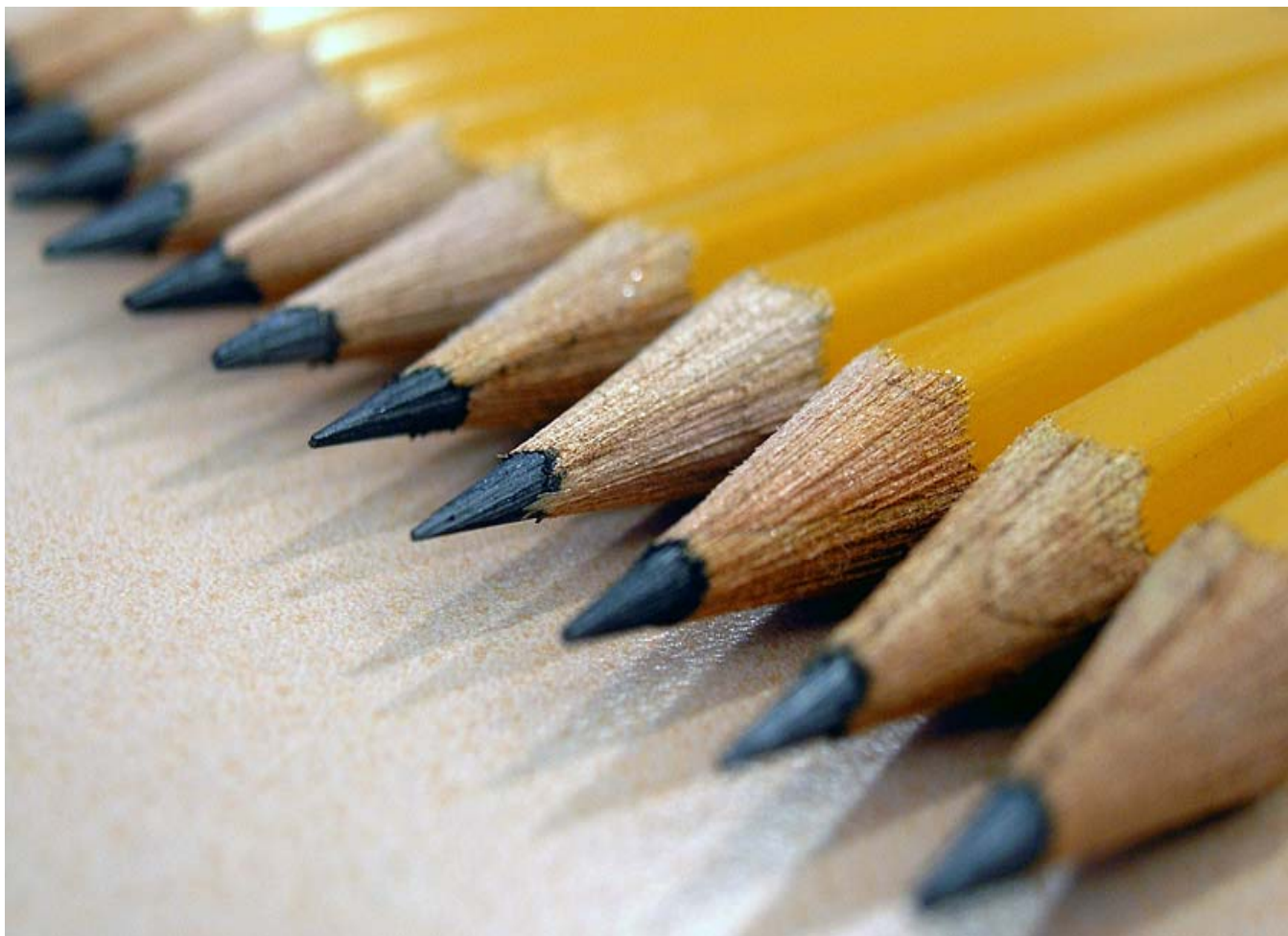


Стратегия. IIQ 2008

Первые наброски...

Апрель 2008



Аналитический отдел

Москва, Проспект Мира, 69/1

+7 (495) 785 5336

info@msk.bcs.ru

Содержание

	стр
Стратегия	3
Наши фавориты	11
Нефть и газ	14
Электроэнергетика	22
Черная металлургия	31
Цветная металлургия	34
Машиностроение	36
Химия: производство удобрений	39
Производство шин	47
Нефтехимия	49
Транспорт	51
Ядерное топливо	55
Фиксированная связь	58
Банки	61
Потребительский сектор	65
Фармацевтика	70
Девелопмент	72
Медиакомпании	73

Стратегия

Мировому фондовому рынку, и российскому в частности, придется бороться за доверие инвесторов не только во втором квартале, но, скорее всего, до конца года. Хотя основные кризисные явления, по-видимому, позади, фактическое банкротство одного из ведущих инвестиционных домов мира Bear Stearns дало ясно понять, что ситуация может мгновенно измениться в худшую сторону. Возможные последствия кризиса еще предстоит оценить, поэтому инвесторы будут крайне осторожны во втором квартале в отношении акций. Нас ждет высокая волатильность и низкий объем торгов. В качестве базового сценария на ближайшие три месяца мы рассматриваем движение индекса РТС в диапазоне 1800-2100, причем с большим уклоном к нижней границе. Вероятность завала на 1500 пунктов мы оцениваем в 15%, а выход выше 2200 – в 10%.

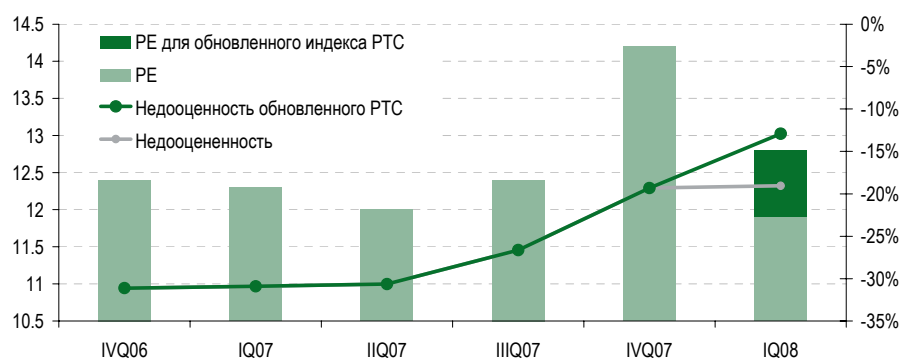
Мы полагаем, что в ближайшие три месяца инвесторам предстоит прояснить для себя две важные вещи. Первая: не получается ли, что переоценка рисков в мировом масштабе ошибочно принимается участниками рынка за увеличение недооцененности российских акций. А вторая – это насколько защищен российский рынок от кризисных явлений за рубежом, иными словами, насколько он зависит от западных рынков.

По нашим оценкам, российская экономика достаточно хорошо защищена на среднесрочном отрезке времени от мировых катаклизмов, однако фондовый рынок остается уязвимым к проблемам на мировых финансовых рынках. Мы также убеждены, что российский рынок не стал дешевле относительно остальных развивающихся, просто на нем имеет место переоценка рисков.

В последнее время много говорится о том, что в результате снижения котировок недооцененность российского рынка выросла. На наш взгляд, это очень спорный вывод, и скорее нужно говорить о том, что увеличилась оценка риска (с одновременным снижением аппетита к нему).

Из приведенного ниже графика видно, что, несмотря на снижение коэффициента Р/Е для индекса РТС, его дисконт по сравнению с развивающимися рынками остался прежним. Более того, если учесть изменения в составе индекса РТС и веса акций, то дисконт коэффициента даже уменьшился.

Российские акции не стали дешевле в сравнении с GEM



Источник: Bloomberg, компании, РТС, БКС

При этом траектория других коэффициентов, например P/S и P/BV, вообще не в пользу российского рынка. РТС и до этого торговался по ним дороже в сравнении с GEM, а в первом квартале премия увеличилась. Мы считаем это

на самом деле закономерным явлением, учитывая единодушный оптимизм иностранных инвестиционных банков в отношении России.

С позиции оценки денежных потоков индекс РТС также не стал «дешевле». В свете потрясений на мировых финансовых рынках стоимость капитала увеличилась для российских компаний примерно на процент, до 12.8%. Это означает, что оценка справедливого уровня индекса РТС должна быть ниже, и, следовательно, недооцененность осталась на том же уровне.

Мы полагаем, что снижение значений сравнительных коэффициентов российских акций было обеспечено повышением рисков, подлинное осознание которых пришлось на январь. Поэтому по-настоящему индекс РТС отреагировал на ипотечный кризис в США только в первом квартале 2008 года, и опасения новых списаний банков и рецессии в экономике США будут держать риски высокими.

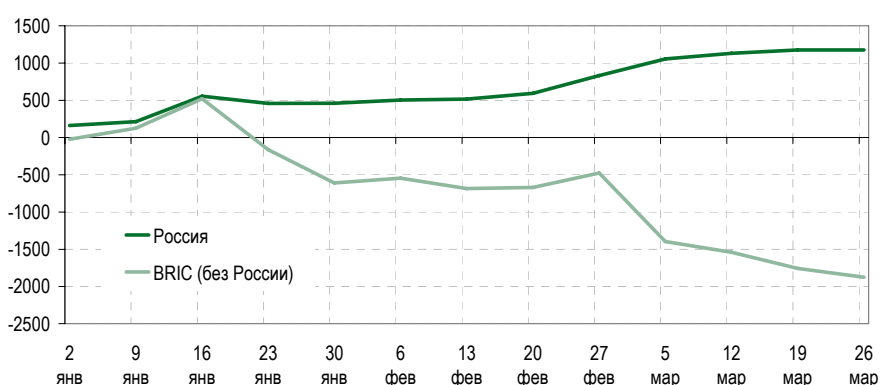
Российский рынок акций стал реагировать на кризис в США



Источник: РТС, Bloomberg, расчеты и прогноз БКС

Отметим, что если взять для анализа 3-месячную скользящую волатильность, то она будет находиться в своей верхней точке. Таким образом, налицо увеличение рискованности российского рынка. По всей видимости, именно с наличием и осознанием этого самого риска и связан тот факт, что иностранные фонды в первом квартале завели на российский рынок более \$1 млрд, но котировки все равно упали.

Фонды много и стабильно инвестируют в Россию, \$ млн нараст. итогом



Источник: EPFR

Подобная динамика говорит о том, что фонды заводили деньги, но масштабных покупок не осуществляли. Поэтому мы считаем, что у инвесторов

не должно быть иллюзий того, что Россия может являться тихой гаванью для капиталов в неспокойные времена. Капитал этот явно спекулятивный, краткосрочный и пугливый, пришедший в расчете на технический отскок котировок.

Сравнительные коэффициенты российских компаний снизились не только из-за странового риска. Кризисные явления в американской экономике породили пересмотр в сторону понижения оценок темпов роста прибыли российских компаний. Однако очевидно, что ожидания рынка не соответствуют фактическому изменению индекса РТС. Текущий уровень индекса говорит о том, что инвесторы закладываются на более скромные темпы роста доходов компаний. Таким образом, участники рынка продолжают быть уверенными, что Россия не сумеет отмежеваться от проблем мировой экономики.

Рынок закладывается на вдвое меньшие темпы роста прибыли

	на декабрь 2007	сейчас (оценка)	сейчас (факт.)
Вклад изменения доходов	23.0%	17.4%	12.1%
Вклад переоценки P/E	9.5%	-18.3%	-18.3%
Вклад изменения обменного курса	-3.5%	-4.3%	-4.3%
Изменение индекса РТС	29.0%	-5.2%	-10.5%
Значение индекса РТС	2955	2171	2049

С другой стороны, есть шанс, что кризис обойдет стороной компании, ориентированные на внутренний спрос. Дело в том, что, несмотря на ухудшения параметров индекса РТС, из 46 компаний, которые его составляют, прогноз по прибыли был понижен только 25 компаниям. Это в основном банки и телекоммуникационные компании. Также прогноз по прибыли был понижен ряду нефтяных компаний. Для нефтяных компаний, которые заслужили повышения прогноза, темпы роста прибыли все же остались отрицательными.

Повышения прогнозов по прибыли в 2008 году за первый квартал заслужили транспортные компании, девелоперы, производители питания и ритейлеры.

Технический взгляд

Технический анализ не сулит для российского рынка ничего хорошего. Впервые за последние три года 50-дневная скользящая средняя оказалась ниже 200-дневной. Картина очень сильно напоминает начало «медвежьих» периодов 1998-2000, 2001-2002, 2004-2005. При этом формально индекс РТС не опускался ниже 1880 пунктов – отметки, ниже которой индикатор впадает в «медвежью» зону.

По «технике» – ничего хорошего (индекс РТС)



Источник: РТС, БКС

В последние пять лет корреляция индекса РТС и американского S&P 500 составляет 0.91, а по индикаторам наш рынок следует с небольшим лагом позади. Если предположить, что и дальше рынок пойдет в этом «фарватере», то нас ждет движение индекса РТС в район 1780 пунктов. Ситуацию не спасает даже выход индекса РТС на уровень 2150 в мае. «Медвежьи» настроения очень сильны. Лучшим развитием ситуации с позиций технического анализа по индексу РТС была бы упорная стагнация в диапазоне 1900-2100 пунктов вплоть до ноября, то есть повторение сценариев последних двух «медвежьих» периодов на российском рынке. Большая надежда на то, что диапазон 1800-2000 пунктов по индексу РТС хорошо расторгнут. О фигуре «голова и плечи» даже заикаться не хочется. В этом случае цель движения по индексу РТС может составить 1500 пунктов.

