3$ . Также мы ожидаем, что по итогам 2007 года чистая прибыль банка достигнет \$55.4 млн, что почти на 90% выше аналогичного показателя в 2006 году.

**Банк Возрождение: наша  
оценка справедливой  
стоимости**

Во втором квартале мы пересмотрели нашу оценку справедливой стоимости обыкновенных акций банка Возрождение в сторону повышения – до \$74. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, составляет более 20%. Текущая рекомендация по бумагам – "ПОКУПАТЬ".

Хорошая база, опережающие среднерыночные темпы развития бизнеса банка, а также выбранная стратегия, соответствующая тенденциям в банковском секторе, способствуют тому, что бумаги Возрождения выглядят привлекательными для инвестиций. Успешно проведенное в текущем году размещение дополнительного выпуска акций банка благоприятно скажется на ликвидности бумаг на рынке. Мы ожидаем, что в будущем Возрождение продолжит наращивать темпы роста финансовых показателей, а также улучшать эффективность своей деятельности, сокращая издержки.

**Росбанк: в надежде на оферту**

Во втором квартале в СМИ появилась информация со ссылкой на одного из топ-менеджеров Росбанка о том, что до конца года французский Societe Generale может получить контроль над российским банком, реализовав опцион на покупку 30%+2 акции. При таком сценарии SG будет обязан предложить оферту на выкуп акций у миноритариев. Учитывая текущее количество акций банка, бумаги в рамках опционного соглашения оцениваются в \$8.3. Однако негативное влияние на стоимость оферты окажет проведение Росбанком запланированной допэмиссии, которая увеличит количество эмитированных акций банка на 39.4 млн штук.

В начале марта совет директоров банка утвердил решение акционеров о проведении дополнительной эмиссии. Было решено осуществить выпуск 39.435 млн обыкновенных акций (или 5.8% УК) номиналом в 10 руб. каждая. Цена размещения составляет 168 руб. При этом размещение будет проведено по закрытой подписке. Таким образом, в ходе дополнительной эмиссии Росбанк может привлечь около \$250 млн.

Любопытно, что во втором квартале руководитель российской "дочки" французского банка Societe Generale сообщил о том, что российский рынок для SG является вторым по значимости после рынка Франции. Марк-Эммануэль Вивес заявил также о том, что опцион на покупку оставшихся 30%+2 акций Росбанка может быть исполнен уже этим летом. На наш взгляд, новость, свидетельствующая о том, что опцион может быть реализован досрочно, является весьма позитивной для Росбанка, т. к. приближает срок предложения оферты миноритариям.

**Росбанк отчитался за 2006 год  
и за I квартал 2007 года по  
МСФО**

В минувшем квартале Росбанк обнародовал финансовую отчетность по итогам 2006 года по МСФО. Чистая прибыль банка увеличилась на 23.8%, активы выросли на 37.9%, собственный капитал банка на конец 2006 года составил

28.16 млрд руб., продемонстрировав увеличение на 23.4%. При этом рентабельность собственного капитала (ROE) Росбанка осталась на относительно невысоком уровне – 15%, продемонстрировав некоторое снижение по сравнению с аналогичным показателем за прошлый год – 15.7%.

Среди позитивных моментов следует также отметить снижение темпов роста операционных расходов банка, которые по итогам 2006 года увеличились лишь на 18.5% (в то время как по итогам 2005 года они выросли на 34%). В результате показатель cost-to-income в 2006 году уменьшился до 68% (с 72% в 2005 году). Вероятнее всего, снижение темпов роста операционных расходов – результат программы постинтеграционной оптимизации.

Первый квартал 2007 года оказался весьма удачным для Росбанка. Обнародованные финансовые показатели по МСФО свидетельствовали об увеличении рентабельности собственного капитала (ROE) до 20%.

#### Росбанк: рекомендация "ДЕРЖАТЬ"

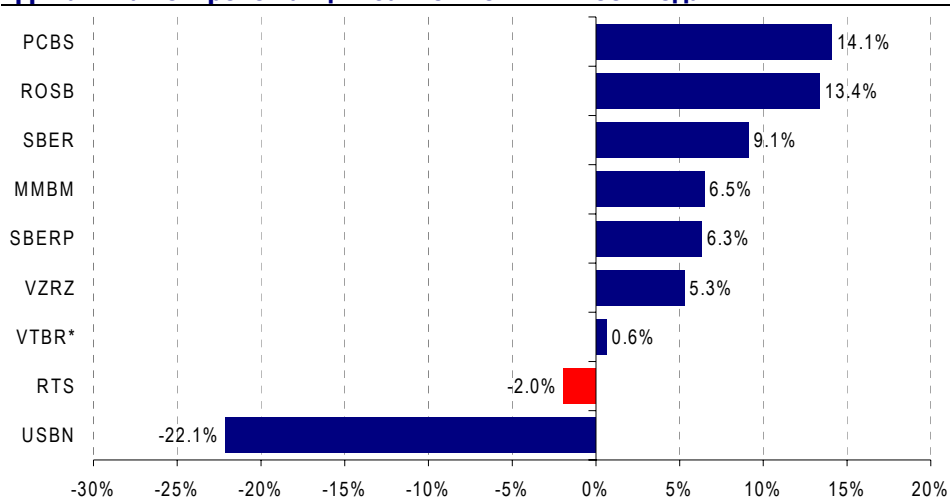
С учетом увеличения количества бумаг Росбанка после проведения дополнительной эмиссии цена за одну акцию в рамках опционного соглашения с Societe Generale может составить порядка \$7.9 (на покупку 30%+2 акции SG предполагал потратить \$1.7 млрд). Таким образом, согласно текущим рыночным котировкам, миноритарные акционеры могут заработать на оферте порядка 4%. Наша текущая рекомендация по бумагам Росбанка – "ДЕРЖАТЬ".

#### Уралсиб обнародовал отчетность за 2006 год по МСФО

Во втором квартале Уралсиб обнародовал финансовую отчетность по итогам 2006 года по МСФО. Активы банка за минувший год продемонстрировали увеличение на 26.9%, собственный капитал вырос на 9.9%, чистая прибыль уменьшилась почти в 2.7 раза и составила 4.18 млрд руб. (по сравнению с 11.17 млрд руб. по итогам 2005 года). Снижение чистой прибыли банка объясняется уменьшением доходов от переоценки ценных бумаг в связи с изменением ситуации на фондовом рынке.

Во второй половине 2006 года мы пересмотрели нашу оценку справедливой стоимости акций Уралсиба в сторону понижения – до \$0.019 – в связи с чрезмерно высокой зависимостью доходов банка от конъюнктуры российского фондового рынка. В случае, если Уралсибу удастся диверсифицировать свои вложения в ценные бумаги, а также увеличить долю поступлений по процентным доходам, мы пересмотрим свои прогнозы по стоимости акций банка в сторону повышения.

#### Динамика котировок акций банков во II кв. 2007 года



\*Торги акциями ВТБ на РТС начались 28.05.2007

Второй квартал 2007 года оказался более удачным для большинства бумаг банковского сектора, чем первый. Наши фавориты – Сбербанк и Возрождение – по итогам второго квартала продемонстрировали неплохую динамику котировок (по сравнению с предыдущим кварталом), прибавив в цене акций соответственно 9.1% и 5.3%. Мы по-прежнему оптимистично настроены в отношении данных бумаг и считаем, что они обладают потенциалом роста.

Во втором квартале в банковском секторе появилась еще одна ликвидная и перспективная, на наш взгляд, бумага в банковском секторе – ВТБ. Несмотря на то что с момента размещения акции ВТБ продемонстрировали незначительный прирост котировок, мы считаем, что до конца текущего года бумаги ВТБ имеют потенциал роста в 16%.

Наиболее удачным минувший квартал оказался для бумаг Промстройбанка (теперь Банк ВТБ Северо-Запад), которые прибавили в цене порядка 14%. На наш взгляд, рост котировок был спровоцирован высокими оценками и сильным спросом на акции ВТБ в ходе размещения. Тем не менее, учитывая существующие риски того, что установленный коэффициент для конвертации акций ПСБ в бумаги ВТБ может быть пересмотрен не в пользу акционеров ПСБ, мы рекомендуем воздержаться от покупки данных бумаг.

