

## AM-Call

12 Сентября 2008

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ

- Менеджмент скупает акции ЛУКОЙЛа
- Финансовые результаты Аптечной сети 36.6 оказались хуже ожиданий
- Система-Галс улучшила показатели рентабельности в I полугодии
- Чистый убыток ТГК-4 по МСФО за 2007 год – 5.1 млрд руб. (\$202 млн)
- Совет рынка предполагает ограничение цен на мощность на свободном рынке

### СЕГОДНЯ

- ✓ ОАО «ОГК-6» планирует опубликовать отчетность по МСФО за I квартал и полугодие текущего года.
- ✓ Нефтесервисная компания Eurasia Drilling Company Ltd. опубликует неаудированную отчетность по US GAAP за I полугодие 2008 года (17:00).
- ✓ Статистическое управление Европейского союза опубликует данные о промышленном производстве в июле (13:00).
- ✓ Министерство труда США опубликует данные о динамике цен производителей в августе (16:30).
- ✓ Министерство торговли США опубликует данные об объеме розничных продаж в августе, а также о запасах товаров на складах в июле (16:30 и 18:00 соответственно).
- ✓ Мичиганский университет опубликует предварительное значение рассчитываемого им индекса доверия потребителей к экономике США за сентябрь (18:00).

### НА РЫНКЕ

Неплохое открытие российскому рынку было практически обеспечено. ADR наших сырьевых компаний закрылись в Нью-Йорке с неплохой премией, да и сами американские индексы показали рост. Однако в четверг вышли статистические данные по США. Дефицит торгового баланса вернулся «за 60», а количество обращений за пособиями осталось высоким. Это в очередной раз активизировало «медведей». Плюс фьючерсы на американские индексы демонстрировали редкий минус. Сырьевые компании в среднем продержались лучше. Индексы MICEX O&G и MICEX M&M упали соответственно на 3.53% и 0.71%, не догнав MMBB. Небольшой рост (0.06%) показали акции ЛУКОЙЛа. Причиной послужило сообщение о том, что президент В. Алекперов и вице-президент Л. Федун купили акций нефтяной компании на 3.2 млрд руб. Банки уже с утра смотрелись хуже рынка. MICEX Financial потерял 6.34%, а Сбербанк и ВТБ показали более чем 8-процентное снижение. А вот региональные телекомы сумели удивить. По многим из них останавливались торги из-за более чем 10-процентного роста. Однако к концу сессии они успели скорректироваться. Сводный индекс MICEX TLC вырос на 2.15%. Пока дна, к сожалению, не видно. Не исключаем, что инвесторам вскоре будет предоставлена возможность купить акции при трехзначном индексе MMBB.

### Аналитический отдел

Москва, Проспект Мира, 69/1  
+7 (495) 785 5336  
[info@msk.bcs.ru](mailto:info@msk.bcs.ru)

### РЫНКИ

• Dow Jones	11 433,7	1,46%
• NASDAQ	2 258,2	1,33%
• S&P 500	1 249,1	1,38%
Nikkei 225	12 146,0	0,36%
KOSPI	1 431,0	2,24%
DAX	6 178,9	-0,51%
CAC 40	4 249,1	-0,81%
FTSE 100	5 318,4	-0,89%
MERVAL	1 613	0,52%
BOVESPA	51 270	3,30%
MMBB	1 073	-3,74%
PTC	1 298	-2,72%

### ВАЛЮТА

USD/RUR	25,7296	0,06%
EUR/RUR	36,0458	-0,05%
Euro/USD	1,4009	0,08%

### ОБЛИГАЦИИ

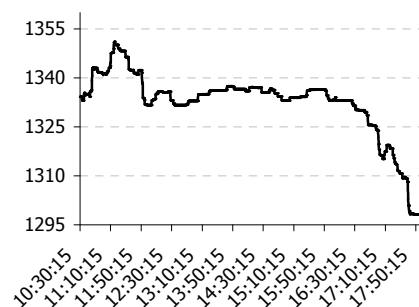
RUSSIA 30, %	5,954	-0,0003
US 30, %	4,272	0,0100
Brazil 30, %	6,406	0,0683
Mexico 31, %	6,169	0,0014

### СЫРЬЕ

Нефть (Brent)	95,54	-1,79%
Нефть (WTI)	100,60	-1,93%
Нефть (Urals)	94,98	-2,21%
Газ	8,29	-0,87%
Золото	746,5	-0,79%
Серебро	10,56	-1,17%
Палладий	237,0	-2,25%
Платина	1 175	-4,49%
Никель	18 425	-0,04%
Медь	6 930	1,32%
Цинк	1 775	2,62%

### PTC

11.09.2008



## Новости компаний

### ЛУКОЙЛ

#### Менеджмент скупает акции ЛУКОЙЛа

### ЛКОН

Target: пересмотр

Покупать

Президент ЛУКОЙЛа Вагит Алекперов и вице-президент Леонид Федун приобрели 2 млн акций компании за 3.2 млрд руб. Средняя цена покупки составила 1600 руб. Менеджмент компании отметил, что на текущих уровнях инвестиции в бумаги ЛУКОЙЛа очень выгодны. Также Леонид Федун считает целесообразным провести скупку акций с рынка.