Количественный анализ

Впервые за последние 10 лет российский рынок завершил первый квартал падением по индексу РТС. При этом из 15 последних кварталов он стал худшим по доходности, которая составила -10%. Основная волна продаж пришлась на январь, когда риторика мирового инвестиционного сообщества резко изменилась. Если в декабре все заявляли о надуманности проблем, то буквально с открытия рынка в новом году в один голос все наблюдатели заговорили о том, что экономика США уже в рецессии, что избежать спада не удастся и Америку ждет очень болезненный период.

Второй квартал, по статистике, является самым привлекательным отрезком времени для российского фондового рынка. Средняя доходность по индексу РТС за этот период составляет почти 22%. Однако второй квартал и самый рискованный и обладает худшими характеристиками соотношения «риск/доходность».

Статистика доходности индекса РТС по кварталам

	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Средняя доходность индекса РТС	16.5%	21.5%	-2.9%	16.2%
Стандартное отклонение	23%	57%	29%	35%
Риск/доходность	1.39	2.67	- 10.09	2.15

Источник: РТС, расчеты БКС

Отметим также, что в результате пропорционального снижения количественных показателей вероятность того, что в ближайший год на российских акциях можно заработать больше, чем на облигациях, составляет 67%.

Весь позитив для российского рынка реально может сработать только во втором полугодии

Несмотря на некоторый пессимистический окрас второго квартала, российский рынок сохраняет шансы показать рост до конца года до уровня 2800-3000 пунктов по индексу РТС. На это есть несколько существенных причин.

Во-первых, в конце года может оказаться, что прогнозы по росту доходов компаний были заниженными. При этом к инвесторам вновь вернется аппетит к риску, и они будут готовы больше платить за единицу чистой прибыли компаний.

Во-вторых, отрицательная реальная ставка рефинансирования сделает свое дело, и экономика США начнет выходить из рецессии. Даже на ожидании этого российские акции могут рвануть вверх вслед за американским фондовым рынком.

В-третьих, даже переход в «медвежий» рынок по-прежнему оставляет в конце года достаточно времени для рывка индекса РТС вверх. Вспомним хотя бы 1999 год, когда индекс РТС в декабре вырос на 56%.

В-четвертых, российская экономика обладает солидным запасом прочности в

обозримой перспективе, внутренний спрос поддерживает высокие темпы роста ВВП. Это может увеличить привлекательность российских активов в глазах местных инвесторов.

В-пятых, многие отечественные компании дают рынку хорошие новости, которые не отыгрываются. Это не означает, что о них забывают, а потому, когда внешние угрозы для рынка ослабнут, это все будет учтено в капитализации.

Ликвидность

Непременным условием роста котировок остается наличие достаточной ликвидности. Она будет определяться, в частности, тем, насколько успешно российские компании и банки сумеют рефинансировать задолженность (в текущем году осталось выплатить более \$70 млрд). Пока все идет неплохо, и компаниям удастся перезанимать средства под невысокий процент. Правда, с новыми заимствованиями приходится повременить.

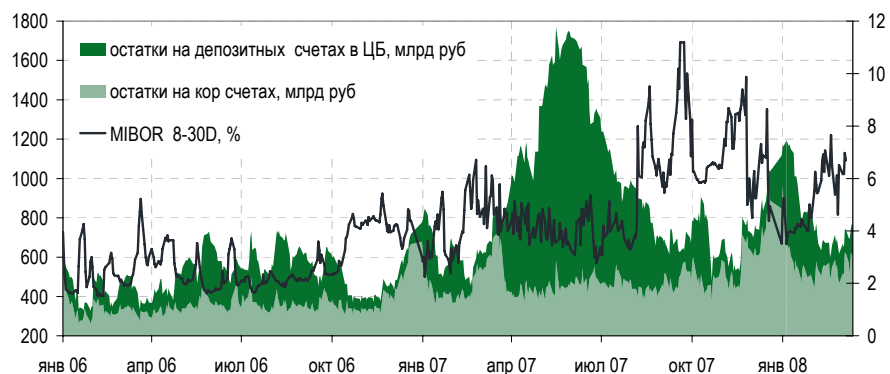
График платежей по внешнему долгу достаточно ровный

	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008
Госдолг	14.1	1.7	3.3	1.6	0.8	7.4
Банки	16.0	9.9	7.2	10.9	11.1	39.1
Компании	22.8	26.0	16.2	14.4	15.7	72.3
Всего частный сектор	38.8	35.9	23.4	25.3	26.8	111.4
Всего к погашению	52.9	37.6	26.7	26.9	27.6	118.8

Источник: ЦБ РФ

Отток частного капитала, который превысил \$15 млрд в первые два месяца этого года, также отрицательно сказался на ликвидности. Внутренняя ликвидность стабилизировалась после сезонного январского скачка, а ставки вернулись в район 6%.

Внутренняя ликвидность под контролем



Источник: ЦБ РФ

Во втором квартале прогнозируется небольшой чистый приток капитала, мировые цены на нефть сложатся на уровне около 100 \$/бар, поэтому есть основания полагать, что ликвидность внутри страны не должна вызывать опасений. Вряд ли ее подорвет и уплата НДС в размере около 600 млрд руб. — именно столько Минфин обещал максимально вбросить ликвидности из временно свободных средств бюджета.

Мы считаем, что сейчас важно понять, насколько Россия и ее фондовый рынок уязвимы к кризису в США. И ответ на этот вопрос неодинаков для экономики и рынка акций.

Экономика России

В последнее время нашла широкую поддержку идея отмежевания экономик развивающихся стран от развитых. Помимо популистской составляющей, призванной не допустить паники на рискованных рынках, есть совершенно очевидные признаки такого разделения – увеличение торговых оборотов развивающихся рынков между собой, накопление значительных валютных резервов, рост внутреннего спроса. Эти процессы характерны и для России, которая сейчас в экономическом плане выглядит очень устойчиво.

Все больше экспертов склоняются к мысли, что мировые цены на нефть останутся на высоком уровне. За первый квартал консенсус-прогноз среднегодовой стоимости нефти марки Brent на 2010 год был повышен на 21%, до уровня 83.23 \$/бар. В этом году стоимость барреля ожидается на уровне \$88.53 \$/бар против 73.07 \$/бар по итогам 2007 года. По итогам первого квартала средняя цена нефти марки Brent составила 96.35 \$/бар.

Это дает веские основания полагать, что сальдо торгового баланса в 2008 году будет лишь немногим хуже, чем в 2007-м. Поскольку российский денежный рынок, предложение на котором формируется в основном через валютный механизм, сильно зависит от торгового баланса, предложение денег в экономике будет оставаться высоким.

Платежный баланс РФ

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Счет текущих операций	33.9	29.1	35.4	59.5	84.4	94.3	69.3	45.5	7.8
Торговый баланс	48.1	46.3	59.9	85.8	118.4	139.2	121.7	111.0	63.0
Счет операций с кап. и фин. Инстр.	-15.7	-11.2	0.7	-7.8	-14.6	5.8	68.3	-12.4	-10.6
Счет опер. с капиталом	-9.4	-12.4	-1.0	-1.6	-12.8	0.2	-0.3	-9.2	-8.0
Фин. счет	-6.4	1.2	1.7	-6.2	-1.9	5.6	68.6	-3.2	-2.6
Изменение межд. резервов	-8.2	-11.4	-26.4	-45.2	-61.5	-107.5	-139.8	-29.0	3.8
Сальдо	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Чистый отток частного сектора	-15.3	-8.3	-1.7	-9.0	1.9	42.1	80.2	24.2	21.4

Источник: ЦБ РФ, прогноз и оценка БКС

К основным негативным моментам стоит отнести резкий отток капитала за первые два месяца 2008 года, который, по официальным оценкам, составил \$15-20 млрд. Это заставило правительство понизить прогноз по притоку капитала по итогам года до \$20-25 млрд, хотя до этого оценки были на уровне \$40-50 млрд. Но нет худа без добра. В какой-то степени это сыграет на руку борьбе с инфляцией, так как счет операций с капиталом и финансовыми инструментами не только нестабилен во времени, но и создаваемая им рублевая ликвидность стерилизуется лишь отчасти.

Во втором квартале, очевидно, продолжится укрепление реального курса российской валюты. По нашей оценке, оно составит 15-16% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это в краткосрочном периоде окажет положительное влияние прежде всего на пищевую промышленность, а также нефтепереработку, компании розничной торговли и производство стройматериалов.

Международные резервы и Резервный фонд РФ вместе с Фондом национального благосостояния создают дополнительную подушку безопасности для экономики в размере более \$650 млрд.

Беспокойство по-прежнему вызывают инфляционные ожидания. Высокие мировые цены на нефть и сдерживание укрепления рубля при росте импорта не позволяют индексу цен потребителей опуститься ниже 10-процентной отметки. Административные меры имели лишь краткосрочный эффект и вряд ли повторятся в этом году.

Все вышеперечисленное ограждает российскую экономику от влияния рецессии в США. Даже рынок жилья и кредитования у нас не успел, несмотря на дикие темпы роста в последние несколько лет, развиваться до такого уровня, чтобы зависеть от западных рынков.

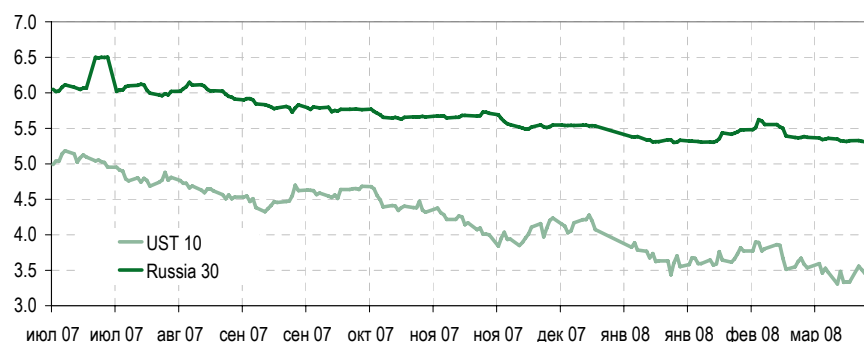
Что касается рынка акций, то здесь все далеко не так железобетонно. Мы выделяем два возможных сценария влияния ипотечного кризиса и, как следствие, рецессии в экономике США на российский фондовый рынок.

Первый сценарий предполагает, что кризис на финансовых рынках будет преодолен до середины лета за счет беспрецедентных мер ФРС: банки больше не списывают многомиллиардные убытки от переоценки активов, денег достаточно, ставки на приемлемом уровне, уверенность инвесторов постепенно возвращается, а за ними и активность потребителей. В этой ситуации мировая экономика продолжает замедляться, но развивающиеся рынки, и в их числе Россия, практически не чувствуют на себе зарубежных проблем. Внутренний спрос, хорошее кредитное качество и высокие цены на сырье и металлы делают свое дело. В результате инвесторы постепенно успокаиваются, из развивающихся рынков бегства капитала нет, и к четвертому кварталу постепенно начинаются покупки в расчете на то, что летом 2009 года американская экономика выйдет из рецессии. Все это предполагает вялотекущие торги во втором квартале в диапазоне 1800-2100 пунктов по индексу РТС. Бал правят спекулянты, второй эшелон растет лишь точно с инвестиционным прицелом на полтора-два года.

Второй сценарий базируется на предположении, что кризис начнет затягиваться. Это может произойти, если структурные проблемы в США и развитых странах побороť быстро не удастся или переоценка рисков вынудит агентства понижать кредитные рейтинги, что вызовет новые списания обесцененных активов. В этом случае стагнация в мировой экономике может растянуться во времени, а недоверие инвесторов будет только возрастать, все будут хотеть создать солидный запас ликвидности, и в итоге отток капитала захватит и фондовые рынки. При таком повороте событий индекс РТС уйдет в район 1500-1700 пунктов.

В любом случае мы еще увидим некоторое время продолжение так называемого «бегства в качество» (flight to quality), которое наблюдается уже более полугода.

Доходности снижаются



Источник: Bloomberg

Однако спрос на низкорискованные активы не бесконечен. Активная политика ФРС по снижению процентных ставок с дополнительными вливаниями должна разрешить проблему ликвидности, и инвесторы начнут искать новые активы для вложений. В первую очередь ими могут стать сырьевые товары, прежде всего нефть, операции с фьючерсами на которую по доходности давно соперничают с акциями нефтегазовых компаний. Ведь сырье защищено от обесценения доллара против корзины основных мировых валют.

Доллар же, скорее всего, и дальше будет какое-то время дешеветь, давая все больше свободы развивающимся рынкам, но вряд ли евро будет стоить дороже \$1.65. Перед ЕС все острее встают собственные проблемы: рост экономики замедляется, а инфляция достигла 3.5%, что намного превышает цель ЕЦБ в 2%. При этом ставка рефинансирования не снижается, а дешевеющий доллар все больше играет против европейских экспортеров.

В США все замкнулось на рынке недвижимости, значение которого для американской экономики трудно сейчас переоценить. Его негативное влияние на общую ситуацию слишком велико, чтобы можно было говорить о появлении какого-либо фактора, способного запустить устойчивый рост экономики и стабильности финансового рынка. И ситуация на рынке жилья только ухудшается.