Рекомендуемые нами к продаже бумаги Уралсиба потеряли в цене во втором квартале порядка 22% в ответ на неутешительные финансовые результаты, обусловленные зависимостью доходов Уралсиба от конъюнктуры на российском фондовом рынке, а также проходящим процессом реструктуризации и изменениями в структуре акционеров банка. Мы сохраняем рекомендацию "ПРОДАВАТЬ" по акциям Уралсиба.

	mCap, m\$	2007	P/E 2008	2009	2007	P/BV 2008	2009	2007	ROE 2008	2009
<b>Россия и СНГ</b>										
Сбербанк	84 081	19.9	14.8	11.5	3.5	2.9	2.3	23%	21%	22%
Возрождение	1 436	25.9	17.1	13.1	3.3	2.7	2.3	17%	17.5%	19%
ВТБ	36 579	23.3	18.4	14.8	2.2	2.0	1.8	13%	12%	13%
Банк Москвы	7 475	23.1	19	15.2	4	3.2	2.7	20%	19%	19%
Росбанк	5 015	26.2	16.1	14	3.6	3	2.7	16%	17%	18%
<b>Европа</b>										
Средневзв. по mCap		10.9	9.7	8.1	2.1	1.8	1.6	20%	19%	19%
Среднее		12.8	11.3	9.2	2.5	2.2	1.9	21%	20%	20%
<b>Азия</b>										
Средневзв. по mCap		23.4	18.3	14.4	3.5	3.2	3.2	16%	18%	22%
Среднее		21.8	16.9	13.4	3.2	2.8	2.5	18%	18%	19%
<b>Латинская Америка</b>										
Средневзв. по mCap		11.4	9.8	8.4	2.7	2.3	1.9	26%	23%	21%
Среднее		11.8	10.1	8.5	2.6	2.3	1.5	24%	22%	25%

Источник: Bloomberg, оценка БКС

Мухин Денис  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

## Медиакомпании

### Медиарынок продолжает свой бурный рост

По данным Ассоциации коммуникационных агентств России (АКАР), темпы роста рекламы значительно опережают прошлогодние показатели. Особенно бурный рост демонстрируют пресса и радио, где темпы роста увеличились вдвое – до 30% и 27.7% соответственно.

Рост доходов медиакомпаний обеспечен увеличением расходных бюджетов рекламодателей. По расчетам АКАР, расходы на рекламу выросли на 33% и достигли, таким образом, \$1.83 млрд.

Львиную долю доходов, как и прежде, получает телевидение. Здесь уровень рекламных сборов увеличился на 39.5% и достиг \$890-910 млн (+39.5%). Стремительно растет рынок наружной рекламы: +25.3%. Доходы сектора составляют \$340-350 млн.

Однако рост медийного рынка является глобальной тенденцией, а не специфично российской характеристикой. По данным ZenithOptimedia, во все мире рекламные расходы возрастут в этом году на 5.2% и достигнут \$454.9 млрд. Телевидению при этом достанется почти \$168 млрд, газетам – чуть более \$126.2 млрд, журналам – \$56.4 млрд, радио – \$36.3 млрд, интернету – \$31.3 млрд. В следующем году интернет-реклама составит уже 8% мирового рынка.

Как подсчитали в ZenithOptimedia, рекламные бюджеты в России превысят \$8 млрд в этом году, а в 2009 году вырастут до \$12.2 млрд.

### Мы позитивно оцениваем перспективы российских медиакомпаний

СТС Медиа произвел ряд крупных перестановок в руководстве с тем, чтобы усилить топ-менеджмент компании и активизировать ее развитие. Он намерен увеличить аудиторию телеканала, что в конечном итоге позволит нарастить выручку и повысить капитализацию компании.

Еще одно позитивное событие – СТС запустил новый сериал "Вся такая внезапная" (адаптация американского сериала "Suddenly Susan"), который, как рассчитывают в руководстве, позволит побить прежние рекорды по росту аудитории во время показа "Не родись красивой" и "Моей прекрасной няни". Новый проект позволит, таким образом, повысить финансовые показатели компании выше прогнозных. Мы считаем бумаги СТС Медиа привлекательными для инвесторов, а перспективы компании довольно стабильными, тем более учитывая темпы развития рынка рекламы.

И хотя финансовые итоги Rambler за 2006 год нельзя назвать оправдавшими ожидания (несмотря на бурный рост доходов, компания показала низкую рентабельность по EBITDA, которая уменьшилась с 25.2% в 2005 году до 14.1% в 2006), в этом году Rambler должен продолжить стабильное развитие, особенно с учетом диверсифицированности его бизнеса. Повышение выручки интернет-компания превзошло ожидания, и мы полагаем, что у ее бумаг существует хороший потенциал роста. Если компания пойдет по пути оптимизации структуры, это значительно увеличит ее капитализацию.

В хорошей форме находится и РБК. Доходы компании значительно опережают расходы. Совокупная выручка РБК в прошлом году выросла на 90%, консолидированная чистая прибыль – на 77%, а рентабельность по EBITDA составила 26.2%. Благодаря динамике роста рынка РБК сохраняет высокий потенциал роста.

Максим Шеин  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)  
Екатерина Кравченко  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

## Телекоммуникации

### Фиксированная связь

#### Приватизация Связьинвеста вновь откладывается

Во втором квартале текущего года глава Минэкономразвития Герман Греф сообщил о том, что продажа государственного пакета акций Связьинвеста состоится не ранее 2009 года, тем самым определив новые сроки для инвесторов, которые находятся в ожидании приватизации крупнейшего телекоммуникационного холдинга уже более десяти лет. Глава МЭРТа также сообщил, что процесс реорганизации начнется после так называемой предпродажной подготовки Связьинвеста, которая в том числе подразумевает модернизацию аналогового оборудования.

С одной стороны, данная новость негативна для МРК, однако сроки приватизации Связьинвеста переносились уже не раз, что заставило игроков скептически отнестись к возможности продажи госпакета в этом году. Наши ожидания подразумевают, что процесс реструктуризации холдинга начнется не ранее 2008 года.

#### Ростелеком могут выделить из Связьинвеста

В минувшем квартале стало известно также о том, что профильные ведомства не исключают возможности выделения оператора дальней связи ОАО "Ростелеком", а также института Гипросвязь из холдинга Связьинвест. Для выделения предполагается создать новые дочерние компании, в которые будут переведены данные активы, после чего государство приобретет созданные "дочки". Учитывая стратегическую значимость Ростелекома (компания обслуживает линии связи, которыми пользуются некоторые силовые структуры), выделение активов можно воспринимать как свидетельство в пользу приватизации Связьинвеста. На наш взгляд, данная новость в целом весьма позитивна для сектора фиксированной связи.

#### МЭРТ предлагает еще один вариант реорганизации Связьинвеста

В то же время в июне на Международном экономическом форуме в Санкт-Петербурге директор департамента МЭРТа Денис Аскинадзе озвучил один из вариантов реорганизации Связьинвеста. В частности, было предложено объединение активов Связьинвеста на базе Ростелекома. Для реализации этого варианта предполагается, что Ростелеком выпустит дополнительные акции, которые будут оплачены бумагами МРК, а Связьинвест будет ликвидирован. При таком сценарии, согласно расчетам министерства, доля государства в объединенном Ростелекоме составит порядка 54%, а доля Комстар-ОТС порядка 18%. Таким образом, данный вариант реорганизации выгоден акционерам Ростелекома, но не выгоден Комстару.

Российские ведомства пока не могут определиться с окончательным вариантом реструктуризации Связьинвеста. На наш взгляд, вероятнее всего, окончательное решение по данному вопросу будет не принято в этом году.

#### МРК смогут выплачивать промежуточные дивиденды

Во втором квартале акционеры Центртелекома поддержали решение внести в устав компании поправки, которые позволят выплачивать промежуточные дивиденды (по итогам трех, шести или девяти месяцев). Напомним, что ранее подобные решения были приняты акционерами Дальсвязи и Уралсвязьинформа. Вероятнее всего, остальные МРК в скором времени также внесут аналогичные поправки в уставы. При этом руководство Связьинвеста не гарантирует того, что выплаты промежуточных дивидендов будут носить регулярный характер. Тем не менее, на наш взгляд, это неплохое известие для акционеров МРК, которые смогут получать дивидендные выплаты чаще.

#### Наша рекомендация по обыкновенным акциям Дальсвязи – "ПОКУПАТЬ"

Во втором квартале мы начали покрытие крупнейшего оператора связи на телекоммуникационном рынке в Дальневосточном округе – ОАО "Дальсвязь". Наша оценка справедливой стоимости обыкновенных акций Дальсвязи составляет \$5.7. Потенциал роста, согласно текущим рыночным котировкам, – более 11%. Рекомендация по бумагам – "ПОКУПАТЬ".



