

MARKETS

Dow Jones	13 442.5	0.13%
NASDAQ	2 602.2	0.04%
S&P 500	1 484.3	0.02%
Nikkei 225	16 127.4	1.94%
KOSPI	1 775.0	-0.12%
DAX	7 497.7	-0.51%
CAC 40	5 538.9	-0.49%
FTSE 100	6 289.3	-1.17%
MERVAL	2 049	0.42%
BOVESPA	54 671	-0.43%
MMBБ	1 660	-0.39%
PTC	1 943	0.55%

CURRENCIES

USD/RUR	25.3319	0.02%
EUR/RUR	35.1690	0.01%
Euro/USD	1.3880	0.03%

COMMODITIES

Нефть (Brent)	77.00	-0.19%
Нефть (WTI)	79.10	-1.24%
Нефть (Urals)	73.31	-1.91%
Газ	7.83	0.66%
Золото	710.8	0.45%
Серебро	12.60	0.32%
Палладий	330.5	0.46%
Платина	1 301	0.37%
Никель спот	28 355	2.55%
Медь спот	7 550	0.16%
Цинк спот	2 867	-0.68%

RTSI 14.09.2007

На рынке

В пятницу российский рынок открылся снижением, несмотря на рост накануне рынков США в пределах процента. После открытия тенденция к снижению сохранилась на фоне локальной перекупленности большинства фишек после уверенного роста днем ранее.

В четверг рынки США выросли на позитивном корпоративном фоне. Однако такой рост – слабая поддержка для мировых рынков, поскольку сейчас все внимание приковано к статданным, тем более что уже во вторник состоится заседание ФРС по ключевой ставке. Однако, несмотря на позитивный внешний фон на открытии, рынок открылся снижением, решив скорректироваться после бурного роста накануне. Также оказывали давление снижающиеся европейские индексы и снижающиеся фьючерсы на американские индексы. Еще одним аргументом в пользу внутридневного снижения выступили ожидания слабых статданных по промпроизводству в США за август. Кстати сказать, данные вышли немного хуже ожиданий, на что рынок отреагировал даже ростом, поскольку на протяжении всего дня в котировки закладывались результаты еще хуже, чем вышли. Гораздо живее отреагировал «проливом» вниз российский рынок на снижение розничных продаж в США в августе.

В итоге акции ЛУКОЙЛа снизились на 0.26%, Газпрома – на 0.66%. На порядок лучше всей нефтянки и рынка в целом смотрелись акции Роснефти, прибавившие 1.63%. Продажи в акциях РАО ЕЭС свели на нет все достижения покупателей днем ранее. Бумаги энергохолдинга снизились на 1.49%. Акции Норникеля потеряли 0.44%. Банковский сектор также закончил день в минусе. Бумаги Сбербанка снизились на 0.24%. Акции ВТБ потеряли по итогу дня 2.27%, показав новый минимум с момента размещения на уровне 10.71 копеек.

Несмотря на то что большую часть дня рынок снижался, индексу РТС по итогу сессии удалось закрыться в плюсе. Приближается заседание ФРС по ключевой ставке, а потому инвесторы стараются не совершать активных действий на рынке.

В этом выпуске

- **ОГК-4 оценили в \$753 за 1 кВт, ТГК-1 – в \$710**
- **РАО ЕЭС может увеличить объем инвестиционной программы**
- **РБК купил провайдеров**
- **Магнит открыл 153 магазина за первые 8 месяцев**
- **МТС приобрела актив в Армении**
- **Мельниченко купил долю в K+S AG – крупнейшем производителе калийных удобрений в Европе**

СЕГОДНЯ:

- ✓ X5 Retail Group планирует обнародовать результаты работы по МСФО за I полугодие этого года.
- ✓ Федеральный резервный банк Нью-Йорка опубликует значение индекса производственной активности Empire Manufacturing за сентябрь (16:30).

Новости компаний

ОГК-4, ТГК-1

ОГК-4 оценили в \$753 за 1 кВт, ТГК-1 – в \$710

В субботу были подведены итоги продажи государственных долей в ОГК-4 и ТГК-1 стратегическим инвесторам. Обладателем госдоли в ОГК-4 довольно неожиданно стала немецкая компания E.ON, акции же ТГК-1 никому не уступил Газпром. Покупка госдоли обошлась E.ON в \$3.9 млрд, Газпрому – в \$1.5 млрд, что пока не предел, если «стратеги» решат пополнить свой пакет еще и акциями дополнительных эмиссий.