Данные по рынку жилья не сулят ничего хорошего в этом году

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
Начальное строительство	2123	1873	1714	1559	1460	1464	1300	1152	995	920	880	850
Продажи на вторичном рынке	6863	6627	6287	6263	6363	5870	5457	4997	4822	4807	4783	4768
Продажи новых домов	1111	1100	1007	992	853	855	730	653	602	592	583	570
Средняя цена дома, \$ тыс.	216.9	226.8	225	219.3	213.9	223.9	221.2	207.5	203.6	214.7	212.8	205.6
Средняя цена нового дома, \$ тыс.	244.8	246.1	236.2	245.1	255.9	241	241	236.2	233	233.7	235.4	232.9
30Y fixed rate mortgage	6.2	6.6	6.6	6.2	6.2	6.4	6.6	6.2	5.9	5.9	6	6.1
10Y Treasury yield	4.6	5.1	4.9	4.36	4.7	4.8	4.7	4.3	3.7	3.5	3.7	3.9

Источник: МВА

Значение кризиса на рынке жилья еще более возросло, так как это ударило по уверенности потребителей, а следовательно, напрямую угрожает такому ключевому параметру, как объем розничных продаж. Даже глава ФРС Бен Бернанке совсем недавно впервые признал возможность экономического спада в США как раз из-за ситуации на рынке жилья, роста безработицы и сокращения потребительских расходов.

Наша рекомендация

В условиях высокой вероятности стагнации на российском фондовом рынке в ближайшие три месяца мы считаем логичным тактическое распределение активов с упором на акции компаний с большим потенциалом роста доходов. В ситуации снижения прогнозов последнего показателя ценность акций роста только увеличивается.

Мы по-прежнему оцениваем акции компаний малой и средней капитализации как самые интересные и считаем текущие уровни приемлемыми для постепенного наращивания длинных позиций с горизонтом планирования 1-2 года.

Макс Шеин
brit@msk.bcs.ru

Наши фавориты

Первый квартал этого года выдался очень неудачным для российского фондового рынка. Однако, динамика портфеля акций, рекомендованных к покупке в предыдущей квартальной «Стратегии», сложилась положительной.

Динамика индекса РТС и рекомендуемого портфеля БКС

	Портфель BCS Top Picks	RTSi
IIIQ06	13.4%	3.7%
IVQ06	26.3%	24.0%
IQ07	13.0%	0.7%
IIQ07	0.4%	-2.0%
IIIQ07	15.6%	9.2%
IVQ07*	20.8%	9.5%
IQ08*	2.1%	-9.5%
TTM**	43.2%	6.1%
Средняя***	12.8%	4.6%
Стандартное отклонение	9.3%	10.6%
Риск/доходность	0.73	2.29

Источник: РТС, БКС

*изменение с 14 декабря 2007 года по 28 марта 2008 года

**trailing twelve months (последние 12 месяцев)

***средняя доходность за квартал

В результате наших рекомендаций удалось вновь обогнать индекс РТС. По итогам первого квартала из 29 рекомендованных акций прирост стоимости показали двенадцать бумаг.

тикер	название	изм	тикер	название	изм
nnog	Нижегородоблгаз	0.2%	NVTK	НОВАТЭК	0.2%
tveo	Тверьоблгаз	-0.3%	kmza	Курганмашзавод	-0.2%
vogz	Воронежоблгаз	0.0%	kvmz	Ковровский мехзавод	-0.2%
ESPK	Дальсвязь	-0.4%	SILM	Силовые машины	-0.1%
ENCO	Сибирьтелеком	-0.7%	NKNC	НКНХ	0.4%
NNSI	Волгателеком	-0.7%	VZSK	Воронежсинтезкаучук	0.0%
CHMF	Северсталь	0.0%	MASZ	Машзавод (Электросталь)	0.0%
PMTL	Полиметалл	0.6%	NTRI	Нутритек	-0.7%
RASP	Рападская	0.6%	GCHE	Черкизово	0.5%
MSTT	Мостотрест	3.7%	MGNT	Магнит	-0.1%
BTST	Бамтоннельстрой	1.4%	WTCM	ЦМТ	-0.3%
MSOT	Мостоотряд №19	2.0%	RTMC	РТМ «Девелопмент»	-0.6%
SBER	Сбербанк	-0.9%	EESR	РАО «ЕЭС России»	-0.8%
VZRZ	Возрождение	-0.5%		Распред. сети	-0.1%
VTBR	ВТБ	-1.0%			
Портфель рекомендованных акций			+2.1%		
RTSi			-9.5%		

Мы выделяем следующие перспективные, на наш взгляд, акции на 2008 год.

эмитент	тикер	ценовой ориентир, \$	потенциал роста	комментарий
Сбербанк	SBER	\$5	50%	Сбербанк хорошо защищен от кредитных и валютных рисков, а также в наименьшей степени подвержен рискам, связанным с удорожанием ресурсов на зарубежных рынках капитала. Увеличение стоимости внешних заимствований привело к тому, что многие российские банки замедлили темпы роста выдачи «длинных» и объемных кредитов, что сыграло на руку Сбербанку и поспособствовало замедлению темпов потери доли на рынке кредитования.
Возрождение	VZRZ	\$74	23%	Один из самых динамичных банков среди торгующихся на бирже. Хорошая база, опережающие среднерыночные темпы развития бизнеса банка, а также выбранная стратегия, которая полностью соответствует тенденциям в банковском секторе, способствуют тому, что бумаги Возрождения по-прежнему выглядят привлекательными для инвестиций. В I квартале банк обнародовал блестящую отчетность по МСФО по итогам 2007 года. Финансовые показатели банка значительно превысили прогнозируемые нами уровни. В ближайшее время мы планируем пересмотреть нашу оценку справедливой стоимости акций банка в сторону повышения.
ВТБ	VTBR	\$12.2	56%	I квартал оказался неудачным для акций ВТБ, которые потеряли в цене порядка 28%. Следует отметить, что ВТБ является единственным представителем российского банковского сектора, чьи акции активно обращаются на LSE. Кризис, повлекший за собой падение стоимости бумаг финансового сектора Европы, оказал негативное влияние на рыночную стоимость акций группы. Тем не менее мы сохраняем свои позитивные прогнозы по финансовым показателям ВТБ, ожидая, что в 2008 году их темпы роста также будут опережать среднерыночные.
Дальсвязь	ESPK	\$5.7	16%	Присоединение Сахателекома, с одной стороны, позитивно сказалось на темпах роста доходов компании, однако, с другой стороны, привело к росту консолидированных расходов и, как следствие, снижению рентабельности. Мы ожидаем, что в 2008 году Дальсвязь сумеет снизить темпы роста расходов Сахателекома и повысить общий показатель рентабельности. Мы прогнозируем скорую продажу сотовых активов Дальсвязи. Вырученные от продажи средства могут быть направлены на развитие новых высокодоходных и перспективных сегментов, в которых Дальсвязь имеет больше конкурентных преимуществ в регионе, чем на рынке мобильной связи.
Волгателеком	NNSI	\$7	38%	Оператор обладает одним из самых высоких показателей рентабельности по EBITDA и одним из самых низких показателей отношения расходов на заработную плату к выручке.
Сибирьтелеком	ENCO	\$0.13	33%	Оператор демонстрирует высокие показатели рентабельности и активно борется за снижение издержек. Доля поступлений от нерегулируемых государством услуг в структуре доходов Сибирьтелекома является одной из самых высоких среди всех МРК.
акции черной металлургии	MTL MAGN NLMK CHMF	156 1.57 5.69 31.01	37% 28% 32% 36%	Мы повысили наши прогнозные цены на металлопродукцию на 20-25%, что явилось важным фактором повышения справедливых оценок компаний отрасли черной металлургии. Мы считаем, что в этом году большинство из них могут побить рекорды 2007 года по финпоказателям.
МК «Норильский никель»	GMKN	321	13%	Цена на никель уже долгое время находится в диапазоне \$27-30 тыс. за тонну, а цены на медь и металлы платиновой группы поставили новые рекорды. Мы ожидаем сохранения высоких цен на металлы, производимые компанией, что является основным фактором ее привлекательности.
Полиметалл	PMTL	9.59	14%	Запасенные металлы в первом квартале поставили новые рекорды за несколько десятков лет, и в этом году мы не ждем серьезного падения цен на них. Именно это является основной инвестиционной идеей акций компании Полиметалл.

узбассразрезуголь	KZRU	0.98	44%	экспортные цены на энергетический уголь увеличились на 25-39% с начала года. /збассразрезуголь сильно недооценен по показателям производства, а динамика уста его акций за год отстает от повышения цен на уголь.
Куйбышевазот	kazt	\$3.97	34%	Поддержку акциям компании могут оказать планы по проведению IPO; о данной возможности говорили руководители Куйбышевазота в прошлом году. Компания быстро наращивает производство продукции с высокой добавленной стоимостью – полиамида-6. В 2007 году выпуск данного материала был увеличен в 2.2 раза. В феврале 2007 года компания ввела в эксплуатацию новую очередь производства полиамида. В первые месяцы 2008 года выручка Куйбышевазота существенно возросла.
Аммофос	AMMO	\$237.7	21%	Цены на фосфоросодержащие удобрения продолжают стремительно расти. Появляется все больше оснований полагать, что цены и в будущем останутся на высоком уровне. В то же время затраты Аммофоса в значительной степени зафиксированы договорами, что также способствует росту прибыли.
Новошип	NOMP	\$4.3	38%	Компания сильно недооценена по отношению к зарубежным аналогам. Новошип быстро расширяет состав флота; финансовые показатели парохозяйства стабильно улучшаются. Стоимость казначейских акций пока не раскрыта. Риск недружественных действий со стороны материнской компании мал.
СалаватНОС	snoz	\$159	26%	Корпоративные риски компании в последнее время снизились: Салаватнефтеоргсинтез не уйдет под контроль Сибура, чего ранее опасались инвесторы. Компания выпускает нефтепродукты, цены на которые в настоящее время очень высоки, а экспортные пошлины сравнительно невелики. Поставки сырья гарантированы материнской компанией Газпромом, поэтому загрузка мощностей Салаватнефтеоргсинтеза будет только расти.
Ковровский электромеханический завод	kemz	\$29	81%	Рост спроса на новые виды вооружений и спецпродукцию для силовых органов повышает потребность в продукции предприятия. В ближайшие два года увеличение его выручки может составить около 30%.
Северсталь-авто	svav	\$79	32%	Компания стремится работать в наименее конкурентных нишах российского автомобильного рынка, а рост спроса на автомобили способствует увеличению спроса на ее продукцию. К тому же автопроизводитель отличается высокой корпоративной культурой.
Курганмашзавод	kmza	\$1.56	20%	Высокий объем заказов на БМП и БМД предприятия со стороны российских и иностранных вооруженных сил способствует повышению его выручки и является дополнительным катализатором роста его акций.
НОВАТЭК	NVTK	пересмотр	пересмотр	Основными факторами роста в 2008 году станут увеличение цен на газ в связи с повышением внутренних тарифов и рост объемов реализации продукции. В 2008 году произойдет уверенное наращивание добычи, которое составит 9%. Компания сохраняет высокие показатели эффективности бизнеса.
Нижегородоблгаз	nnog	5.7	+35%	Тарифы Нижегородоблгаза сохраняют высокие темпы роста. В 2008 году средний тариф прибавил 23%. Мы ожидаем хороших результатов по итогам 2007 года. Рентабельность компании останется на высоком уровне.
Воронежоблгаз	vogz	4.7	+25%	Отчетность за 2007 году благоприятно отразится на котировках компании, мы ожидаем роста рентабельности в 2007 и 2008 годах. Средний тариф увеличился на 25%.
Ростовоблгаз	rtbg	850	+60%	По итогам 2007 года выручка компании увеличится более чем на 30% благодаря высоким тарифам и росту доходов от прочей деятельности. Тарифы 2008 года обеспечат увеличение эффективности бизнеса организации.
Волгоградоблгаз	vlgz	860	+65%	Котировки Волгоградоблгаза могут отреагировать ростом на позитивную отчетность компании. Организация может выплатить высокие дивиденды за 2007 год.

Нефть и газ

Нефтяной сектор разочаровал инвесторов

Мы рекомендовали инвесторам сокращать доли акций нефтегазовых компаний в инвестиционном портфеле в первом квартале. Как мы и прогнозировали, динамика котировок нефтяных бумаг была отрицательной, несмотря на продолжающийся рост цен на нефть на мировом рынке (котировки Brent выросли на 11%, индекс РТС «нефть и газ» снизился на 8%). Парадокс ситуации заключается в том, что высокие нефтяные цены не помогли нефтегазовым компаниям – инвесторы все равно избавлялись от этих акций.

Высокие цены на нефть перестали быть побудительным мотивом для инвесторов с точки зрения наращивания вложений в бумаги нефтегазового сектора. Отчасти это стало следствием глобального вывода средств инвесторами и распродажи акций в условиях растущего финансового кризиса и обострившихся проблем с ликвидностью. Кроме того, бурный рост цен усилил опасения инвесторов по поводу возможной перегретости сырьевого сектора и обвала котировок в будущем. Одновременно во многих странах, и в первую очередь в США, начался большой крестовый поход против нефтяных компаний с обещаниями увеличить налоги и изъять сверхприбыли от сильного роста цен на сырье. Понятно, что главным побудительным мотивом активизации подобных дискуссий были политические и популистские цели. В итоге даже динамика котировок иностранных нефтегазовых мейджоров оказалась в первом квартале отрицательной.

Российское правительство преподнесет подарок нефтяникам

Россия совершенно неожиданно выступила в противофазе со всем миром: правительство объявило о либерализации налогового режима для отрасли в 2009 году.

Со следующего года Минфин пообещал снизить налог на добычу полезных ископаемых, что позволит компаниям в общей сложности сэкономить около \$4.3 млрд. Планируется, что расчетной величиной в формуле НДСП станет уровень \$15, а не \$9, как сейчас. С точки зрения экономического эффекта при нынешнем состоянии мировых цен на нефть это даст возможность нефтяным компаниям сэкономить \$6 с тонны добычи. Тем не менее либерализация режима НДСП может принести сектору не более 10-15% роста капитализации.