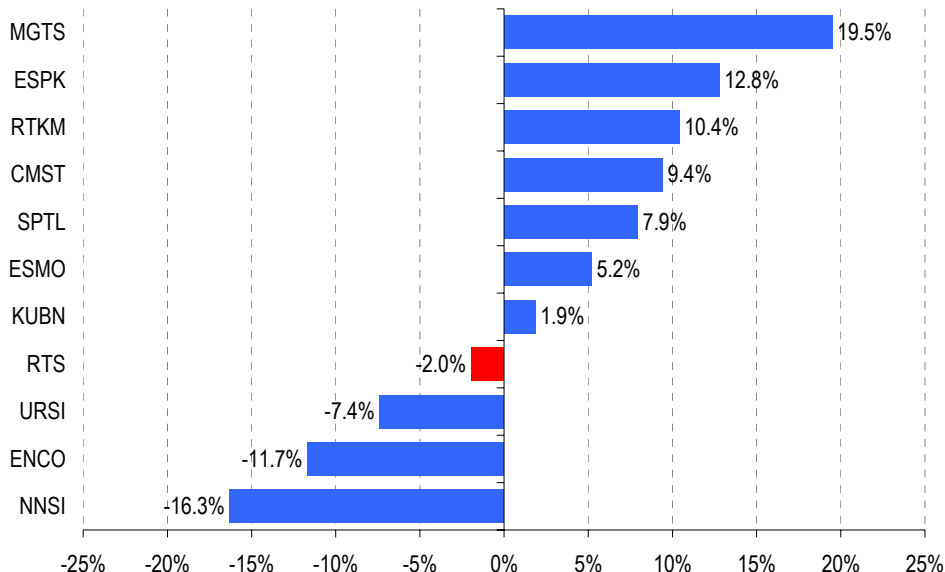
Компания предоставляет полный спектр услуг связи в восьми регионах Дальнего Востока и занимает доминирующую позицию на рынке традиционной телефонии и интернета. Дальсвязь контролирует более 85% рынка местной связи и более 70% рынка услуг по предоставлению доступа в интернет.

По итогам 2006 года Дальсвязь продемонстрировала на первый взгляд скромные финансовые результаты по МСФО. Давление на финансовые показатели компании оказывали расходы на создание резерва условных обязательств по претензиям налоговых органов (в случае, если претензии будут оспорены, резерв будет расформирован). Без учета данных расходов финансовые результаты Дальсвязи выглядят весьма позитивно. Мы ожидаем, что по итогам 2007 года выручка Дальсвязи вырастет на 8.7% – до 11.8 млрд руб., EBITDA увеличится на 43% – до 3.9 млрд руб. Таким образом, маржа EBITDA повысится до 33%. При этом к 2010 году мы ожидаем постепенного роста данного показателя до уровня 37%.

Запланированная продажа сотовых активов Дальсвязи может принести компании порядка \$100 млн, которые могут быть направлены на развитие новых высокодоходных и перспективных сегментов, в которых Дальсвязь имеет больше конкурентных преимуществ в регионе, чем на рынке мобильной связи.

Доминирующее положение на рынках традиционной телефонии, крупнейшая магистральная инфраструктура в регионе, диверсифицированная клиентская база, эффективный контроль над расходами, а также стратегия по диверсификации бизнеса за счет перспективных высокодоходных услуг способствуют тому, что бумаги Дальсвязи выглядят привлекательными для инвестиций.

#### Динамика котировок за II кв. 2007 г.: фиксированная связь



Среди фаворитов на третий квартал мы выделяем бумаги Дальсвязи и Волгателекома. За второй квартал акции Волгателекома подешевели на 16.3%, продемонстрировав самое существенное падение среди бумаг операторов фиксированной связи. На наш взгляд, оператор с самой высокой рентабельностью по EBITDA среди всех МРК выглядит недооцененным по показателям P/E, EV/EBITDA и EV/Sales. Котировки Дальсвязи в минувший квартал выросли почти на 13%. Тем не менее мы по-прежнему считаем акции компании привлекательными для инвестиций.

	EBITDA Margin			P/E		EV/EBITDA		EV/SALES	
	2006	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E	2007E	2008E
<b>Российский рынок</b>									
Уралсвязьинформ	34%	33%	36%	13.0	9.3	6.7	5.9	2.4	2.0
Сибирьтелеком	28%	30%	33%	10.5	10.5	6.1	5.1	1.9	1.8
Центртелеком	33%	32%	34%	16.4	13.6	5.7	4.7	2.4	2.1
Дальсвязь	25%	33%	34%	3.5	7.4	4.6	4.2	1.5	1.4
Волгателеком	39%	37%	38%	10.1	8.8	5.4	4.2	2.3	2.1
ЮТК	32%	32%	34%	19.5	15.0	5.3	4.1	1.7	1.5
СЗТ	33%	34%	36%	15.9	14.5	6.0	5.6	1.5	1.3
<b>Среднее по RM</b>	<b>32%</b>	<b>33%</b>	<b>35%</b>	<b>12.7</b>	<b>11.3</b>	<b>5.7</b>	<b>4.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>
<b>Развитые рынки</b>									
AT&T	50%	37%	38%	14.8	13.2	7.0	6.5	2.6	2.5
Verizon	34%	33%	34%	17.9	16.1	6.3	6.0	2.1	2.0
Sprint Nextel	33%	27%	30%	24.4	20.3	7.6	6.9	2.1	2.0
BT	28%	28%	28%	14.1	13.4	6.0	5.9	1.7	1.7
DT	34%	30%	31%	18.3	16.2	5.5	5.4	1.7	1.7
Telecom Italia	45%	40%	39%	14.9	14.3	6.2	6.1	2.4	2.4
Telefonica SA	40%	37%	38%	13.5	11.2	6.4	6.1	2.4	2.3
Telekom Austria	43%	39%	38%	16.1	15.1	6.4	6.4	2.5	2.5
Telstra	44%	42%	43%	15.4	14.9	7.3	7.0	3.1	3.1
Portugal Telecom	40%	36%	36%	19.2	19.1	7.4	7.4	2.7	2.7
KPN	43%	40%	40%	15.4	14.0	6.5	6.5	2.6	2.6
Belgacom	36%	35%	34%	13.0	13.4	6.1	6.3	2.1	2.1
<b>Среднее по DM</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>16.4</b>	<b>15.1</b>	<b>6.6</b>	<b>6.4</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Telefonica O2	49%	46%	44%	18.4	18.0	6.5	6.6	3.0	2.9
Magyar Telekom	42%	39%	39%	12.7	11.9	5.1	5.0	2.0	2.0
TP SA	44%	42%	43%	13.8	12.8	4.9	4.9	2.1	2.1
Hellenic	42%	37%	38%	18.5	15.8	6.3	6.0	2.3	2.3
Bezeq	34%	34%	35%	15.8	14.4	5.3	5.2	1.8	1.8
Telkom South Africa	44%	39%	38%	10.4	10.6	5.4	5.3	2.1	2.0
Telecom Argentina	41%	35%	37%	27.9	21.5	6.2	5.2	2.2	1.9
Telecomunicacoes de Sao	46%	45%	44%	9.5	8.8	4.9	4.8	2.2	2.1
Tele Norte Leste	41%	37%	37%	9.6	8.0	4.0	3.7	1.5	1.4
Brasil Telecom	39%	35%	29%	18.5	16.8	4.0	4.5	1.4	1.3
Embratel Participacoes	26%	25%	24%	6.8	5.9	4.5	4.5	1.1	1.1
CIA Telecomunicacion Chile	50%	47%	46%	21.8	36.5	5.8	5.7	2.7	2.7
Telefonos de Mexico	43%	43%	43%	12.3	11.6	6.5	6.5	2.8	2.8
MTNL	22%	20%	20%	20.1	19.2	8.9	8.6	1.8	1.7
Chunghwa	51%	52%	52%	11.7	10.6	5.4	5.4	2.8	2.8
KT	31%	32%	33%	10.3	9.2	3.9	3.7	1.2	1.2
Ukrtelecom	5%	26%	23%	33.4	18.0	2.5	2.5	0.6	0.6
<b>Среднее по EM</b>	<b>38%</b>	<b>37%</b>	<b>37%</b>	<b>16.0</b>	<b>14.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>

Источник: Bloomberg, оценка БКС

## Сотовая связь

### Все операторы "большой тройки" получили лицензии 3G

В апреле стали известны результаты конкурса на право предоставления услуг мобильной связи третьего поколения. Как и предполагалось, всем сотовым операторам "большой тройки" дали лицензии на 3G в РФ. Согласно условиям, в течение двух лет все получившие лицензии операторы обязаны начать предоставление услуг мобильной связи третьего поколения, которые помимо передачи голосовых данных включают в себя высокоскоростную передачу данных, а также предложение мультимедийных сервисов типа видеоконференций, видео и т. д.