Скупка акций менеджментом компании окажет поддержку котировкам ЛУКОЙЛа, но не стоит ожидать серьезного роста бумаг на данной новости. Немного позитива не изменят негативные настроения на российском рынке. При этом акции ЛУКОЙЛа будут смотреться лучше рынка. Мы считаем вполне вероятным проведение скупки ЛУКОЙЛом акций с рынка. Возможно, примеру ЛУКОЙЛа последуют другие российские компании.

Екатерина Кравченко  
[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)  
 Андрей Полищук  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

### Аптечная сеть 36.6

#### Финансовые результаты Аптечной сети 36.6 оказались хуже ожиданий

### АПТК

Target: -

Пересмотр

Аптечная сеть 36.6 опубликовала результаты работы компании по МСФО, оказавшиеся значительно ниже консенсус-прогноза. Несмотря на то что выручка сети увеличилась по сравнению с прошлым годом на 43%, до \$558.8 млн, EBITDA снизилась на 35%, до \$9.7 млн, а чистый убыток составил \$8.1 млн, сократившись по сравнению с соответствующим показателем прошлого года на 52%. Основной вклад в улучшение финансовых показателей компании внесли сильные результаты Верофарма, чистая прибыль которого покрыла более 67% убытка аптечного сегмента. Также улучшение показателя произошло благодаря продаже Европейского медицинского центра. Прибыль от этой сделки составила \$35.5 млн.

\$ млн	1П2008	1П2007	Изм. %
Выручка	558.8	390.5	43%
Розница	448.2	302.9	48%
Верофарм	86.5	59.5	45%
прочие	24.1	28.0	-14%
Валовая прибыль	182.2	130.9	39%
Розница	114.7	83.4	38%
Верофарм	58.7	36.6	60%
прочие	8.8	10.9	-19%
Валовая рентабельность	32.6%	33.5%	-0.9 п.п.
EBITDA	9.7	15.0	-35%
Розница	-21.2	-5.1	-314%
Верофарм	28.6	17.0	68%
прочие	2.2	3.1	-28%
Рентабельность по EBITDA	1.7%	3.8%	-2.1 п.п.
Чистая прибыль	-8.1	-16.9	52%

Розница	-28.8	-29.6	3%
Верофарм	19.4	11.0	76%
прочие	1.3	1.7	-21%

Показатель EBITDA в аптечном сегменте по-прежнему находится в отрицательной зоне (-\$10 млн). Во втором квартале розничный сегмент наконец вышел в положительную зону по чистой прибыли. За апрель-июнь «36.6» заработала \$2.6 млн чистой прибыли по сравнению с убытком в \$31 млн в первом квартале. Но и это произошло благодаря продаже Европейского медицинского центра. Без учета этих доходов убыток розницы составил \$32.9 млн. Также не радуют низкий рост сопоставимых продаж (16% в долларовом выражении) и сокращение трафика на 5%.

Результаты Аптечной сети 36.6 мы оцениваем как негативные. Получения чистой прибыли в первом полугодии мы не ожидали. С учетом очень слабых показателей первого квартала 2008 года, когда значение EBITDA упало на 110% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, ожидать восстановления маржи за один квартал не приходилось. Также отметим, что долговая нагрузка компании существенно превышает комфортный уровень. В перспективе компания не исключает возможности выпуска акций и конвертируемых бондов для рефинансирования долга. Наш ценовой ориентир по акциям «36.6» находится на пересмотре. Мы ожидаем постепенного восстановления рентабельности компании, однако данный процесс идет медленнее ожиданий рынка. По нашим оценкам, существенные сдвиги могут произойти не ранее начала 2009 года.

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

## Система Галс

**Система-Галс улучшила показатели рентабельности в I полугодии**

## HALS

**Target: - -**

Система-Галс опубликовала хорошие данные по US GAAP за первое полугодие 2008 года. Выручка компании увеличилась по сравнению с соответствующим показателем прошлого года на 75%, до \$227 млн. Системе Галс наконец-таки удалось выйти из убытка по OIBDA, увеличив данный показатель до \$27.8 млн. В прошлом году отрицательное значение OIBDA было связано с огромными расходами на опционную программу для менеджмента. Чистая прибыль компании составила \$8.7 млн против чистого убытка в размере \$99.6 млн годом ранее.