Еще одним выигравшим от изменения налогов в части НДСП должны стать геологические компании: предполагается, что фронт их заказов возрастет в условиях, когда нефтегазовым компаниям станет выгоднее увеличивать объемы добычи. Например, государство уже запланировало удвоить расходы на ГРП и направить из бюджета на эти цели в 2011-2020 годах 400 млрд руб., а в 2008-2010 годах – около 65 млрд руб.

Позитивно, что власти решились на изменение налоговой архитектуры нефтяной отрасли, хотя разговоры о необходимости реформирования системы налогообложения нефтянки велись не первый год. Если такими темпами все пойдет и дальше, инвесторы могут пересмотреть свое сдержанное отношение к нефтяным бумагам.

Кстати, налоговый режим планируется ослабить и еще в нескольких пунктах. С 2009 года будут введены налоговые каникулы для разработки месторождений нефти и газа на шельфе. Наибольший выигрыш от этого нововведения получают Газпром, Роснефть и отчасти ЛУКОЙЛ, который намерен подключиться к проектам государственных компаний.

Со следующего года расходы нефтегазовых компаний также имеют шанс снизиться благодаря планируемому введению нового порядка учета затрат на

покупку лицензий. Предполагается, что компании смогут не включать такого рода расходы в налогооблагаемую базу в течение двух лет с момента покупки. Эта нововведение в первую очередь пойдет на пользу государственным – Роснефти, Газпрому и Газпром нефти, которые наиболее активны в приобретении лицензий в последнее время.

Правительство также намерено ввести дифференцированные ставки акциза на нефтепродукты. Это позволит снизить налоги для производителей высококачественного моторного топлива, что будет стимулировать развитие нефтеперерабатывающего сегмента в структуре нефтяных компаний и в конечном итоге сыграет на рост рентабельности.

Кроме того, решено продлить передышку и для газовых компаний. Согласно заявлениям правительственных чиновников, правительство не намерено повышать НДС на газ до 2011 года, что в первую очередь будет выгодно Газпрому и НОВАТЭКу и позволит им сохранить рентабельность добычи на прежнем уровне, а также простимулирует инвестиции в расширение ресурсной базы.

Все предлагаемые изменения системы налогообложения нефтегазовых компаний закладывают фундамент для более эффективного развития компаний уже в следующем году, что позитивно отразится на росте капитализации сектора. Тем не менее в этом году для нефтяных компаний, похоже, ничего принципиально не изменится.

Отчетность компаний проведет селекцию

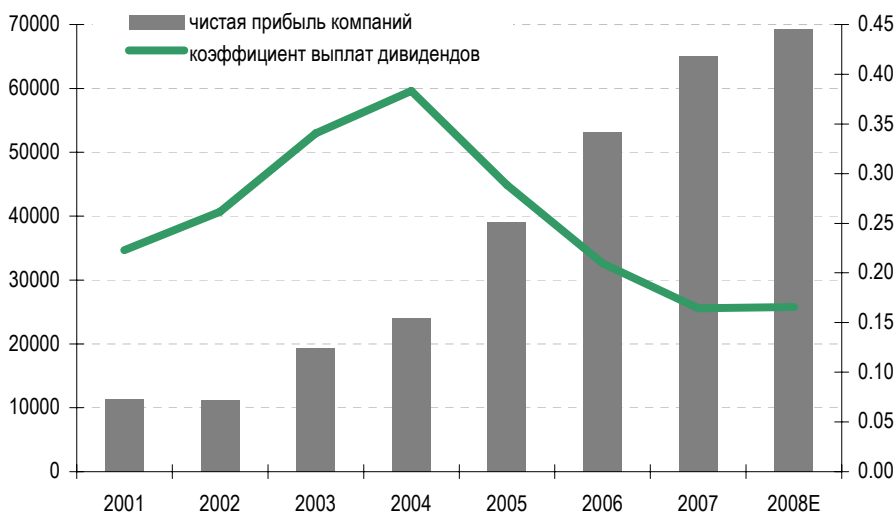
Во втором квартале будет опубликована отчетность компаний за 2007 год, которая станет хорошим основанием для селекции компаний. Она позволит оценить, дал ли период высоких цен российским нефтегазовым компаниям импульс для нахождения новых точек роста бизнеса. Для инвесторов сигналом должны стать именно операционные показатели компаний и то, в какой мере компании выполнили обещания увеличения выпуска продукции с более высокой добавленной стоимостью.

Будет важным, насколько компаниям в четвертом квартале удалось добиться контроля над издержками, поскольку отчетность за 9 месяцев свидетельствует об опережающем росте затрат. Рост операционной рентабельности наблюдался лишь у ЛУКОЙЛа и Татнефти. Поэтому сравнение операционных показателей за год позволит определить круг новых лидеров отрасли. По нашему мнению, в 2009 году расстановка сил на нефтяном рынке с точки зрения более эффективного роста компаний и их привлекательности для инвестиций кардинально изменится, и пока шансы сохранить лидерство, по нашим прогнозам, имеют Сургутнефтегаз, Газпром, НОВАТЭК и Уфимский НПЗ. С точки зрения стратегии по увеличению глубины переработки нефти и эффективности структуры бизнеса, по итогам ранее опубликованных данных наиболее выигрышно смотрелись ЛУКОЙЛ и Роснефть. Если результаты за год подтвердят ранее выдвинутую стратегию на увеличение веса переработки в структуре бизнеса и совпадут с ожиданиями рынка, нефтегазовый сектор имеет шанс на рост инвестиционного спроса. Тем более, что с точки зрения сравнительного анализа у российских нефтегазовых компаний нет резерва роста за счет недооцененности по сравнению с зарубежными аналогами.

В целом мы ожидаем довольно смешанных результатов за 2007 год. С точки зрения выручки результаты будут, естественно, сильными благодаря общему росту цен. По параметру показателей добычи по сравнению с предыдущим годом значительных изменений не ожидается: компании примерно сохранили прежние темпы добычи (агрегированный показатель составил более 2%). Абсолютным рекордсменом роста показателей станет Роснефть благодаря инкорпорированию активов ЮКОСа. Согласно нашим ожиданиям, наиболее хорошую динамику по темпам роста чистой прибыли продемонстрируют НОВАТЭК, Татнефть, Сургутнефтегаз, Башнефть, ЛУКОЙЛ и Уфимский НПЗ.

Средних темпов роста чистой прибыли мы ожидаем от Газпрома и Газпром нефти (6% и 8% соответственно). Хуже сектора будет выглядеть ТНК-ВР. Вместе с тем все уровень дивидендных выплат останется на прежнем уровне.

Прибыль растет, а Payout Ratio снижается



Источник: данные компаний, оценки БКС

Спекулятивная составляющая одержала верх

Помимо проблем возросших рисков и изменившегося позиционирования для инвесторов важно, насколько устойчива тенденция роста цен и является ли она свидетельством установившегося нового порядка на нефтяном рынке.

Отметим, что помимо общего роста более чем на 10% цены пробили в первом квартале психологически важный для рынка рубеж в \$100 за баррель. При этом, несмотря на апокалиптические прогнозы замедления роста потребления нефти в ответ на новый ценовой рекорд, спрос на нефть сохранился на высоком уровне и, по прогнозам, будет оставаться на восходящем тренде благодаря сохранению роста потребностей со стороны активно развивающихся экономик.

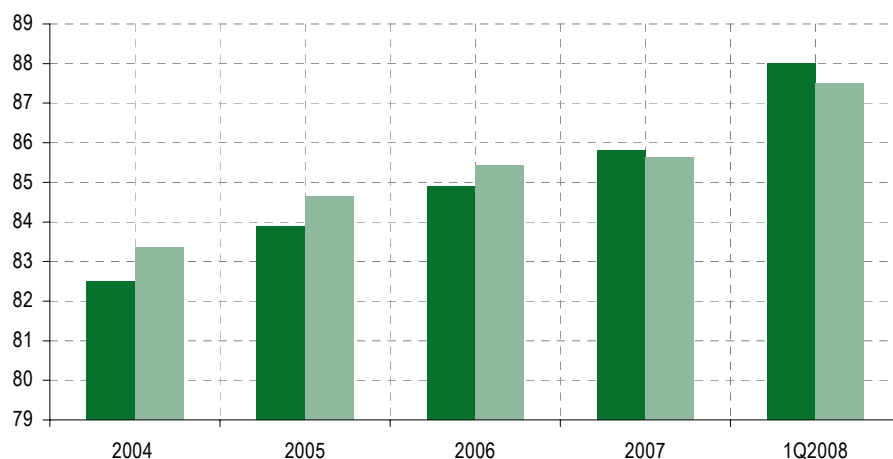
Точка опоры

Исходя из фундаментальных характеристик рынка, мы полагаем, что второй квартал пройдет под знаком высоких цен на нефть, поскольку предложение «черного золота» по-прежнему будет ограниченным и, следовательно, останутся в силе все риски как геополитического, макроэкономического, так и чисто технического характера. Кроме того, экспансионистская монетарная политика ФРС и предвыборный марафон в США поддержат нефтяное ралли с точки зрения общего роста цен и притока спекулятивного капитала в сектор.

Согласно консенсус-прогнозу, уровень \$100 – это точка равновесия, вокруг которой во втором квартале и будут двигаться нефтяные цены. По прогнозам Министерства энергетики США, средняя стоимость нефти WTI в 2008 году будет на 30% выше уровня 2007 года и составит \$94.11.

Фундаментальные факторы – на стороне высоких цен

Главная причина роста нефтяных цен кроется в фундаментальных факторах. На данный момент спрос и предложение выглядит несбалансированным. Отметим, что серьезный сдвиг на нефтяном рынке произошел именно в прошлом году. Баланс, сложившийся между спросом и предложением на мировом рынке, оказался нарушен. Долгие годы производство «черного золота» было выше потребления, в 2007 же году спрос впервые за долгие годы обогнал предложение, что стало фактором повышения рисков дефицита и в целом игры на повышение.

В 2007 году баланс спроса и предложения был нарушен

Источник: IEA

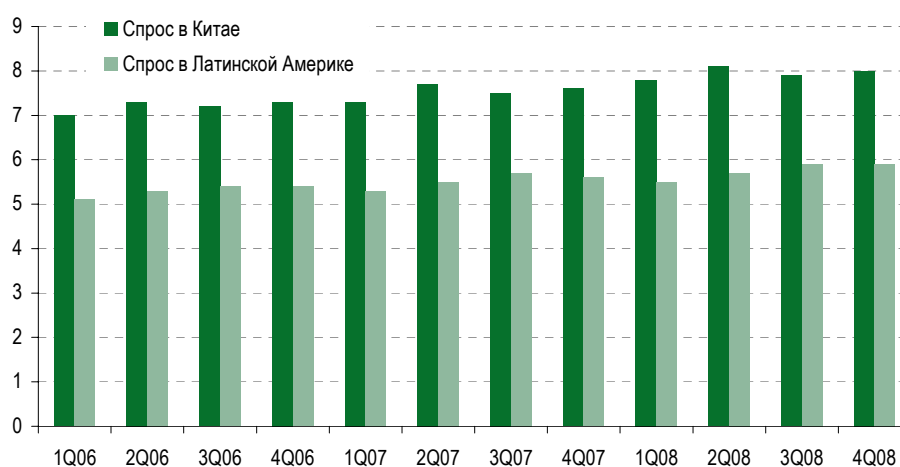
ОПЕК устранилась от сбивания нефтяных цен

В первом квартале по-прежнему наблюдался разрыв между спросом и предложением, что сыграло на рост котировок. Такое же соотношение, согласно тактике ОПЕК и независимых экспортеров, может сохраниться и во втором квартале. Предложение новой нефти на рынок останется ограниченным в целом в 2008 году, по расчетам IEA, что будет поддерживать цены на высоком уровне. Отметим, что регулирующие организации отводят роль главных поставщиков дополнительной нефти под рост спроса развивающихся экономик странам ОПЕК и бывшего Союза.

Вмешательство ОПЕК и задействование свободных мощностей картеля могло бы вернуть соотношение спроса и потребления к состоянию равновесия. Однако члены картеля до осени демонстративно самоустранились от вмешательства в движение нефтяных котировок, обвиняя в заоблачных ценах спекулятивный капитал. Статистика поставок за первый квартал 2008 года говорит о снижении экспорта российской нефти на 6%. Получается, о снятии напряженности с поставками дополнительной нефти речи пока не идет.

Нефтяной рост поддерживается спросом

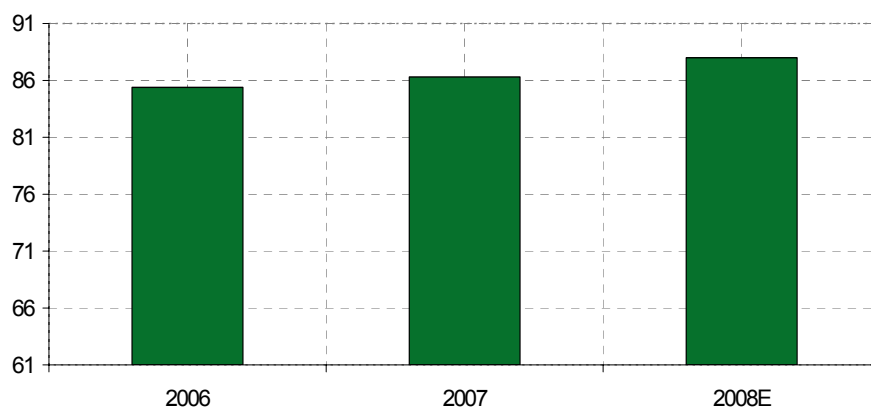
Во втором квартале главными драйверами роста спроса на нефть будут Китай и Латинская Америка, где увеличение потребностей в нефти составит 3.8% и 3.6% соответственно.