Позитивный эффект для финансовых показателей сотовых компаний от развития услуг 3G проявится только через несколько лет (в течение которых операторы будут активно инвестировать в их развитие). В частности, МТС и Мегафон в ближайшие три года планируют потратить по \$1 млрд на развитие 3G. В перспективе расширение линейки услуг будет способствовать увеличению показателей ARPU операторов, однако все будет зависеть от того, насколько популярными станут данные услуги среди абонентов.

### Отчетность Вымпелкома по итогам 2006 года

В минувшем квартале Вымпелком обнародовал благоприятные финансовые результаты за 2006 год по US GAAP. Выручка компании по итогам минувшего года составила \$4868 млрд, что на 52% выше аналогичного показателя за 2005 год. Показатель OIBDA вырос на 56% – до \$2452 млрд, чистая прибыль увеличилась на 32% – до \$812 млн. При этом рентабельность по OIBDA возросла с 49% до 50.4% в 2006 году. Если сравнить обнародованную отчетность с финансовыми показателями МТС, то показатели выручки, OIBDA и чистой прибыли Вымпелкома продемонстрировали более значительный прирост по итогам 2006 года.

### Отчетность за первый квартал 2007 года: МТС vs. Вымпелком

Во втором квартале МТС и Вымпелком представили свои финансовые показатели по итогам первого квартала 2007 года по стандартам US GAAP. Консолидированная выручка МТС выросла на 35.1% (по отношению к аналогичному показателю по итогам первого квартала 2006 года). OIBDA увеличилась за год на 50.9% и составила \$903.1 млн. В результате рентабельность по OIBDA увеличилась с 45.5% в первом квартале 2006 года до 51.9% в первом квартале 2007 года. Консолидированная чистая прибыль по итогам первого квартала текущего года составила \$448.6 млн, продемонстрировав увеличение на 143.3%.

По сравнению с четвертым кварталом прошлого года показатели выручки и OIBDA оказались меньше соответственно на 3.6% и 3.7%. Это объясняется негативным влиянием сезонного фактора (в частности, традиционным снижением доходов от роуминга).

В целом мы оцениваем обнародованную отчетность МТС позитивно. Несмотря на то что давление на финансовые показатели оказывал бизнес компании на Украине, успехи МТС на российском рынке привели к тому, что обнародованные данные из консолидированной отчетности оказались выше рыночных ожиданий. Следует также отметить, что благодаря сильным результатам в первом квартале 2007 года компания повысила свой прогноз прироста выручки в 2007 году с 17% до 22%.

В первом квартале Вымпелком вновь продемонстрировал более высокие темпы роста выручки и OIBDA, чем МТС, по-прежнему продолжая отставать по показателю рентабельности OIBDA. Выручка Вымпелкома за первый квартал текущего года увеличилась на 59% (по сравнению с аналогичным показателем за первый квартал 2006-го). OIBDA выросла на 58.8% и достигла уровня \$766.4 млн. При этом рентабельность по OIBDA составила 51.5%. Чистая прибыль компании составила \$277.3 млн., что на 84.6% выше аналогичного показателя по итогам первого квартала 2006 года. Следует также отметить, что в первом квартале текущего года Вымпелком вышел на рекордный денежный поток – \$655.9 млн.

По сравнению с четвертым кварталом прошлого года показатель выручки и OIBDA Вымпелкома увеличились соответственно на 2.5% и 11%.

Мы позитивно расцениваем обнародованные финансовые результаты обоих операторов. Однако, на наш взгляд, на текущий момент акции МТС выглядят более привлекательными для инвестиций, в то время как Вымпелком справедливо оценен рынком.

#### Telenor увеличила свою долю в Вымпелкоме до 29.9%

Во втором квартале стало известно о том, что норвежская Telenor приобрела на рынке 3.3% голосующих акций Вымпелкома, увеличив тем самым свою долю до 29.9%. В качестве цели покупки Telenor указала "повышение вероятности избрания кандидатов в совет директоров Вымпелкома". При этом Telenor не исключает продолжения скупки бумаг Вымпелкома.

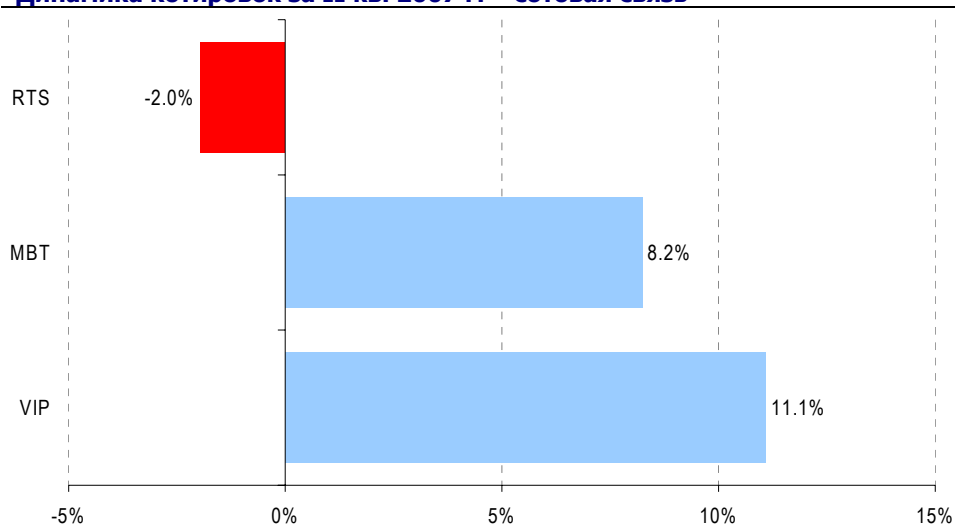
Напомним, что в первом квартале стало известно о том, что Altimo через свою 100-процентную "дочку" Eco Telecom выкупила около 2.9% голосующих акций Вымпелкома, доведя свою долю в компании с 39.5% до 42.4%. За период с 15 по 20 марта Eco Telecom приобрела 6.76 млн АДР на открытом рынке на общую сумму \$618 млн, что повлекло за собой скачок цен на бумаги Вымпелкома. С одной стороны, существует мнение, что с учетом исторической явки акционеров Вымпелкома 42% акций позволят установить "структурный контроль", однако следует отметить наличие соглашения между акционерами, которое позволяет выдвигать четырех представителей в совет директоров компании только при наличии более 44% пакета.

#### Altimo увеличила долю в Вымпелкоме до 44%

В минувшем квартале Eco Telecom, которая полностью контролируется Altimo, сообщила в Комиссию по ценным бумагам США о том, что довела свою долю в Вымпелкоме до 44% голосующих акций, купив еще 0.2%. Таким образом, соглашение, согласно которому один из выдвигаемых со стороны Eco Telecom кандидатов в совет директоров Вымпелкома должен быть независимым, потеряло свою силу. Теперь из девяти мест в совете директоров четыре будут за Altimo, а Telenor по-прежнему имеет право выдвигать трех своих представителей и двух независимых кандидатов.

Напомним, что ранее Altimo уже сообщала о планах по увеличению доли в Вымпелкоме до 50%, что позволило бы ей консолидировать финансовые показатели оператора в своей отчетности. Таким образом, нельзя полностью исключать того, что Альфа может продолжить скупку бумаг Вымпелкома. Это может оказать позитивное влияние на котировки компании.

#### Динамика котировок за II кв. 2007 г. – сотовая связь



Второй квартал текущего года оказался чуть менее удачным для котировок МТС и Вымпелкома, чем предыдущий. На наш взгляд, рост котировок Вымпелкома активно поддерживается скупкой акций компании со стороны основных акционеров оператора, между которыми существуют серьезные разногласия. Мы считаем, что на текущий момент бумаги МТС выглядят более привлекательными для инвестиций.