Результаты торгов можно признать очень успешными. Один киловатт установленной мощности ОГК-4 оценен в \$753, что пока является рекордом, аналогичный показатель для ТГК-1 – \$710 за 1 кВт – третий результат за всю историю аукционов. Обратим внимание инвесторов на то, что в нашем расчете мы используем показатель отношения стоимости предприятия (EV) и установленной мощности. Этот показатель позволяет учесть объем задолженности той или иной генкомпании, что сейчас становится актуальным в связи с началом реализации инвестиционных программ.

Стоимость киловатта установленной мощности генерации на аукционах 2007 года

Компания	Срок продажи	EV/IC, \$/кВт
ОГК-4	Сентябрь, 2007	753
ОГК-5	Июнь, 2007	737
ТГК-1	Сентябрь, 2007	710
ОГК-3	Март, 2007	637
Мосэнерго	Март, 2007	556
ТГК-5	Июнь, 2007	520

Исходя из итогов торгов, одна акций ОГК-4 оценена в 3.35 руб. (\$0.132), что на 5.7% выше уровня пятничного закрытия. Одна акций ТГК-1 оценена в 0.035 руб. (\$0.00138), что превышает рыночный уровень на 3.6%. Мы ожидаем, что высокая стоимость продажи акций генерирующих компаний вызовет рост котировок акций ОГК-4 и ТГК-1, по крайней мере до уровней продажи.

Дополнительным поддерживающим фактором для рынка акций проданных генкомпаний является возможность выставления оферты покупателями акций. Согласно российскому законодательству, акционер, одномоментно ставший владельцем более 30% акций акционерного общества (47% – для ОГК-4 и 46.3% – для Газпрома в случае покупки допэмиссии), обязан выставить оферту акционерам по цене размещения. Впрочем, необходимо будет обратить внимание на условия оферты, а именно на то, нет ли даты закрытия реестра для возможности предъявления акций к выкупу. К примеру, такая дата была назначена ТГК-5 и Мосэнерго при офертах.

Отметим, что продажей государственных долей процедура размещения акций «четверки» и «единицы» не завершается. Напомним, что и для ОГК-4, и для ТГК-1 установлен предельный размер привлекаемых от дополнительных эмиссий средств (46.5 млрд руб. для ОГК-4 и 32.4 млрд руб. для ТГК-1). Высокие цены размещения предполагают, что фактически будет размещен меньший объем в акциях, чем планировалось ранее.

Так, ОГК-4 фактически разместит только 60% допэмиссии (13.9 млрд акций, или 22% от увеличенного уставного капитала). ТГК-1 продаст инвесторам лишь половину новых акций – 925 млрд шт. (24% от увеличенного уставного капитала).

Схема продажи допэмиссии ОГК-4 предполагает, что после определения цены продажи госдоли в течение 5-10 дней акционеры смогут реализовать свое преимущественное право на выкуп акций «четверки». Мы полагаем, что

пользоваться этим правом для мелких инвесторов в надежде на рост не имеет большого смысла, так как цена продажи и так очень высока. В таблице представлена предполагаемая структура акционеров ОГК-4 после продажи госдоли и допэмиссии.

Предполагаемая структура акционеров ОГК-4 после допэмиссии, %

Акционер	Доля	Стоимость, \$млн
E.ON	47,4%	3 946
Миноритарии РАО	22,5%	1 874
Миноритарии ОГК-4	8,1%	676
Покупатель допэмиссии	22,0%	1 836
Итого:	100,0%	8 332

Итак, E.ON приобрел около 50% акций ОГК-4, что может привести к тому, что немецкая компания не будет претендовать на акции дополнительной эмиссии – они могут быть размещены среди неограниченного круга инвесторов. Мы полагаем, что такой вариант был бы не самым плохим, так как в этом случае увеличится free-float ОГК-4 (сейчас составляющий 5-6%). На наш взгляд, ОГК-4 является одной из самых привлекательных генерирующих компаний с хорошими перспективами роста стоимости, что оправдывает высокую цену ее покупки.

Продажа дополнительной эмиссии ТГК-1 произойдет одновременно с продажей государственной доли. И если в случае с ОГК-4 приобретение новых акций «стратегом» под вопросом, то для ТГК-1 практически нет сомнений в том, что допэмиссия будет выкуплена Газпромом. Только такой вариант развития событий позволит монополии получить контроль. Цена контроля в данном случае – \$2.5 млрд.