Прогноз спроса на нефть в Китае и Латинской Америке

Источник: IEA

По прогнозам IEA, в 2008 году общемировой спрос вырастет на 1.7 млн баррелей в день, что составляет около 2%. При этом IEA не дает цифр годового прогноза производства нефти, главным образом из-за неопределенности стратегии картеля, со стороны членов которого в последнее время стали появляться противоречивые заявления. Министерство энергетики США также считает, что спрос на нефть останется устойчивым в 2008-2009 годы, увеличиваясь не менее чем на 1.3 млн баррелей в день. К тому же, даже несмотря на замедление роста американской экономики, спрос на топливо в Штатах, по расчетам Министерства энергетики США, увеличится на 1.2% в 2008 году

Динамика мирового спроса на нефть



Источник: IEA

Спекулятивный капитал поддерживает ралли

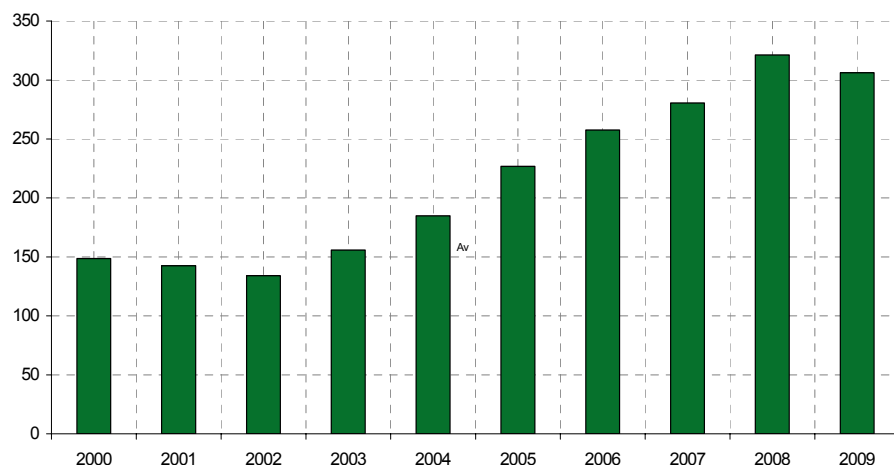
Еще одним серьезным фактором ралли нефтяного рынка является макроэкономическая статистика и слабый доллар. Рост инфляции и ослабление американской валюты продолжатся во втором квартале, что выльется в дальнейшее повышение цен на товарных рынках и приток средств в сырье как финансовый инструмент. Экспансионистская монетарная политика ФРС также поддержит ралли товарных рынков.

Именно благодаря вышеперечисленным факторам большинство товарных рынков переживают невиданный бум притока инвестиций. Сырье представляется многим более надежной гаванью для капитала. По последним оценкам, инвестиции фондов в сырье составляют около \$98 млрд.

Сезонные факторы говорят о росте

Статистика нефтяных котировок говорит в пользу их повышения. Как показывает динамика за последние годы, второй квартал традиционно является периодом роста цен на мировом рынке. В это время нефтеперерабатывающие заводы наращивают закупки сырой нефти и резервы бензина в преддверии начала автомобильного сезона и сезонного повышения спроса. Если возобладают традиционные взаимосвязи, у нефтяных цен будет уверенная поддержка во втором квартале. Кроме того, мировые нефтяные котировки должны поддержать развивающиеся страны, экономика которых требует все больше топлива.

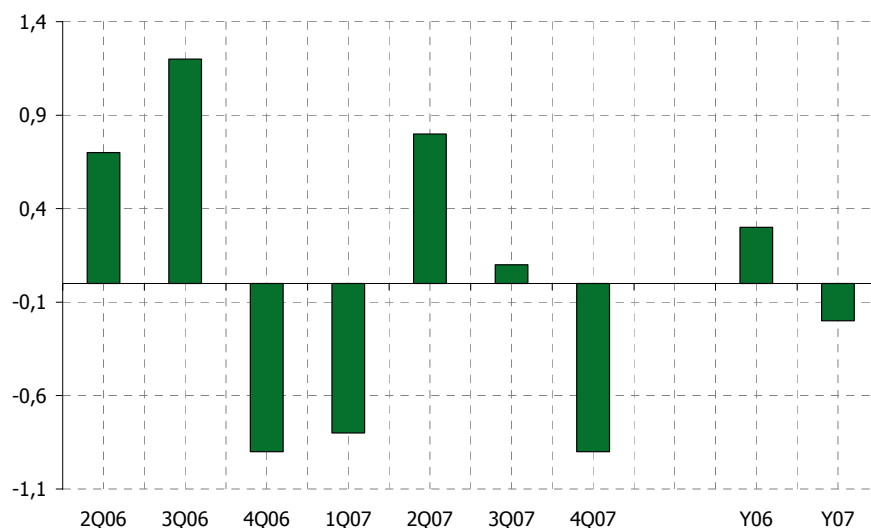
Ослабить нефтяное ралли может статистика по США. Спрос на бензин в Америке пока остается столь же ровным, как и в прошлом году. Однако, учитывая, что цены на бензин находятся выше прошлогоднего уровня, есть вероятность того, что спрос начнет сокращаться этим летом – впервые за последние 20 лет. Статистика потребления бензина за март уже показывает снижение по сравнению с аналогичным периодом 2007 года. Пока лишь непонятно, связано ли это с общей ситуацией в американской экономике или дело уже дошло до частных потребителей, которые стараются сократить объемы использования бензина.

Динамика и прогноз средних цен на бензин в США, центов за галлон

Источник: EIA

Данные по запасам внесут свою лепту в колебания котировок

В условиях несбалансированности спроса и предложения рынок продолжит активно реагировать на данные по запасам топлива. Статистика запасов стран ОЭСР свидетельствует о напряженности с поставками нефти, что является фактором в поддержку нефтяных цен. При этом статистика изменения запасов по разной номенклатуре топлива в США является разнонаправленной, хотя в целом уровень пополнения запасов довольно стабилен. Однако, учитывая наступающий автомобильный сезон, рынок будет очень чутко реагировать на статистику запасов.

Динамика запасов в странах ОЭСР, млн бар/день

Источник: IEA

ГРО остаются в числе фаворитов

Во втором квартале 2008 года мы ожидаем роста котировок ряда газораспределительных компаний на фоне публикации хороших результатов за 2007 год и первый квартал 2008 года. В фавориты мы выделяем Нижегородоблгаз, Воронежоблгаз, Ростовоблгаз и Волгоградоблгаз.

В первом квартале 2008 года котировки большинства ГРО показали отрицательную динамику. После существенного роста бумаг компаний сектора в 2007 году инвесторы фиксировали прибыль и выходили из акций, продемонстрировавших высокую доходность. Также для некоторых компаний новые тарифы, опубликованные ФСТ на 2008 год, оказались ниже ожиданий, что снизило потенциал этих бумаг. Кроме того, инвесторы воздерживаются от покупок в преддверии публикации отчетностей.

Тарифы находятся в довольно тесной связи с оптовыми ценами на природный газ. Доля среднего тарифа для промышленных потребителей в оптовых ценах на газ составляет от 5% до 15% в зависимости от региона, но этот показатель достаточно устойчив. В 2005 году средняя доля составляла 9.3%, за три года она увеличилась до 9.6%. В 2008 году Газпром поднял цены на 25%, тарифы же в среднем увеличились на 23%.

В 2008 году более 25% прибавили тарифы на услуги Ставрополькрайгаза, Тверьоблгаза, Оренбургоблгаза и Воронежоблгаза. Менее всего выросли тарифы Владимироблгаза – всего на 11%.

Новые тарифы уже известны, и в течение года они пересматриваются в редких случаях. Поэтому особое внимание инвесторы уделяют отчетностям компаний. Результаты за первый и четвертый кварталы – самые показательные для ГРО с точки зрения оценки их бизнеса, поскольку существенная часть выручки – в некоторых случаях до 70% – формируется именно в этот период. Показатели первого квартала дадут ориентиры в эффективности основного направления деятельности, услуг по транспортировке, за счет которого в среднем формируется более 65% выручки. В то же время доходы от прочей деятельности труднее спрогнозировать: они в основном зависят от масштабов финансирования газификации региона. Кроме того, высокий уровень инвестирования позволит увеличить доходы от строительства и обслуживания газовых сетей.

Финансовые показатели, \$ млн

За счет роста тарифов большинство компаний покажут существенный прирост выручки, но не все увеличат рентабельность

	Revenue		Изм.	EBITDA, 2007E	EBITDA margin, 2007E	Net Income, 2007E	NI margin, 2007E
	2006	2007E					
Брянскоблгаз	34.48	45.15	30.9%	0.87	1.9%	-0.99	-2.2%
Владимироблгаз	33.78	35.81	6.0%	5.28	14.7%	2.89	8.1%
Волгоградоблгаз	33.78	43.00	27.3%	11.54	26.8%	8.04	18.7%
Воронежоблгаз	47.32	59.59	25.9%	13.84	23.2%	7.47	12.5%
Нижегородоблгаз	60.47	73.42	21.4%	23.27	31.7%	15.24	20.8%
Оренбургоблгаз	56.21	70.20	24.9%	16.31	23.2%	8.41	12.0%
Ростовоблгаз	64.26	83.91	30.6%	18.69	22.3%	10.35	12.3%
Саратовоблгаз	26.82	33.08	23.4%	3.92	11.8%	0.35	1.1%
Смоленскоблгаз	29.49	37.65	27.7%	6.71	17.8%	3.79	10.1%
Ставрополькрайгаз	46.12	53.46	15.9%	5.30	9.9%	3.21	6.0%
Тверьоблгаз	28.89	36.13	25.1%	8.39	23.2%	2.94	8.1%

По итогам 2007 года, по нашей оценке, выручка ГРО в среднем увеличится на 23%. Более 30% прироста покажут Ростовоблгаз и Брянскоблгаз. Из-за снижения доходов от прочей деятельности выручка Владимироблгаз прибавит всего 6%.

Средняя рентабельность по EBITDA составит 18%, рентабельность по чистой прибыли увеличится до 10%. В плане эффективности лучше всех будут показатели Нижегородоблгаз и Волгоградоблгаз. Брянскоблгаз, скорее всего, разочарует инвесторов и продемонстрирует убыток по результат 2007 года.

Мы считаем, что лучше других отчитаются Нижегородоблгаз, Воронежоблгаз, Ростовоблгаз и Волгоградоблгаз. Также хорошие результаты покажут Оренбургоблгаз и Смоленскоблгаз. Однако, по нашему мнению, бумаги Оренбургоблгаз торгуются вблизи своей справедливой стоимости, поэтому мы не ожидаем значительного роста их котировок на позитивной отчетности. В то же время низкая ликвидность бумаг Смоленскоблгаз может помешать котировкам компании отреагировать на высокие результаты, поэтому мы не включили бумаги этой компании в фавориты среди ГРО на второй квартал 2008 года.

Екатерина Кравченко
ekravchenko@msk.bcs.ru
Андрей Полищук
apolishuk@msk.bcs.ru

Электроэнергетика

I квартал 2008 года: blackout на рынке акций энергетики

Первый квартал сложился неудачно для рынка акций электроэнергетики. Динамика основных секторов (генерации, сетей, сбытов) оказалась отрицательной. За три месяца акции РАО ЕЭС снизились на 19.8%, стоимость ОГК уменьшилась на 28.1% по сравнению с падением индекса РТС на 10.3%. Интерес инвесторов по большей части был сосредоточен в сугубо спекулятивных идеях сектора, например по некоторым сбытовым компаниям. Долгосрочные инвесторы пока предпочитают другие отрасли. Мы полагаем, что не слишком благоприятная ситуация для сектора сохранится и во втором квартале текущего года, после чего ситуация изменится в гораздо лучшую сторону. По нашему мнению, бумаги электроэнергетики не потеряли инвестиционную привлекательность, однако их стоимость в ближайшие три месяца сильно привязана к реорганизации РАО ЕЭС. На текущий квартал мы можем рекомендовать лишь «точечные» покупки в данном секторе.

Теплогенерация: головокружение от «стратегов»

За год ОГК и ТГК привлекли \$18.5 млрд инвестиций

В прошедшем квартале исполнился год с момента продажи крупной доли российской генерирующей компании. За это время ОГК и ТГК привлекли \$18.5 млрд (по курсу доллара на 31.03.2008) инвестиций за счет размещения дополнительных эмиссий. Помимо этого РАО ЕЭС заработало еще \$15.8 млрд от продажи госдолей. Эти деньги пойдут на реализацию инвестпрограмм ФСК и ГидроОГК. В общей сложности стратегические инвесторы потратили на покупку долей в ОГК и ТГК \$34.3 млрд. На первый квартал пришлось сразу четыре сделки. Пятая, по ТГК-13, практически завершена.