Мухин Денис  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

## Производители минеральных удобрений

### Ситуация на рынке за последний квартал

Ситуация на рынке за прошедший квартал обозначила разрыв в оценке производителей азотных и калийных удобрений. Незавидное положение "азотников" не изменилось – большинство компаний закончили квартал в отрицательной области или незначительно выросли. Однако бумаги Уралкалия стали "хитом" последних месяцев: их котировки повысились на 61%, а с начала года – больше чем на 80%. Сильвинит также продемонстрировал хороший рост – 12% за три месяца, – хотя эти показатели и кажутся скромными на фоне собрата.

В результате на рынке образовалась ситуация, когда один из производителей удобрений оценивается намного выше всех остальных. Мы ожидаем, что Сильвинит и более ликвидные "азотники" немного подтянутся к уровню лидера.

### Компании остаются фундаментально привлекательными

Высокие цены на нефть укрепляют фундаментальную привлекательность компаний сектора. Судя по всему, нефтяные цены останутся высокими и в обозримом будущем, поддерживая цены на все виды удобрений. На отношение рынка к производителям удобрений также начинают влиять тенденции к увеличению потребления биотоплива.

### Финансовые результаты

Компании показали далеко не самые лучшие результаты за 2006 год, хотя этого и следовало ожидать. Чистая прибыль Акрона и Еврохима значительно снизилась при минимальном росте выручки. Существенно выросла себестоимость продукции – причиной компании называют постоянно растущие цены на сырье.

Но то, что плохо для "азотников", не смутило инвесторов Уралкалия. Отнюдь не блестящие результаты за проблемный 2006 год – чистая прибыль уменьшилась в два раза, выручка в 1.2 раза – не смогли прервать победное шествие котировок компании.

### Газпром становится активным игроком на рынке

Газпром становится активным игроком на рынке, в июне он подтвердил свой интерес к приобретению Тольяттиазота и Азота (Березники). Также существует предположение, что Газпром и Еврохим создадут СП, в которое Газпром внесет свои "азотные" активы. На фоне увеличения внутренних цен на газ это представляется взаимовыгодным сотрудничеством.

### Уралкалий правит бал

Во втором квартале Уралкалий "отличился" на рынке двумя крупными новостями – удачным завершением переговоров по цене с индийскими заказчиками и конфликтом с ФАС по поводу монопольного установления цен.

Первая новость была воспринята рынком с энтузиазмом, вторая не повлияла на динамику акций. ФАС определила допустимый максимум цен на хлористый калий для компаний и наложила небольшие штрафы. Экспертный совет по агропромышленному комплексу даже рекомендовал ФАС подумать об установлении вывозной пошлины, однако такие шаги, с нашей точки зрения, маловероятны.

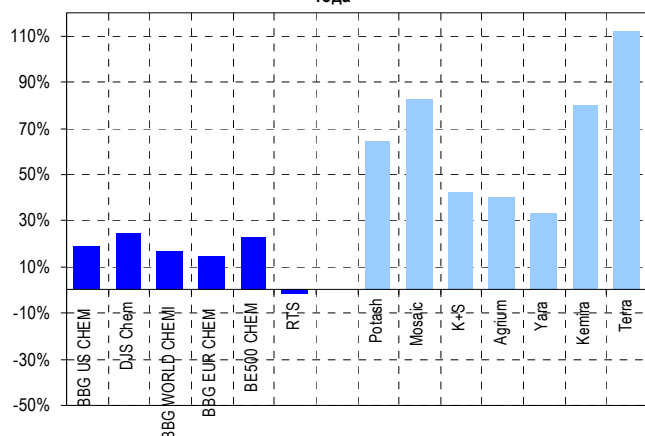
### Еврохим озвучил стратегические планы

Еврохим также часто появлялся в заголовках прессы в минувшем квартале. Владелец компании Андрей Мельниченко заявил об определении стратегической цели предприятия – увеличить капитализацию компании до \$10 млрд в среднесрочной перспективе (это приблизительно в три раза больше нынешней ее стоимости). Очевидно, что такой рост не может быть осуществлен с помощью внутренних ресурсов и даже поглощений (для них нет достойных целей). На этом фоне создание СП с Газпромом кажется более вероятным сценарием развития событий.

В апреле S&P повысило Еврохиму рейтинг корпоративного управления, также были опубликованы результаты компании по МСФО за 2006 год. Все это говорит о ее серьезном отношении к своему имиджу, а также весьма напоминает шаги, предпринимаемые в рамках предпродажной подготовки компании. Мы ожидаем, что в конце 2007 – начале 2008 года Еврохим либо разместит акции на бирже, либо привлечет стратегического партнера.

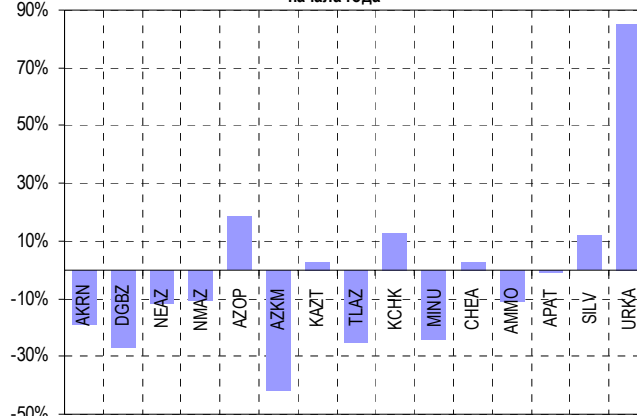


Рост котировок западных производителей удобрений с начала года



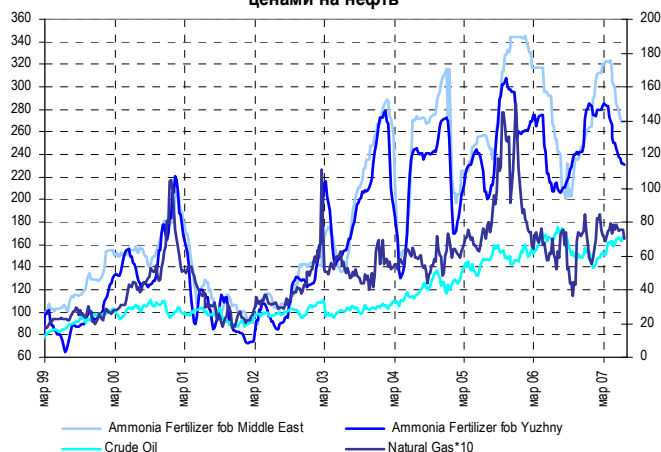
Источник: Bloomberg

Рост котировок российских производителей удобрений с начала года



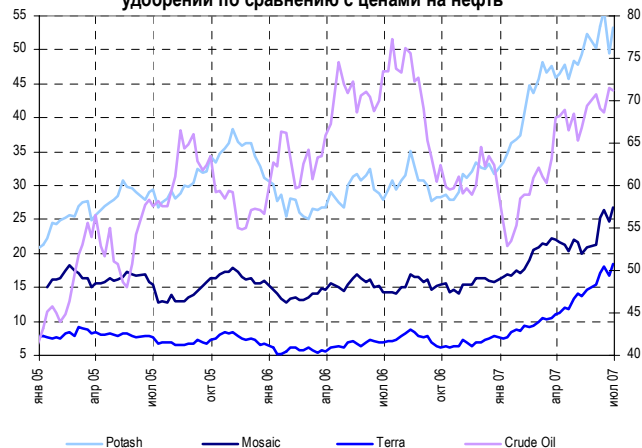
Источник: RTS

Динамика цен на азотные удобрения по сравнению с ценами на нефть



Источник: Bloomberg

Динамика котировок акций иностранных производителей удобрений по сравнению с ценами на нефть