Предполагаемая структура акционеров ТГК-1 после допэмиссии, %

Акционер	Доля, %*	Стоимость, \$ млн
Газпром госдоля	28,4%	1 513
Газпром допэмиссия	17,9%	953
Миноритарии РАО	13,9%	737
Fortum	25,5%	1 355
Интеррос	5,6%	298
Миноритарии ТГК-1	8,7%	462
Итого:	100,0%	5 319

- без учета возможности реализации Интерросом преимущественного права

Фактический объем допэмиссии ТГК-1, как мы уже отметили, – лишь половина от запланированного. Кроме того, о своем намерении сохранить блокирующий пакет в ТГК-1 заявил Fortum. Согласно итогам аукциона, покупка части допэмиссии обойдется финнам в \$326 млн. Кроме того, пока неясно, будет ли Интеррос использовать свое преимущественное право. На наш взгляд, вариант продажи Газпрому пакета Интерроса более предпочтителен. В этом случае Газпром сможет консолидировать 46.3% ТГК-1, а с учетом доли Интерроса – \$51.9%. Потенциальные затраты монополии на выкуп госдоли и дополнительной эмиссии, таким образом, могут достичь \$2.5-2.8 млрд.

Для РАО ЕЭС прошедшие аукционы, несомненно, носят позитивный характер. Продав две компании, энергохолдинг заработал \$5.4 млрд. При этом активы удалось реализовать по цене выше рыночной. Отметим, что акции этих компаний в разделительном балансе РАО ЕЭС преимущественно отданы ФСК. На долю сетевой компании приходится акций ОГК-4 и ТГК-1 на сумму \$4.1 млрд. ГидроОГК будет передана часть госдоли ОГК-4 на сумму \$1.3 млрд.

Ирина Филатова
ifilatova@msk.bcs.ru

РАО ЕЭС

**РАО ЕЭС может увеличить
объем инвестиционный
программы**

EESR

Target: \$1.63

Покупать

Председатель правления РАО ЕЭС А. Чубайс заявил о том, что энергохолдинг может увеличить объем инвестиционной программы на 2008-2012 годы, хотя и не слишком значительно. В основном речь идет об усилении сетевой компоненты инвестиционной программы и некотором перераспределении генерирующих мощностей с учетом уточненных прогнозов роста потребления в ряде регионов.

По информации газеты Ведомости, наиболее сильное изменение инвестпрограммы ожидает ОГК-1, которая помимо утвержденного строительства 3100 МВт мощностей может построить еще 2020 МВт. Кроме того, ОГК-5 может отказаться от постройки газового блока в Можайске в пользу роста мощности на Среднеуральской ГРЭС. Переориентация на рост мощностей Уральского региона, на наш взгляд, оправданна. ОЭС Урала – одна из немногих энергосистем, рост потребления энергии в которых не только соответствует прогнозам РАО ЕЭС, но даже немного их превышает.

Что касается усиления сетевой компоненты инвестиционной программы, то оно произойдет за счет роста инвестиционной программы ФСК, а именно будет введена плата за подключение к магистральным энергосетям. При этом генерация может быть обязана заключать с ФСК договоры о присоединении, причем их неисполнение будет наказываться штрафами.

В наших недавних комментариях мы указывали на высокую вероятность ввода платы за подключение к энергосетям ФСК, так как до сих пор в инвестиционной программе сетевой компании присутствует лишь небольшое число проектов по выдаче мощности электростанциями. Теперь же объем вложений ФСК будет увеличен. На период до 2010 года в инвестпрограмме ФСК «дополнительно» заложено привлечение 22 млрд руб. (\$870 млн) от платы за подключение. Затраты на эту статью лягут на плечи генерирующих компаний. Такое развитие событий дополнительно подтверждает инвестиционную привлекательность бумаг ФСК.

Для генерации же возрастет объем потенциально очень затратных обязательств, что в среднесрочном плане мы оцениваем не слишком позитивно, так как предполагаемые меры являются не полностью рыночными. Во-первых, при дополнительной эмиссии потенциальный «стратег» должен будет подписывать инвестиционный меморандум, согласно которому ему рекомендовано не изменять утвержденную инвестиционную программу. Во-вторых, обязательным условием является заключение с АТС договоров на поставку мощности на период до 2021 года. В случае если генкомпания не успеет ввести мощность, она должна будет покупать ее на ОРЭ, а также будет штрафиться на сумму до 25% от инвестиционной программы. Теперь к этому почти наверняка стоит добавить и плату за подключение новых мощностей к сетям ФСК, причем генкомпания не сможет отказаться от этого подключения из-за договора с АТС на поставки новых мощностей.

Ирина Филатова
ifilatova@msk.bcs.ru

РБК

RBCI

Target: \$12.04

Покупать

РБК купил провайдеров

Холдинг РБК объявил о приобретении пяти хостинг-провайдеров в России и на Украине. Общая сумма сделок составила около \$23.5 млн.