Результаты продажи акций ОГК и ТГК

Компания	Дата аукциона	«Стратег»	Объем допэмиссии, % от увеличенного УК	Госдоля РАО ЕЭС, % увеличенного УК	Цена размещения одной акции, руб.		Выручка, \$ млн		EV/IC, \$/кВт
					эмиссия	госдоля	РАО ЕЭС, \$ млн	Генкомпания, \$ млн	
ОГК-3	12 мар 07	Норильский Никель	37,9%	11,1%	4,54	4,54	1 018	3 489	675
Мосэнерго	21 май 07	Газпром	28,9%	24,5%	5,28	6,5	2 706	2 593	673
ТГК-5	29 май 07	КЭС	26,8%	47,5%	0,0353			497	552
ОГК-5	06 июн 07	Enel	14,4%	50,0%	2,4073	4,4275	1 674	524	692
ОГК-4	14 сен 07	E.ON	22,0%	47,4%	3,3503	3,3503	4 270	1 987	815
ТГК-1	14 сен 07	Газпром	24,0%	28,4%	0,035	0,035	1 637	1 383	730
ОГК-2	01 окт 07	Газпром	19,1%	0,0%	3,9919			1 066	536
ТГК-8	18 окт 07	ЛУКОЙЛ	45,2%	23,9%	0,035	0,035	736	1 393	558
ОГК-6	19 дек 07	Газпром	17,1%	9,6%	3,8			898	525
ТГК-9	21 дек 07	КЭС	27,2%	24,7%	0,00801	0,00801	661	727	670
ТГК-12	18 дек 07	СУЭК, SPO	14,2%	18,9%	75,0		-	320	454
ТГК-2	14 мар 08	RWE, Синтез, Prosperity	24,4%	25,3%	0,025	0,025	397	384	558
ТГК-6	14 мар 08	КЭС, Prosperity	30,7%	23,6%	0,025	0,025	469	609	466
ТГК-7	03 мар 08	КЭС, Газпром, SPO	12,9%	32,2%	2,848	2,848	1 173	469	489
ТГК-10	28 фев 08	Fortum	47,4%	29,1%	111,8	111,8	1 221	1 990	818
ТГК-13*	28 мар 08	СУЭК, SPO	19,0%	14,3%	0,196*	0,196*	190	253	470
Итого:							16 154	18 583	553.2

*ожидаемая цена размещения

Средняя стоимость покупки акций генерации – \$553.2 за 1 кВт

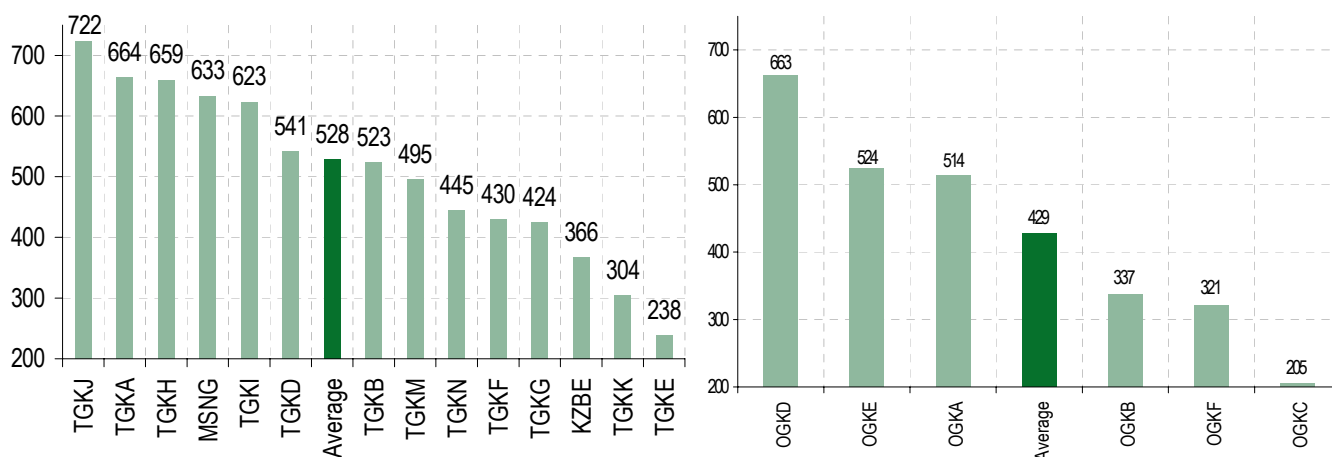
В прошлом году редко какая компания продавалась по цене ниже \$600 за 1 кВт мощности с учетом чистого долга. Однако в первом квартале рыночная ситуация резко ухудшилась, что заставило «стратегов» значительно умерить щедрость. Итоги размещения акций ТГК в первом квартале представлены в таблице. Единственным исключением стала покупка Fortum акций ТГК-10 за рекордные \$818 за 1 кВт. В этой связи мы скорректировали оценку средней стоимости продаж акций ОГК и ТГК на время продажи. Чем раньше проходила

сделка, тем меньший вес в итоговой оценке среднего она получала. В итоге мы получили оценку в \$553.2 за 1 кВт для всей генерации.

Рыночная стоимость киловатта ниже цен размещений

Даже скорректированная в меньшую сторону оценка выше, чем текущие рыночные уровни. На графиках представлена рыночная стоимость киловатта мощности по всем ОГК и ТГК (с учетом чистого долга). Отметим, что вся стоимость киловатта рассчитана без учета привлеченных допэмиссий, так как на эти деньги компании пока не построили новые мощности.

EV/IC ОГК и ТГК на 31.03.08, \$/кВт

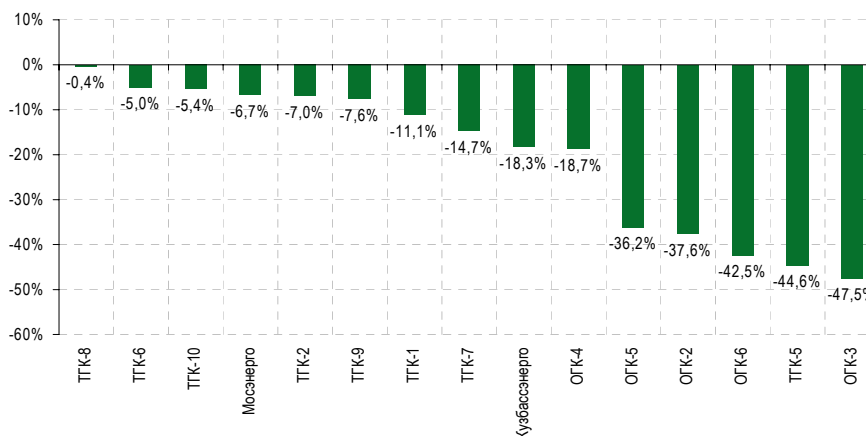


Источник: Bloomberg, данные компаний, расчет БКС

Инвесторы «разглядели» риски вложений в ОГК и ТГК

Мы видим несколько причин снижения стоимости генерирующих компаний после размещений. Во-первых, это окончание продаж практически всех ОГК и ТГК новым собственникам и завершение сроков обязательных офферт. Подчеркнем, что рынок довольно прохладно встретил продажи акций генкомпаний, по которым не «намечается» обязательная оферта. Пример – ТГК-6, ТГК-2, ТГК-7, ТГК-12 и ТГК-13. Во-вторых, после довольно выгодных офферт уровень free-float акций генерации существенно снизился, что на фоне отсутствия стратегического интереса привело к падению котировок на 20% и даже более. Как следствие, после покупок «стратегами» инвесторы начали все большее ориентироваться на фундаментальные перспективы отрасли. При этом, по нашему мнению, внимание сосредоточилось именно на рисках инвестирования, а именно, обязательствах по инвестиционной программе и работе на оптовом рынке электроэнергии.

Рыночная цена ОГК и ТГК по сравнению с ценами размещения допэмиссий, %



Источник: Bloomberg, данные компаний, расчет БКС

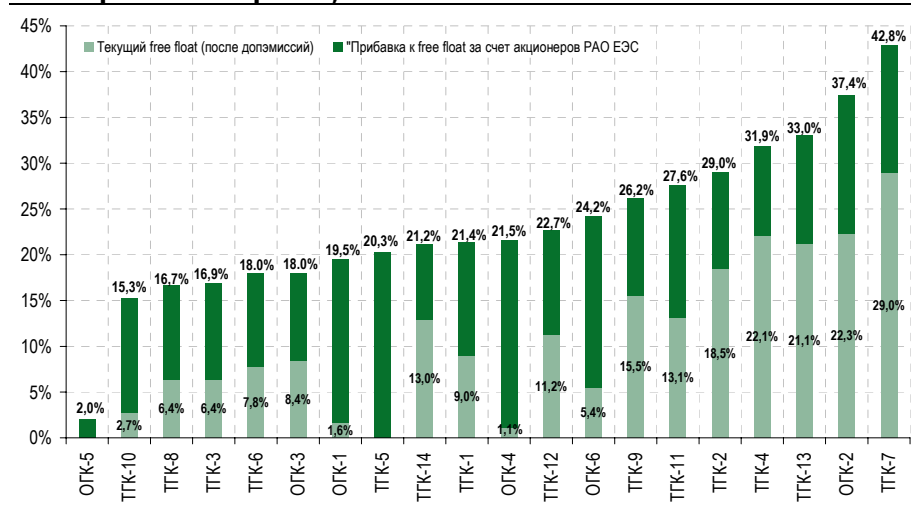
Акции генерации не устояли на уровнях размещения

Все без исключения акции разместивших допэмиссии генкомпаний не смогли удержать высокой планки, заданной «стратегами». Исключение – ТГК-8, цена акций которой практически не изменилась, однако поддержка, опять же, обусловлена покупкой 82% акций компании ЛУКОЙлом и возможностью выставления оферты. Наиболее сильно снизились котировки ОГК-5, ТГК-5, ОГК-3 – на 40% и более.

«Стратеги» не оставили рынку акций

Как мы уже отмечали, покупка допэмиссий и госдолей ОГК и ТГК в большинстве случаев предполагает выставление обязательной оферты миноритариям. В результате и без того небольшой уровень free-float генерации снизился до очень низких показателей. К примеру, после оферты Enel на рынке осталось всего 2% акций ОГК-5, после предложения E.ON – 1.1% акций ОГК-4. На наш взгляд, до реорганизации РАО ЕЭС стоимость акций генкомпаний будет снижаться в отсутствие стратегического интереса.

Текущий и предполагаемый после реорганизации РАО free-float ОГК и ТГК на российском рынке, % от УК



Источник: данные компаний, оценка БКС

Реорганизация РАО ЕЭС – технический негатив для рынка акций ОГК и ТГК

После завершения реорганизации РАО ЕЭС 1 июля 2008 года free-float акций ОГК и ТГК резко вырастет за счет миноритарных акционеров энергохолдинга. На графике приведены наши оценки увеличения количества «свободных» акций для каждой генкомпании. Текущий free-float указан с учетом дополнительных эмиссий (состоявшихся или планируемых). Наша оценка количества акций в свободном обращении после реорганизации относится только к российскому рынку, так как часть акций генкомпаний будет конвертирована в депозитарные расписки.

С одной стороны, ликвидность рынка акций генерации повысится, что можно признать положительным моментом реорганизации. Однако подчеркнем, что в первое время мы можем увидеть серьезную коррекцию. Free-float ОГК и ТГК в одночасье вырастет в разы, и любые, даже небольшие, продажи могут спровоцировать резкое снижение котировок генкомпаний. Этот урок уже пройден акциями ТГК-5, упавшими после первого этапа реорганизации РАО ЕЭС на 40%. В целом мы ожидаем коррекции по сектору теплогенерации на уровне 25%.

Время покупок акций большинства ОГК и ТГК не пришло

Многие ОГК и ТГК даже на текущих уровнях выглядят привлекательными для инвестирования, однако, учитывая фактор реорганизации РАО ЕЭС, мы полагаем, что время для покупок акций генерации еще не пришло. Мы рекомендуем инвесторам дожидаться снижения ценовых уровней по ОГК и ТГК в результате ликвидации РАО ЕЭС. Мы ожидаем, что коррекция завершится к осени текущего года, то есть уже в третьем квартале.

Исключение – акции ТГК-5, ТГК-10 и, в меньшей степени, ОГК-3

Бумаги ТГК-5 не будут подвержены коррекции после 1 июля, так как компания уже выделена из РАО ЕЭС в сентябре 2007 года. В настоящий момент рынок оценивает стоимость киловатта мощности ТГК-5 примерно в \$235, что мы оцениваем как слишком низкий уровень, даже с учетом всех возможных рисков для генерирующих компаний. По нашему мнению, акциям ТГК-5 вполне по силам до конца года показать рост на 30-40%. Мы рекомендуем акции ТГК-5 к среднесрочной покупке.

Поддержка для ТГК-10 – оферта Fortum

В этом квартале финский Fortum приобрел более 75% акций ТГК-10 по цене 111.8 руб. за одну акцию. В настоящее время этот уровень на 5.5% превышает рынок. Согласно российскому законодательству, Fortum должен выставить обязательную оферту по цене покупки допэмиссии и госдоли. Предположительно оферта должна быть выставлена в конце апреля. Денежные средства инвесторы получат в середине августа. В пересчете на год доход от участия в оферте составит 14.5% годовых. Мы можем рекомендовать акции ТГК-10 к покупке для инвесторов, не склонных рисковать.