Источник: Bloomberg

NAME	%	MC, mln	EV, mln	EV / S	EV / EBITDA	P / E	P / S
		ASK	USD	2006	2006	2006	2006
<b>Russian peers</b>							
Акрон	-19%	1 130	1 220	2,5	4,0	5,2	2,3
Дорогобуж	-27%	236	277	1,4	7,2	2,2	1,2
Невинномысский азот	-12%	577	635	1,5	4,4	5,6	1,4
Новомосковский азот	-11%	463	576	1,1	4,1	4,9	0,9
Азот Березники	19%	260	205	1,0	3,6	5,9	1,2
Кемеровский азот	-42%	167	265	1,2	9,2	50,4	0,7
Куйбышев азот	3%	469	641	4,3	26,0	32,0	3,1
Минудобрения	-24%	308	326	3,4	11,6	17,4	3,2
Череповецкий азот	3%	341	295	1,3	5,3	9,2	1,5
Сильвинит	12%	3 115	3 148	4,7	10,9	17,5	4,6
Уралкалий	85%	6 161	6 451	9,5	22,3	45,2	9,1
<b>Медиана</b>				<b>1,5</b>	<b>7,2</b>	<b>9,2</b>	<b>1,5</b>
<b>Developed peers</b>							
Potash corp	64%	24 890	24 893	6,6	24,4	39,4	6,6
Mosaic	83%	17 736	19 873	3,7	27,3	106,8	3,3
K+S AG	42%	6 587	6 985	1,9	15,7	19,4	1,8
Agrium	40%	5 910	6 211	1,5	15,7	179,1	1,4
Yara	33%	9 480	10 435	1,4	14,6	14,5	1,3
Kemira	80%	929	1 231	0,8			0,6
Terra	112%	2 518	2 832	1,5			1,4
<b>Медиана</b>				<b>1,5</b>	<b>15,7</b>	<b>39,4</b>	<b>1,4</b>

Источник: финансовые отчеты компании, оценка БКС

## Итого...

На наш взгляд, высокие цены на нефть и дальше будут оказывать серьезную поддержку оценкам компаний отрасли. К тому же негативные результаты прошлого года и тезис о повышении внутренних цен на газ уже достаточно отыграны рынком. "Выстрел" Уралкалия является индикатором оптимизма по отношению к производителям минеральных удобрений. При ограниченной ликвидности отрасли инвесторы могут выплеснуть свой энтузиазм лишь на ограниченное количество активов. Так как размещения крупных игроков еще предстоят, а роль, которую намерен играть на рынке Газпром, пока до конца не определилась, мы придерживаемся нейтрально-позитивного взгляда на отрасль.

Мы выделяем бумаги Акрона (AKRN.RU) как наиболее ликвидного "азотника" и Сильвинита (SILV.RU), который, с нашей точки зрения, должен подтянуться к оценке "собрата".

Анастасия Жданова  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

## Строительство транспортной инфраструктуры

### Ситуация на рынке за последний квартал

Позитивное отношение рынка к строителям транспортной инфраструктуры только усилилось за прошедший квартал: котировки большинства компаний показали положительную динамику. Отчеты компаний за год не разочаровали. Выручка Мостотреста и Мостоотряда №19 выросла на 24% и 11% соответственно, однако чистая прибыль обеих компаний, как и ожидалось, уменьшилась.

### Пришло время тратить

На данный момент возникла благоприятная инвестиционная среда для реализации капиталоемких проектов, которые долго ждали своего часа. По прогнозам Министерства финансов, использование основного объема средств Инвестиционного фонда приходится на 2009-2010 годы. И одно из главных направлений, на которые предполагается тратить деньги фонда, – развитие инфраструктуры. Кроме того, о планах инвестирования значительных средств в развитие инфраструктуры заявили и крупные монополии.

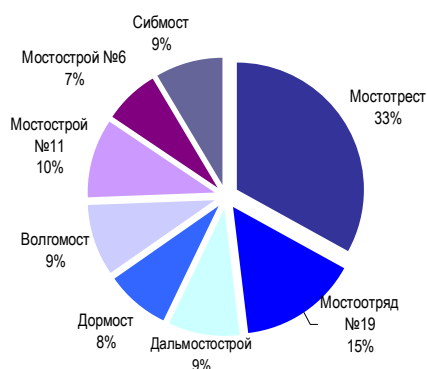
### Инвестиции в акции строителей инфраструктурных объектов – хорошая возможность для диверсификации

Хотя долгосрочно цены на нефть являются определяющим фактором при определении потенциала отрасли, в среднесрочной перспективе колебания нефтяных цен мало влияют на котировки акций строителей инфраструктурных объектов. Дело в том, что реализация проектов продолжается обычно несколько лет, и их финансирование планируется заранее. Таким образом, инвестиции в акции данных компаний дают возможность сыграть на стабильном экономическом росте, позволяя избежать рисков, присущих сырьевым компаниям.

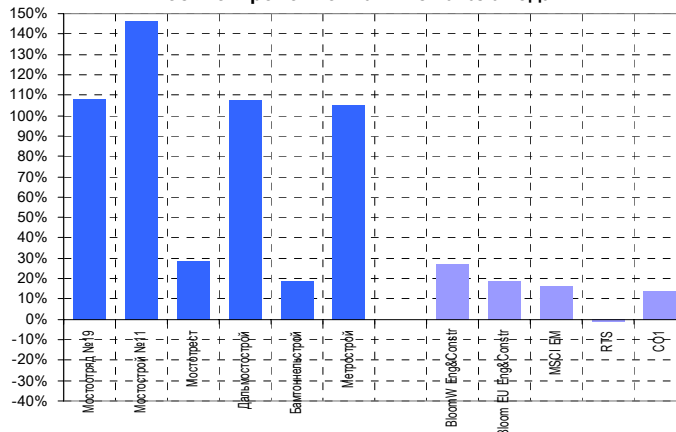
### Акции компаний отрасли привлекательны на текущих ценовых уровнях

Несмотря на то что котировки большинства компаний отрасли существенно выросли за последний квартал, особенно с начала года, их акции остаются привлекательными на текущих уровнях. Мы рекомендуем обратить внимание на сильные фундаментальные предпосылки для инвестирования в отрасль на ближайшие несколько лет.

Доля самых крупных мостостроительных компаний по доходам 2006E



Рост котировок компаний с начала года



Источник: Финансовые отчеты компаний, оценка БКС

Источник: Bloomberg, RTS

NAME	MC, mln		EV / S			EV / EBITDA			P / E			P / S		
	ASK	USD	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Мостоотряд №19 (MSOT)	198	162	0,6	0,5	0,4	13,7	6,7	3,6	61,7	30,0	10,0	0,8	0,6	0,5
Мостотрест (MSTT)	432	530	0,9	0,7	0,6	12,6	9,1	4,8	85,2	29,7	10,3	0,7	0,6	0,5
Метрострой (METP)	133	117	0,5	0,3	0,3	9,5	4,3	3,2	16,4	6,8	5,4	0,5	0,3	0,3
Бамтоннельстрой (BTST)	212	266	1,2	1,1	1,0	10,8	8,5	3,9	9,9	8,6	7,8	1,0	0,9	0,8
	1 101													
Developed peers														
Average	82 970		1,1	0,9	0,7	15,6	9,7	8,5	33,3	21,2	18,2	1,0	0,8	0,7
Медиана			1,0	0,7	0,5	13,6	9,0	8,1	28,5	20,1	16,3	0,8	0,7	0,5
Average small cap			1,2	1,0	0,7	18,6	10,4	8,8	37,9	20,5	17,0	1,3	1,0	0,8
Медиана small cap			1,1	0,9	0,6	16,3	9,5	7,4	36,7	21,0	15,7	1,0	0,8	0,6
Emerging peers														
Average	58 484		2,6	1,7	1,3	18,7	18,2	10,9	65,3	23,1	18,8	2,1	1,5	1,1
Медиана			1,8	1,3	1,0	19,2	12,9	9,8	39,5	22,7	19,1	1,5	1,2	0,9

Источник: Финансовые отчеты компаний, оценка БКС

**Мы выделяем следующие акции, как наиболее перспективные на следующий квартал**

Мы выделяем бумаги Мостоотряда №19 (MSOT.RU), Мостотреста (MSTT.RU) и Бамтоннельстроя (BTST.RU), как наиболее крупных игроков на рынке транспортного строительства. Мостоотряд №19 и Мостотрест дают возможность "сыграть" на растущих инвестициях столиц в транспортную инфраструктуру, Бамтоннельстрой – на внушительной инвестиционной программе РЖД.