В результате приобретения РБК стала крупнейшим в России хостинг-провайдером: холдинг поддерживает 100 тыс. сайтов.

Приобретения являются перспективными с точки зрения роста рынка (его темпы превышают 35%), а также генерации выручки компании.

Внеочередное собрание акционеров РБК

Внеочередное собрание акционеров ОАО «РБК Информационные системы» рассмотрит вопрос об одобрении крупной сделки. По закону «Об акционерных обществах» и уставу РБК одобрение со стороны акционеров требуется, если стоимость сделки превышает 50% балансовой стоимости активов. По итогам I квартала балансовая стоимость активов РБК составляла \$82 млн, из чего следует, что цена сделки превысит \$40 млн. По словам председателя совета директоров РБК, этот заем станет самым крупным привлечением средств холдингом. От структуры сделки будет зависеть ее влияние на бизнес РБК. Мы будем следить за развитием событий.

Максим Шеин

brit@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко

ekravchenko@msk.bcs.ru

Магнит

MGNT

Target: \$60.1

Покупать

За первые 8 месяцев открыл 153 магазина

Сегодня торговая сеть Магнит опубликовала операционные результаты за 8 месяцев текущего года. В августе сеть приросла 17 магазинами, всего с начала года Магнит открыл 153 магазина. И хотя темпы расширения сети несколько ниже наших ожиданий (в среднем по году мы прогнозировали увеличение сети на 20 магазинов в месяц), тем не менее рост продаж остается на высоком уровне за счет снижения доли магазинов, работающих менее года. Рост чистой выручки в августе составил 43.7% к аналогичному периоду прошлого года. В целом за первые 8 месяцев выручка компании составила \$2.243 млрд, что на 51.1% выше показателя 8 месяцев 2006 года. В нашей модели оценки справедливой стоимости акций компании на 2007 года заложен рост выручки на 46.4% по отношению к 2006 году. Мы положительно оцениваем опубликованные сегодня результаты и сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям торговой сети.

Бобровская Татьяна

tbobrovskaya@msk.bcs.ru

МТС

MBT

Target: пересмотр

Пересмотр

МТС приобрела актив в Армении

В пятницу стало известно о том, что МТС приобрела 80% International Cell Holding, которая является владельцем сотового оператора в Армении K-Telecom, работающего под торговой маркой VivaCell. Сумма сделки составила 310 млн евро (из которых 50 млн евро будут выплачиваться в течение трех лет в случае исполнения прогнозов по финансовым показателям K-Telecom). МТС также предоставит кредит купленному оператору в размере 140 млн евро для погашения долгов. МТС также получает право на опцион на покупку еще 20% International Cell Holding после 2010 года.

Несмотря на то что K-Telecom был куплен не дешево (\$546 на абонента без учета долга), мы считаем данную новость позитивной для МТС, учитывая перспективы сотового рынка Армении.

Мухин Денис

dmuhin@msk.bcs.ru

Еврохим

Мельниченко купил долю в K+S AG – крупнейшем производителе калийных удобрений в Европе

Target:

6,75% доля немецкой компании K+S была куплена Андреем Мельниченко через бермудский офшор Linea Ltd (этой компании принадлежит также Еврохим). На этой новости котировки K+S AG выросли на 10% из-за подозрений о возможном поглощении компании.

Мы оцениваем новость как нейтрально-позитивную. Мы считаем, что это прежде всего портфельная инвестиция, направленная на участие в сильном рынке калийных удобрений (а это является позитивной новостью для Уралкалия и Сильвинита). Также такой шаг является возможным свидетельством того, что K+S AG и Еврохим будут работать вместе над Гремячинским месторождением, лицензию на которое не так давно приобрел Еврохим.

Жданова Анастасия
azhdanova@msk.bcs.ru

Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

BCS Research Group

Макс Шейн
Руководитель департамента
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница,
потребтовары, девелопмент
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Ассистент
apolishuk@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Промышленное строительство,
транспорт, удобрения
azhdanova@msk.bcs.ru

Вячеслав Жабин
Металлургия, горнодобывающая
промышленность
sla@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skoizsyn@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Ассистент
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Балабанов Филипп
Ассистент
fbalabanov@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

Павел Васев
Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон ма Манаев
Консультант по инвестициям
amanev@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Ринат Темербеков
Sales Trader
rinat@bcs.ru

Александр Микин
Trader
amikin@msk.bcs.ru

Денис Новиков
Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Ольга Карельская
ИО начальника отдела
консультирования
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин
Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
Консультант по инвестициям
akletskiy@msk.bcs.ru

Андрей Бычин
Зам. Начальника отдела
консультирования
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов
Старший консультант по
инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Trader
agubanov@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.