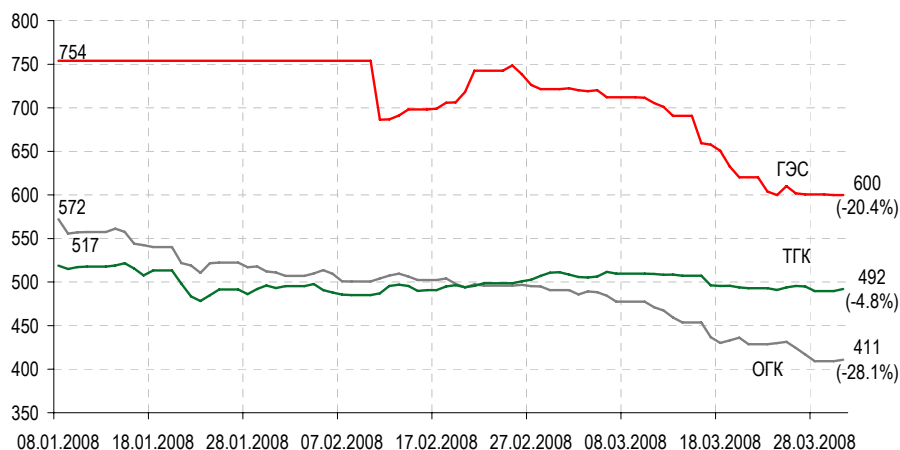
ОГК-3 стоит \$200 за 1 кВт

Акции ОГК-3 в первом квартале не пользовались успехом у инвесторов. Цена киловатта мощности ОГК-3 опустилась до отметки \$200 за 1 кВт (без учета допэмиссии). Общая капитализация ОГК-3 сейчас составляет \$5.5 млрд с учетом того, что от привлечения допэмиссии генкомпания заработала \$3 млрд, которые еще не потрачены. Мы полагаем, что такой уровень по акциям ОГК-3 слишком низок. Наша оценка справедливой стоимости ОГК-3 – \$0.13, что предполагает 32-процентный потенциал роста. На наш взгляд, акции ОГК-3 реализуют свой потенциал к концу текущего года.

Акции ГидроОГК: несвоевременный дебют

Акции ГидроОГК появились на российских торговых площадках в начале года. Как мы и опасались, очень высокий уровень закрытия акций ГЭС привел к тому, что динамика консолидированной компании в первом квартале оказалась невпечатляющей. На 31 марта киловатт мощности ГидроОГК стоил \$600 по сравнению с закрытием ГЭС в \$754. Ситуация усугубилась и общей негативной ситуацией на фондовом рынке.

Динамика средней стоимости 1 кВт мощности генерации, \$/кВт



Источник: Bloomberg, данные компаний, расчет БКС

Инвестиционная программа ГидроОГК: размер имеет значение

В первом квартале менеджмент ГидроОГК задумался о корректировке инвестиционной программы энергокомпании. Поводом послужило резкое удорожание стоимости стройматериалов и непосредственно строительных работ. В настоящее время ведется корректировка инвестиционной программы ГидроОГК. Мы полагаем, что текущая инвестпрограмма энергокомпании в большой мере «съедает» ее денежный поток, следовательно, диапазон открытия торгов по ГидроОГК, \$0.089-0.102, представляется справедливым.

Если компания примет решение о корректировке программы в сторону уменьшения, то, по нашему мнению, это положительно отразится на стоимости ГидроОГК.

Фактор «1 июля» работает и для ГидроОГК

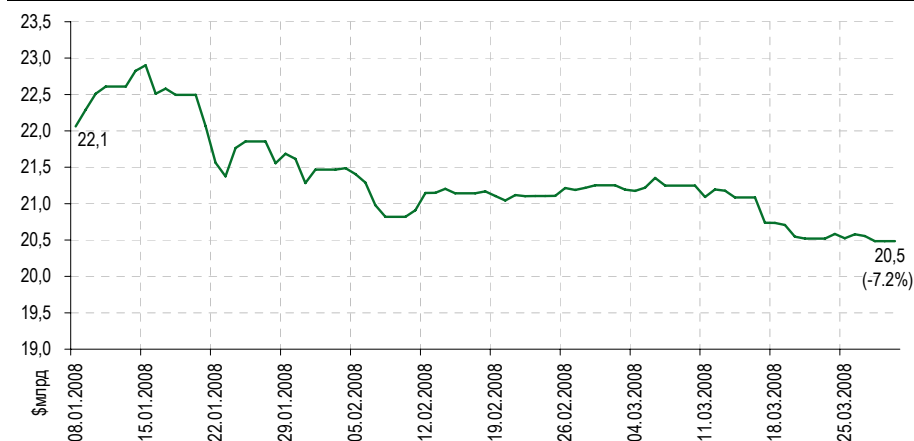
Мы можем рекомендовать покупку акций компании на текущих уровнях, полагая, что ГидроОГК – одна из самых «интересных» энергетических бумаг. Однако при реорганизации РАО ЕЭС free-float ГидроОГК также резко вырастет, что может спровоцировать продажи акций генкомпани. Следовательно, покупка, на наш взгляд, возможна лишь на небольшие объемы.

МРСК: сетевое исключение

Рынок «пожалел» распределительные сети

Стоимость акций распределительных сетевых компаний в I квартале не избежала негативной динамики, однако снижение оказалось меньшим по сравнению с общерыночной динамикой и динамикой остальных энергетических секторов. Общая капитализация сектора упала с \$22.1 млрд до \$20.5 млрд. На наш взгляд, сектор МРСК – один из самых недооцененных среди энергетических бумаг.

Динамика стоимости распределительного сектора, \$ млрд



Источник: Bloomberg, данные компаний, расчет БКС

В первом квартале сформировались все МРСК, кроме МРСК Урала

В первом квартале приостановлены торги практически по всем АО-энерго. Исключение составляют Свердловэнерго, Пермэнерго и Челябинэнерго, которые с 1 мая должны войти в МРСК Урала. Инвестиции в АО-энерго для консолидации в МРСК мы оцениваем как привлекательные и рекомендуем акции всех трех уральских распределителей к покупке.

Компания	Коэффициент конвертации		Target, \$		Потенциал роста, %	
	ао	ап	ао	ап	ао	ап
Свердловэнерго	0,018673178	0,020656166	1,66	1,52	60%	61%
Пермэнерго	0,001652061	0,001827501	18,74	17,16	53%	51%
Челябинэнерго	0,266628294	0,294942335	0,12	0,11	54%	60%

Акции МРСК должны появиться на биржах в мае

Акции уже консолидированных МРСК должны появиться на бирже в мае текущего года. Бумаги МРСК Центра и Приволжья должны быть доступны для торгов уже в конце апреля. Мы приводим в таблице диапазон закрытия акций АО-энерго в пересчете на акции МРСК. Эти уровни, по нашему мнению, должны служить инвесторам ориентиром, ниже которого не имеет смысла продавать бумаги МРСК.

Уровни закрытия торгов по АО-энерго, \$

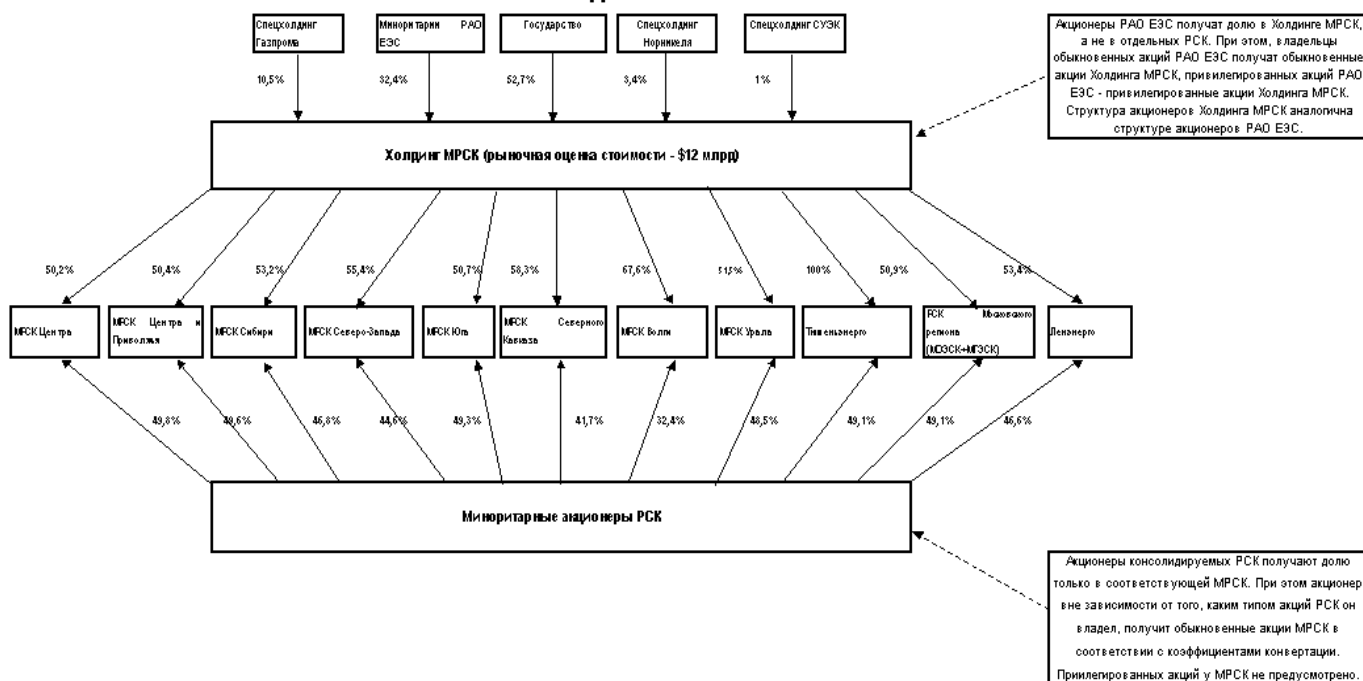
МРСК	Предполагаемый период начала торгов	Уровень закрытия акций АО-энерго, \$		
		Минимум	Максимум	Среднее
Центра и Приволжья	20 апреля 2008	0,01186	0,01614	0,013676
Северо-Запада		0,00727	0,01333	0,012040
Сибири		0,02087	0,03509	0,024329
Центра		0,04886	0,07120	0,052602
Волги	Середина мая 2008	0,00850	0,00875	0,008577
Северного Кавказа		10,45632	11,57477	10,5373
Юга		0,01907	0,02735	0,020245

Рынок, как правило, оценивает премию за консолидацию на уровне 15-20%

Исторически рынок оценивает премию за консолидацию активов на уровне 15-20%. Мы полагаем, что и для МРСК это «правило» будет действовать. Мы ожидаем реализации премии за консолидацию в течение двух-трех месяцев с момента открытия торгов. Положительных моментов формирования МРСК, на наш взгляд, несколько. Во-первых, это возможность объединения в крупные компании. Это позволит более эффективно управлять ресурсами, а также привлекать финансовые средства в большем объеме для реализации инвестиционных программ. Кроме того, консолидация даст инвесторам относительно ликвидные акции и большую капитализацию объединенных компаний. Каждая МРСК в среднем имеет капитализацию \$1.6-2 млрд по сравнению с \$150-250 млн у АО-энерго. Среднедневной оборот РСК измеряется тысячами долларов, соответственно, у МРСК речь может идти уже о миллионах долларов.

Рынок акций МРСК не должен подвергнуться влиянию реорганизации РАО ЕЭС

В отличие от акций генерирующих компаний, которые практически гарантированно снизятся из-за увеличения уровня free-float, акции МРСК этому риску не подвержены. Из РАО ЕЭС будут выделяться не отдельные компании, а Холдинг МРСК, в который будут входить сразу все МРСК. Это сделано для того, чтобы у государства сохранился контроль над всеми распределителями. Структура капитала Холдинга МРСК будет идентична структуре акционеров РАО ЕЭС. Капитализация Холдинга МРСК составит \$12 млрд, исходя из текущих рыночных уровней.

Состав Холдинга МРСК

РАО ЕЭС: уходя, не гасит свет

Спекулянты ушли из РАО ЕЭС

В январе завершился выкуп акций РАО ЕЭС у несогласных с реорганизацией энергохолдинга акционеров. В общей сложности ЕЭС выкупило акций на сумму 102 млрд руб., что соответствует 7.4% от уставного капитала. Акции энергохолдинга всегда имели репутацию одной из самых спекулятивных «голубых фишек». «Изъятие» с рынка значительного количества бумаг РАО ЕЭС, а также скорая реорганизация значительно снизили интерес инвесторов к акциям энергохолдинга.

В мае акции РАО ЕЭС исключаются из расчета основных индексов

В начале мая ММВБ и РТС исключат акции РАО ЕЭС из расчета всех индексов, в том числе и индекса РТС. Для котировок энергохолдинга это означает продолжение продаж со стороны индексных фондов, которые должны привести свои портфели в соответствие с новыми структурами индексов. Так как доля РАО ЕЭС в индексах достаточно большая, то до мая мы можем и вовсе не увидеть сильного повышения котировок энергохолдинга.

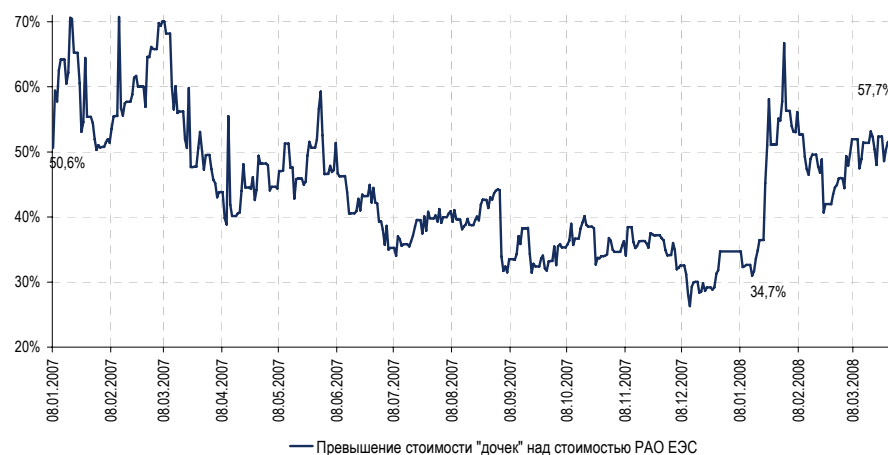
6 июня торги по акциям РАО ЕЭС приостанавливаются

Предварительно на 6 июня назначено окончательное закрытие реестра акционеров РАО ЕЭС для распределения акций «дочек». После этой даты торги акциями РАО будут окончательно остановлены, и 1 июля 2008 года энергохолдинг прекратит свое существование. Желаям участвовать в реорганизации необходимо быть владельцем акций РАО ЕЭС на конец торгового дня 6 июня.