Анастасия Жданова  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

## Цены и рекомендации

	Тикер	Цена, \$	Target, \$	Upside	Рекоменд
<b>НЕФТЕХИМИЯ</b>					
Ярославнефтепродукт	slne	0.258	0.531	106%	BUY
Башкирнефтепродукт	banp	9.78	18.23	86%	BUY
Красноярскнефтепродукт	krmf	67.50	125.0	85%	BUY
Рязаньнефтепродукт	ryaz	-	2.720	-	HOLD
Акрон	AKRN	23.60	28.47	21%	HOLD
Дорогобуж	DGBZ	0.260	0.37	43%	HOLD
Куйбышев Азот	kazt	1.845	1.520	-18%	HOLD
Невинномысский Азот	neaz	1.671	1.780	7%	HOLD
Новомосковский Азот	nmaz	410.0	rev	n/a	REV
Кемеровский Азот	AZKM	24.38	53.31	119%	HOLD
Сильвинит	SILV	315.0	282.0	-10%	HOLD
Тольяттиазот	TLAZ	8.500	9.000	6%	HOLD
Уралкалий	URKA	2.875	rev	n/a	REV
Череповецкий Азот	CHEA	35.50	32.30	-9%	HOLD
Казаньоргсинтез	KZOS	0.488	0.772	58%	BUY
Нижнекамскнефтехим	NKNC	0.598	rev	n/a	rev
Воронежсинтезкаучук	vzsk	210.0	541.9	158%	BUY
Ярославский шинный завод	YASH	6.400	17.21	169%	BUY
Омскшина	OMSH	33.50	147.1	339%	HOLD
Волтайр-Пром	VLTP	4.250	4.330	2%	HOLD
Резинотехника	SZRT	36.25	103.5	186%	BUY
Пластик	PLKT	9.80	28.23	188%	BUY
Рязанский НПЗ	mpz	22.00	rev	n/a	REV
Уфанефтехим	UFNC	2.425	3.524	45%	BUY
Новыйл	nunz	1.015	1.328	31%	BUY
Орскнефтеоргсинтез	orfe	24.00	27.66	15%	SELL
Салаватнефтеоргсинтез	snoz	75.38	59.71	-21%	HOLD
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS	1.050	1.000	-5%	HOLD
Уфимский НПЗ	unpz	1.300	1.254	-4%	SELL
Нижегороднефтеоргсинтез	ngns	48.75	53.50	10%	BUY
Хабаровский НПЗ	hnpz	350.0	108.1	-69%	SELL
Саратовский НПЗ	KRKN	510.0	524.6	3%	HOLD
Московский НПЗ	mnpz	123.3	151.9	23%	HOLD
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>					
Башнефть	BANE	12.20	12.00	-2%	SELL
Варьеганнефтегаз	VJGZ	36.50	39.50	8%	HOLD
Газпром	GAZP	10.45	9.547	-9%	HOLD
ЛУКОЙЛ	LKOH	76.50	92.46	21%	BUY
Мегионнефтегаз	MFGS	34.25	45.00	31%	HOLD
НОВАТЭК	NVTK	5.095	7.493	47%	BUY
Оренбургнефть	ORNB	34.50	73.40	113%	BUY
РИТЭК	RITK	10.38	10.00	-4%	HOLD
Роснефть	ROSN	7.925	rev	n/a	REV
Саратовнефтегаз	SNFG	70.00	rev	n/a	REV
Газпромнефть	SIBN	4.150	4.200	1%	HOLD
Сургутнефтегаз	SNGS	1.108	1.55	40%	BUY

Удмуртнефть	UDMN	902.5	750.0	-17%	HOLD
ЮКОС	YUKO	0.260	rev	n/a	REV
ТНК-ВР	tnbp	2.135	rev	n/a	REV
Татнефть	TATN	4.580	4.500	-2%	HOLD
Славнефть	slav	1.450	1.700	17%	HOLD
Норильскгазпром	nrgp	16.99	11.06	-35%	HOLD
Транснефть	TRNFP	1655	1 485	-10%	HOLD
Аганнефтегазгеология	angg	0.630	3.840	510%	HOLD
Оренбурггеология	ogge	1.200	3.065	155%	BUY
Удмуртгеология	udmg	26.00	64.00	146%	BUY
Хантымансийскнефтегазгеология	hmng	365.0	285.3	-22%	HOLD
Востокгеология	voge	725.0	63.10	-91%	SELL
Мегионнефтегазгеология	slme	1.420	3.476	145%	BUY
Обьнефтегазгеология	obne	116.0	173.0	49%	BUY

**ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ**

Башинформсвязь	BISV	0.177	0.210	19%	HOLD
Волгателеком	NNSI	5.125	rev	n/a	REV
Вымпелком	VIMP	415.0	329.2	-21%	HOLD
Голден Телеком	GLDN	55.01	34.30	-38%	HOLD
Дальсвязь	ESPK	4.850	rev	n/a	REV
Комстар ОТС	CMST	9.000	6.730	-25%	HOLD
Московская ГТС	MGTS	32.50	13.00	-60%	SELL
МТС	MTSS	9.795	11.68	19%	BUY
Ростелеком	RTKM	9.575	2.850	-70%	SELL
СЗТ	SPTL	1.700	rev	n/a	REV
Сибирьтелеком	ENCO	0.111	rev	n/a	REV
Уралсвязьинформ	URSI	0.061	rev	n/a	REV
Центртелеком	ESMO	0.910	rev	n/a	REV
Юг Телеком	KUBN	0.194	rev	n/a	REV

**ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ**

Бурятзолото	BRZL	13.20	rev	n/a	REV
ВСМПО-АВИСМА	VSMO	303.5	rev	n/a	REV
Иркутсккабель	IKBL	61.25	52.00	-15%	BUY
Камкабель	KAMC	3.925	4.200	7%	BUY
Лензолото	LNZL	26.50	rev	n/a	REV
Норильский Никель	GMKN	218.0	299.9	38%	BUY
Полюс Золото	PLZL	42.00	66.90	59%	BUY
Сафьяновская медь	SFMD	12.50	4.000	-68%	SELL
СУМЗ	SUMZ	23.75	41.30	74%	BUY
Уралэлектромедь	UELM	112.0	194.0	73%	BUY
Учалинский ГОК	UGOK	13.75	9.800	-29%	SELL
Челябинский ЦЗ	CHZN	152.5	210.7	38%	BUY
Электроцинк	ELTZ	130.5	rev	n/a	REV
Полиметалл	PMTL	6.380	8.690	36%	BUY

**ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ**

Алтай-кокс	akks	0.223	0.313	41%	HOLD
Выксунский МЗ	vsmz	1582	1 719	9%	BUY
ЕВРАЗ	evr	30.50	28.30	-7%	REV



Западно-Сибирский МК	zsmk	128.6	135	5%	SELL
Магнитогорский МК	magn	1.000	0.830	-17%	HOLD
Мечел	MTLR	12.50	rev	n/a	REV
Михайловский ГОК	mgok	477.5	339.0	-29%	HOLD
Нижнетагильский МК	NTMK	2.195	2.260	3%	HOLD
Новолипецкий МК	nlmk	2.950	2.680	-9%	BUY
Олкон	ogok	460.0	rev	n/a	REV
Оскольский ЭМК	OAMK	305.5	rev	n/a	REV
Первоуральский НТЗ	PNTZ	32.50	44.60	37%	HOLD
Северский ТЗ	SVTZ	10.88	16.90	55%	BUY
Северсталь	CHMF	13.95	13.62	-2%	BUY
Синарский ТЗ	SNTZ	110.0	103.3	-6%	HOLD
Стойленский ГОК	sgok	346.5	rev	n/a	REV
Таганрогский МЗ	tamz	1.210	1.350	12%	BUY
Челябинский ТПЗ	CHEP	4.125	3.000	-27%	HOLD
Череповецкий СПЗ	chsp	-	rev	n/a	REV
ТМК	TRMK	9.175	8.600	-6%	HOLD

**МАШИНОСТРОЕНИЕ**

АвтоВАЗ	AVAZ	140.00	rev	n/a	REV
ИРКУТ - НПК	IRKT	0.993	1.300	31%	HOLD
Калужский ТЗ	kyr	227.5	157.0	-31%	BUY
Камаз	kmaz	4.150	1.438	-65%	REV
Красный Котельщик	KRKO	1.045	1.450	39%	BUY
ПАЗ	PAZA	35.00	rev	n/a	REV
Алмаз	ALMZ	5.050	9.850	95%	BUY
Силовые Машины	SILM	0.168	0.150	-10%	HOLD
Казанское МПО	kpmo	8.400	13.30	58%	BUY
Северсталь-Авто	svav	33.70	35.80	6%	BUY
Туламашзавод	tuma	0.095	0.165	75%	BUY
Нижегородский Машзавод	nmsz	4.450	8.500	91%	BUY
МЗ "Арсенал"	arse	18.50	30.30	64%	BUY
Ижевский машзавод	igma	0.014	0.007	-52%	HOLD
Завод "Молот"	vpmm	2.000	6.000	200%	BUY
Промтрактор	PRTA	148.0	247.7	67%	BUY
Кировский завод	KIRZ	30.75	33.10	8%	BUY
Ковровский мехзавод	kvmz	76.00	179.0	136%	BUY

**ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР**

Балтика	PKBA	46.75	55.30	18%	BUY
Вимм Биль Данн	WBDF	75.00	45.70	-39%	HOLD
Калина	KLNA	38.88	52.60	35%	BUY
Лебедянский	LEKZ	83.73	94.00	12%	BUY
Пятерочка	FIVE	27.00	rev	n/a	REV
Седьмой Континент	SCON	26.25	35.20	34%	BUY
Магнит	MGNT	43.80	57.50	31%	BUY
Черкизово	GCHE	13.60	22.20	63%	BUY
Открытые Инвестиции	OIVS	249.3	314.2	26%	BUY
Разгуляй	GRAZ	3.730	rev	n/a	REV
Останкинский МПЗ	osmp	6.825	rev	n/a	REV

**ТРАНСПОРТ**

Авиакомпания Красэйр	avka	246.0	426.0	73%	HOLD
Авиакомпания Сибирь	avsi	3217	3 830	19%	HOLD
Аэрофлот	AFLT	2.845	1.960	-31%	HOLD
ДВМП	FESH	0.715	0.320	-55%	HOLD
Новошип	nomp	2.265	2.520	11%	BUY
Приморское МП	PRIM	0.314	0.286	-9%	HOLD
Ютэйр	TMAT	0.517	0.370	-28%	BUY

**БАНКИ**

Банк Москвы	mmbm	57.50	35.00	-39%	SELL
Сбербанк	SBER	3889	4 125	6%	BUY
Уралсиб	usbn	0.029	0.019	-34%	SELL
Возрождение	vzrz	60.75	73.70	21%	BUY
Росбанк	ROSB	7.425	4.800	-35%	SELL
Внешторгбанк	VTBR	0.005	0.007	21%	BUY

**ЭНЕРГЕТИКА**

РАО ЕЭС России	EESR	1.354	1.630	20%	BUY
РАО ЕЭС России	EESRP	1.180	1.240	5%	BUY
ОГК-1	ogka	0.095	0.100	5%	HOLD
ОГК-2	ogkb	0.161	0.164	2%	BUY
ОГК-3	ogkc	0.171	0.130	-24%	HOLD
ОГК-4	ogkd	0.115	0.101	-12%	BUY
ОГК-5	ogke	0.157	0.139	-11%	HOLD
ОГК-6	ogkf	0.130	0.133	2%	HOLD
Челябэнерго	chng	0.089	0.130	47%	BUY
Астраханьэнерго	asre	0.283	0.200	-29%	BUY
Ленэнерго	lsng	1.675	2.320	39%	BUY
Ростовэнерго	rtse	0.109	0.130	20%	BUY
Омскэнерго	omng	35.93	54.30	51%	BUY
Волгоградэнерго	vgen	0.915	1.200	31%	BUY
Курскэнерго	kuen	0.128	0.250	96%	BUY
Рязаньэнерго	rzen	0.720	1.090	51%	BUY
Томская распредкомпания	tors	0.032	0.050	56%	BUY
Пермэнерго	pmng	12.50	16.41	31%	BUY
Свердловэнерго	sver	1.095	1.610	47%	BUY
Дагэнерго	DGEN	0.026	0.070	175%	BUY
Мариэнерго	MIEN	0.525	1.030	96%	BUY
Пензаэнерго	PNZE	0.865	1.750	102%	BUY
Орелэнерго	OREN	0.398	0.710	79%	BUY
Воронежэнерго	VZEN	2.825	5.660	100%	BUY
Костромаэнерго	KOSG	0.160	0.370	131%	BUY
Брянскэнерго	BREN	8.60	15.90	85%	BUY
Новгородэнерго	NGNR	0.510	1.070	110%	BUY
Курскэнерго	KUEN	0.128	0.250	96%	BUY
Кировэнерго	KIRE	0.064	0.110	72%	BUY
Тамбовэнерго	TAEN	0.076	0.110	45%	BUY

**ЛЕСОПРОМЫШЛЕННЫЙ КОМПЛЕКС**

Архангельский ЦБК	acbk	320.0	406.6	27%	BUY
Соломбальский ЦБК	scbk	0.155	0.250	61%	BUY
Сокольский ЦБК	ccbk	9.000	43.60	384%	BUY
Нойзидлер Сыктывкар	nzds	388.5	554.0	43%	BUY
Селенгинский ЦКК	sckk	6.350	7.680	21%	BUY
Кондопога	kndo	52.20	59.10	13%	BUY
Усть-Илимский ЛПК	uilk	1.800	2.000	11%	HOLD
Братсккомплексхолдинг	brlp	25.00	17.10	-32%	SELL
Котласский ЦБК	kcbk	0.700	0.570	-19%	SELL
Санкт-Петербургский КПК	spbp	39.50	102.5	159%	BUY

**ПРОЧИЕ**

Верофарм	vrph	42.50	34.00	-20%	HOLD
Росбизнесконсалтинг	RBCI	9.040	11.13	23%	BUY
Аптека 36'6	APTK	91.25	56.40	-38%	HOLD
АФК "Система"	AFKS	1 191	1 785	50%	BUY
СТС Медиа	CTCM	27.14	30.73	13%	BUY
НПО Сатурн	satr	0.132	0.126	-4%	BUY
Бамтоннельстрой	btst	1 855	2 515	36%	BUY
Мостоотряд №19	msot	2 525	4 450	76%	BUY
Мостотрест	msst	348.5	526.0	51%	BUY
ПИК	PIKK	25.30	27.00	7%	HOLD
ДЭК	dvec	0.121	0.213	76%	BUY
Метрострой	metp	407.5	413.0	1%	HOLD



## BCS Research Group

**Макс Шеин**  
Руководитель департамента  
Нефть, нефтехимия  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

**Ирина Филатова**  
электроэнергетика  
[ifilatova@msk.bcs.ru](mailto:ifilatova@msk.bcs.ru)

**Денис Мухин**  
Банки, телекомы, валюта  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Анастасия Жданова**  
Транспорт, химия, нефтехимия  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Екатерина Кравченко**  
Нефть и газ, медиакомпания  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)

**Татьяна Бобровская**  
Пищепром, розница, потребительские товары  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Ассистент  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

**Светлана Макеева**  
Корректор  
[smiheeva@msk.bcs.ru](mailto:smiheeva@msk.bcs.ru)

**Вячеслав Жабин**  
Металлургия, горнодобывающая  
промышленность  
[sla@msk.bcs.ru](mailto:sla@msk.bcs.ru)

**Севастьян Козицын**  
Машиностроение  
[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**  
Ассистент  
[opetropavlovskiy@msk.bcs.ru](mailto:opetropavlovskiy@msk.bcs.ru)

**Алена Чигринская**  
Ассистент  
[achigrinskaya@msk.bcs.ru](mailto:achigrinskaya@msk.bcs.ru)

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

**Евгений Старцев**  
Директор департамента  
внебиржевых операций  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7475

**Павел Васев**  
Консультант по инвестициям  
[pvasev@msk.bcs.ru](mailto:pvasev@msk.bcs.ru)  
+7 495 380 1595

**Сергей Цуркан**  
Sales Trader  
[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)  
+7 383 211 9090

**Денис Новиков**  
Главный трейдер  
[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7467

**Ольга Карельская**  
Консультант по инвестициям  
[karelya@msk.bcs.ru](mailto:karelya@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 07468

**Евгений Тупикин**  
Старший Финансовый советник  
[etupikin@msk.bcs.ru](mailto:etupikin@msk.bcs.ru)

**Ринат Темербеков**  
Sales Trader  
[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)

**Андрей Бычин**  
Консультант по инвестициям  
[abichin@msk.bcs.ru](mailto:abichin@msk.bcs.ru)  
+7 495 755 9290

**Альберт Хусаинов**  
Консультант по инвестициям  
[ahusainov@msk.bcs.ru](mailto:ahusainov@msk.bcs.ru)  
+7 495 785 7476

**Александр Пименов**  
Финансовый советник  
[apimenov@msk.bcs.ru](mailto:apimenov@msk.bcs.ru)

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.