\$ млн	1П2008	1П2007	Изм.
Выручка	227.1	129.8	75%
Валовая прибыль	72.4	38.1	90%
Валовая рентабельность	31.9%	29.4%	2.5 п.п.
OIBDA	27.8	-85.8	
Рентабельность по OIBDA	12.3%		
Чистая прибыль	8.7	-99.6	
Чистая рентабельность	3.8%		

Рост текущей стоимости портфеля проектов компании, по оценкам независимого оценщика, составил всего 1% с начала года. Хотя в портфель вошли новые проекты, давление на оценку оказал пересмотр рыночных условий оценщиком. Это привело к снижению стоимости портфеля на 8%. В итоге, по оценке Cushman & Wakefield Stiles & Riabokobyenko, текущая стоимость портфеля составила \$3.768 млрд. Исходя из этого, акции Системы-Галс сейчас торгуются с коэффициентом «капитализация/стоимость»

портфеля проектов менее 0.3х при среднерыночном 0.6-0.8х для российских девелоперов. Напомним, что в прошлом году их акции торговались на уровнях в среднем около 1х по этому показателю.

К негативным моментам можно отнести незавершенные переговоры о строительстве офиса германского концерна Siemens. В настоящее время представители Системы-Галс расценивают ход переговоров позитивно. Тем не менее, по сообщениям СМИ, в случае расторжения контракта Система-Галс сохраняет права на здание, однако вынуждена вернуть 64 млн евро, уже полученных от заказчика, а также, возможно, выплатить штрафные санкции.

Уровень долговой нагрузки по-прежнему остается значительным. Величина чистого долга на конец июня составила \$1.18 млрд. Несмотря на рост операционных доходов, их поток пока недостаточен для обслуживания такого объема долга. В условиях текущей нестабильности на рынках капитала это является дополнительным риском для девелопера.

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

## ТГК-4

## TGKD

Target: -

-

**Чистый убыток ТГК-4 по МСФО за 2007 год – 5.1 млрд руб. (\$202 млн)**

Вчера ТГК-4 опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Из-за переоценки стоимости основных фондов компания получила значительный убыток по итогам года – более \$200 млн.

Выручка ТГК-4 в 2007 году выросла на 30%, до 24.6 млрд руб. (\$964.7 млн), затраты увеличились на 37.7%, до 24.8 млрд руб. (\$972.5 млн). Основной причиной роста затрат стала статья амортизационных отчислений, а также топливная составляющая и расходы на персонал.

Отметим, что если исключить эффект переоценки стоимости основных фондов для ТГК-4, то компания операционно «сработала» практически в ноль, что нельзя признать позитивным для генкомпании.

В целом итоги работы ТГК-4 соответствуют общеотраслевым тенденциям. 2007 и 2008 годы должны стать самыми тяжелыми для ОГК и ТГК. Дело в том, что тарифы на энергию растут меньше, чем топливные затраты. В текущем году все усугубилось растущей инфляцией. В то же время доля свободного сектора оптового рынка электроэнергии не настолько велика, чтобы компенсировать затраты генкомпаний в полном объеме. Мы ожидаем, что с 2009 года финансовые показатели ОГК и ТГК начнут устойчивый рост. Более других выиграют ОГК и ТГК с меньшими инвестиционными планами и эффективными мощностями. Пока что все генкомпании занимаются корректировкой инвестиционных программ. Та же ТГК-4 хочет отказаться от своего крупнейшего проекта на Липецкой ТЭЦ-2 из-за его экономической неэффективности.

Что касается рынка акций ТГК-4, то выход отчетности не повлияет на котировки генкомпании. Сейчас действует оферта со стороны ОНЭКСИМа по 0.027 руб., что и предопределяет ценовые уровни на акции «четверки».

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

## Рынок мощности

Target: -

-

**Совет рынка предполагает ограничение цен на мощность на свободном рынке**

Согласно сообщению Интерфакса, одним из пунктов правил работы долгосрочного рынка мощности может стать установление верхнего предела стоимости при конкурентном отборе. Для действующих мощностей верхняя планка устанавливается на уровне эксплуатационных затрат. Для новых мощностей предполагается дополнительная надбавка на возврат капитала.

Более того, предполагается, что при конкурентном отборе мощности предпочтение будет отдаваться блокам, которые есть в генсхеме размещения энергообъектов. Помимо этого, будет учитываться наличие резерва топлива на станциях.

Также в концепции говорится о том, что собственников генкомпаний могут обязать строить новые станции при износе существующих на уровне 90%, а также принудительно проводить модернизацию оборудования при износе мощностей в 70%.

Пока мы скептически относимся к идее установления верхней планки цены на мощность. Сейчас непонятно, каким образом будут рассчитываться эксплуатационные затраты и тем более возврат капитала. Отметим, что эти расходы должны прогнозироваться на длительный период, что создает риск того, что фактические расходы не будут соответствовать прогнозируемым. Чем позже будет введен полноценный рынок мощности, тем скорее генкомпания смогут «отбить» многомиллиардные инвестиции в строительство новых энергоблоков и электростанций.

Краткосрочно новость вряд ли окажет влияние на рынок акций генкомпаний. Текущая ситуация на рынке и так крайне неблагоприятна для ОГК и ТГК. ОГК-3, к примеру, торгуется дешевле стоимости денежных средств на балансе.

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

**Календарь событий**

<b>17 сентября</b>	<b>Банк «Санкт-Петербург» опубликует финансовую отчетность за I полугодие 2008 года по МСФО</b>
<b>22 сентября</b>	<b>Сбербанк представит основные финансовые результаты за август по РСБУ</b>
<b>23 сентября</b>	<b>Публикация отчетности по IFRS Распадской за I полугодие 2008 года</b>  Мы ожидаем сильных финансовых результатов компании, что связано с благоприятной рыночной конъюнктурой на угольном рынке.
<b>24 сентября</b>	<b>ВТБ опубликует финансовую отчетность за I полугодие 2008 года по МСФО</b>
<b>24 сентября</b>	<b>Публикация отчетности по МСФО ОАО «Банка ВТБ» за I полугодие 2008 года</b>
<b>22-28 сентября</b>	<b>Утверждение дивидендов НЛМК за II полугодие на внеочередном собрании</b>  Согласно нашим ожиданиям, дивиденды компании составят \$0.6-0.8 на акцию.
<b>30 сентября</b>	<b>Публикация отчетности по IFRS Полиметалла за I полугодие 2008 года</b>  Мы ожидаем хороших результатов отчетности, что связано с благоприятной рыночной конъюнктурой на рынке драгметаллов.

## Аналитический отдел

+7 495 785 5336

**Макс Шеин**  
Руководитель отдела  
Нефть и газ, 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  
[dmuhin@msk.bcs.ru](mailto:dmuhin@msk.bcs.ru)

**Михаил Сайно**  
Химия, транспорт  
[msavno@msk.bcs.ru](mailto:msavno@msk.bcs.ru)

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

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

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

**Михаил Нестеров**  
Строительство  
[mnestеров@msk.bcs.ru](mailto:mnestеров@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**  
Нефть и газ  
[apolishuk@msk.bcs.ru](mailto:apolishuk@msk.bcs.ru)

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

**Ирина Пенкина**  
Пищепром, розница, потребтовары  
[ipenkina@msk.bcs.ru](mailto:ipenkina@msk.bcs.ru)

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

**Екатерина Левченко**  
Переводчик  
[ellevchenko@msk.bcs.ru](mailto:ellevchenko@msk.bcs.ru)

## Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

**Евгений Старцев**  
[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)

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

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

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

**Антон Манаев**  
[amanev@msk.bcs.ru](mailto:amanev@msk.bcs.ru)

**Антон Клецкий**  
[akletskiy@msk.bcs.ru](mailto:akletskiy@msk.bcs.ru)

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

**Дэн Рапопорт**  
[DanR@bcs.ru](mailto:DanR@bcs.ru)

**Артем Спасский**  
[aspasskiy@bcs.ru](mailto:aspasskiy@bcs.ru)

**Олег Байков**  
[obaykov@bcs.ru](mailto:obaykov@bcs.ru)

**Арсен Хачатурянц**  
[arsenK@bcs.ru](mailto:arsenK@bcs.ru)

**Давид Сираканиан**  
[davidS@bcs.ru](mailto:davidS@bcs.ru)

**Генри Карпин**  
[hkarpin@bcs.ru](mailto:hkarpin@bcs.ru)

**Дмитрий Воронов**  
[voronov@bcs.ru](mailto:voronov@bcs.ru)

**Слава Енин**  
[svenin@bcs.ru](mailto:svenin@bcs.ru)

**Глеб Шапортов**  
[gshaportov@bcs.ru](mailto:gshaportov@bcs.ru)

**Марат Юнусов**  
[myunusov@bcs.ru](mailto:myunusov@bcs.ru)

**Руслан Амонов**  
[ramonov@bcs.ru](mailto:ramonov@bcs.ru)

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



Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.