Акции «дочек» РАО почти на 60% дороже

Спекулятивно настроенные инвесторы явно не заинтересованы в получении после 1 июля акций многочисленных дочерних компаний. В итоге обыкновенные акции РАО ЕЭС с начала года потеряли в стоимости почти 20%. В то же время дисконт стоимости РАО ЕЭС к совокупной стоимости дочерних компаний вырос до 57.7% на 31.03.2008.

Динамика отношения капитализации «дочек» РАО к капитализации энергохолдинга, %

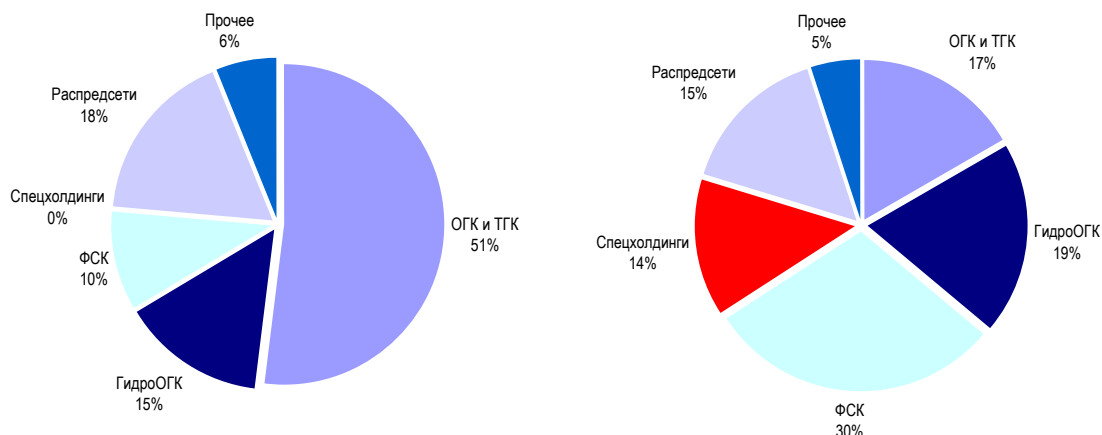


Источник: Bloomberg, данные компаний, расчет БКС

Акционеры РАО ЕЭС получат акции 25-28 компаний в зависимости от голосования

В результате реорганизации акционеры РАО ЕЭС получат акции 25-28 дочерних компаний энергохолдинга. Среди них акции 6 ОГК, 14 ТГК, ГидроОГК, ФСК, МРСК Холдинга, РАО «Энергетические системы Востока», Интер РАО, а также акции трех спецхолдингов (Газпрома, Норникеля и СУЭК) для голосовавших против реорганизации РАО ЕЭС.

Структура портфеля инвестора в РАО при голосовании за и против реорганизации



Источник: оценка БКС

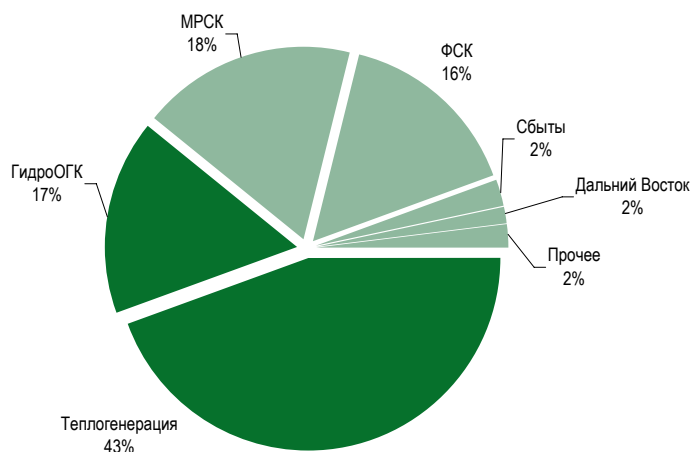
Мы ожидаем роста котировок РАО ЕЭС перед закрытием реестра

Мы оцениваем вероятность сильного роста котировок РАО ЕЭС непосредственно перед закрытием реестра 6 июня как весьма высокую. Наша оценка справедливой стоимости акций РАО ЕЭС на текущий момент составляет \$1.63 по обыкновенной и \$1.49 – по привилегированной акции. Однако мы полагаем, что бумаги энергохолдинга не достигнут этого уровня к реорганизации. Скорее это будет возможно к концу 2008 года (разумеется, в пересчете из акций «дочек»).

Для оценки стоимости РАО ЕЭС к закрытию реестра мы должны учесть фактор коррекции на рынке акций генерации

Мы уже отметили ранее, что мы ожидаем сильного снижения стоимости акций генерирующих компаний. Это касается всех ОГК и ТГК (кроме ТГК-5), а также ГидроОГК. В целом наша оценка «проседания» сектора – 25%. На наш взгляд, потенциальное снижение сектора генерации должно быть учтено в оценке стоимости одной акции РАО ЕЭС к окончательному закрытию реестра.

Структура вклада «дочек» в стоимость РАО ЕЭС, %



Источник: Bloomberg, оценка БКС

Генерация – 60% стоимости РАО ЕЭС

В совокупности тепловая генерация и ГидроОГК «дают» 60% стоимости РАО ЕЭС. Таким образом, в случае коррекции сектора генерации на 25% вскоре после ликвидации РАО ЕЭС оценка стоимости всего энергохолдинга должна быть снижена на 15%.

Target по РАО ЕЭС с учетом коррекции: \$1.39 – по обыкновенной, \$1.27 – по привилегированной акции

Применив дисконт в 15% к совокупной стоимости акций РАО ЕЭС, можно оценить справедливую стоимость одной обыкновенной акции РАО ЕЭС в \$1.39, привилегированной – в \$1.27. Мы полагаем, что достижение этих уровней реально к закрытию реестра акционеров РАО ЕЭС 6 июня. Потенциал роста относительно текущих уровней – 35% по обыкновенной и 43% – по привилегированной акции. Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» для акций РАО ЕЭС.

У участников реорганизации есть два варианта

На наш взгляд, у инвестора, решившегося на участие в реорганизации РАО ЕЭС, два основных варианта распоряжения портфелем «дочек» энергохолдинга.

Первый вариант – продавать все

Первый вариант – скорейшая продажа акций «дочек», как только они поступят на торговый счет. В первую очередь это касается акций генерирующих компаний (за исключением разве что ГидроОГК). Постепенно в течение двух-трех месяцев будут появляться на торгах акции ФСК, Холдинга МРСК, Интер РАО, которые также можно продавать в первые дни торгов.

Второй вариант – оставить все, кроме генерации

Второй вариант предполагает более длительный период инвестирования. Мы полагаем, что акции сетевых компаний (Холдинга МРСК и ФСК) реализуют свой потенциал роста не ранее, чем к концу 2008 года, следовательно, можно повременить с их продажей до этого срока. Сетевой бизнес РАО ЕЭС, на наш взгляд, фундаментально недооценен. Кроме того, мы рекомендовали бы оставить в портфеле бумаги Интер РАО. Напомним, что Интер РАО – монопольный оператор экспорта-импорта электроэнергии. Кроме того, на баланс Интер РАО передаются электростанции, не вошедшие в ОГК и ТГК, а также все зарубежные активы РАО ЕЭС. Учитывая масштабные планы Интер РАО по экспансии, мы полагаем, что акции компании могут обладать значительным потенциалом роста.

Для реорганизации больше подходят обыкновенные акции РАО ЕЭС

Для участия в реорганизации мы рекомендуем инвесторам приобретать обыкновенные акции РАО ЕЭС. На привилегированные акции инвесторы получают также привилегированные акции Холдинга МРСК и РАО «Энергетические системы Востока». На наш взгляд, перспективы «префов» этих компаний гораздо менее радужны, чем у обыкновенных акций. Вряд ли на привилегированные акции будут начисляться значительные дивиденды, да и их ликвидность будет ниже, чем у «обычки».

Ирина Филатова
ifilatova@msk.bcs.ru

Металлургия

В минувшем квартале производители черных металлов испытали на себе две крупные распродажи одного порядка тяжести. Причинами обеих коррекций были опасения по поводу замедления экономического роста в США, а также фиксация доходных позиций в commodities, которые служили страховкой от слабого доллара и инфляции. В частности, сигналом к последней фиксации стало понижение Федеральным резервом ставки не на 1%, а на 0.75%. Чтобы ответить на вопрос, продолжится ли рост акций компаний сектора, нужно получить ответ на три следующих более частных вопроса.

Спрос ЕМ пока не страдает

Как повлияет рецессия в США на потребление стали в развивающихся странах? Судя по повышению цен в этих регионах (которые показали рост в 25-30% только с начала года), металлургам успешно удастся перекладывать свои издержки на сырье и прочие затраты в растущей домашней валюте на конечного покупателя. Это, безусловно, является индикатором крепкого спроса на металлы. Правительствам развивающихся стран приходится принимать меры, чтобы охладить потребительский спрос внутри страны, при том что запланированные государственные траты на инфраструктуру и энергетическое строительство никто не отменял. Интересно, что, несмотря на серьезно замедлившийся спрос на развитых рынках, цены там также показывают рост – с начала года цены на горячий прокат в США повысились на 60%, в Европе – на 37%.

Продолжится ослабление доллара

Сколько еще времени продолжится ослабление доллара? Федеральный резерв продолжает тушить кризис ликвидностью. Фьючерсы на ставку показывают, что рынок ожидает дальнейшего ее снижения – на 0.25% – на заседаниях в апреле и мае. Большая часть удешевления осталась за плечами, однако некоторый downside для доллара, очевидно, еще впереди.

Проблема дефицита сырья останется

Долго ли будет сохраняться дефицит сырья? Ближайшие три года по-прежнему останутся основными факторами, вызывающие ограниченность предложения, – пропускная способность существующей инфраструктуры и нехватка мощностей. В 2008 же году на поставках сырья серьезно скажутся последствия наводнений в Австралии, снежных бурь в Китае и энергетического кризиса в Южной Африке.

Таким образом, фундаментальная составляющая роста цен на металлы остается очень сильной, причем все более важным фактором для формирования цен становится дефицит сырья.

Высокие цены на сырье

Последние переговоры по ценам на железную руду сложились более чем удачно для продавцов. CVRD, крупнейший поставщик железной руды на международные рынки, по результатам переговоров смог повысить цену на 65-71% для покупателей в Азии, Европе и США. Напомним, что три компании – CVRD, BHP, Rio Tinto – контролируют около трех четвертей производства железной руды, азиаты же закупают такой же объем. Таким образом, ценообразование азиатской стали будет сильно зависеть от цен на железную руду, в то время как цены на коксующийся уголь будут определяющими для «не обеспеченной» им Бразилии.

Переговоры по ценам на коксующий уголь по годовым контрактам крупнейших поставщиков еще не закончены. BHP Billiton, крупнейший поставщик коксующегося угля на мировые рынки, рассчитывает по результатам текущих переговоров с потребителями получить повышение цены в два раза. В то же время спотовые цены на коксующийся уголь уже взяли и эту высоту.

Тяжелая ситуация с предложением на рынке не обошла и энергетический уголь. Наводнения в Австралии и энергетический кризис в Южной Африке серьезно ударили по экспортным рынкам. Ко всему прочему Китай в 2008 году станет нетто-импортером энергетического угля, а Индонезия движется в сторону сокращения экспорта. Внутреннее потребление становится приоритетом для основных поставщиков угля на мировой рынок, что делает экспортные рынки еще более разогретыми.

Инфляция останется основной темой в ближайшее время

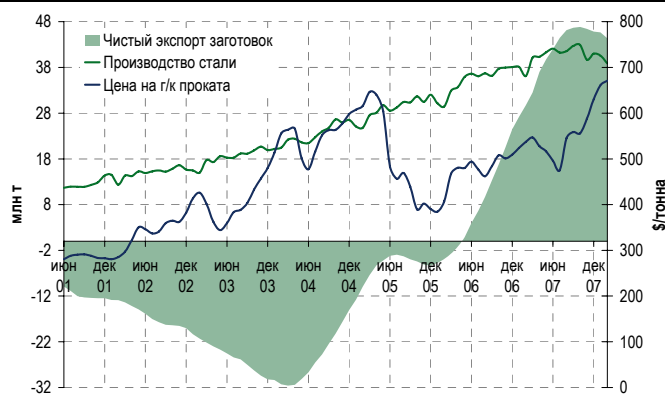
Высокие цены на сырье выдвигают на первый план проблему с инфляцией, которая достигла в развивающихся странах многолетнего максимума. Эта ситуация заставляет правительства развивающихся стран ограничивать экспорт. Так, Китай установил пошлину на экспорт стали, а индийские производители объявили о добровольном ограничении экспорта, Бразилия рассматривает меры по ограничению кредита населению для охлаждения спроса внутри страны. В среднесрочной перспективе это должно стать существенной поддержкой экспортных цен на металлы.

M&A-активность продолжается

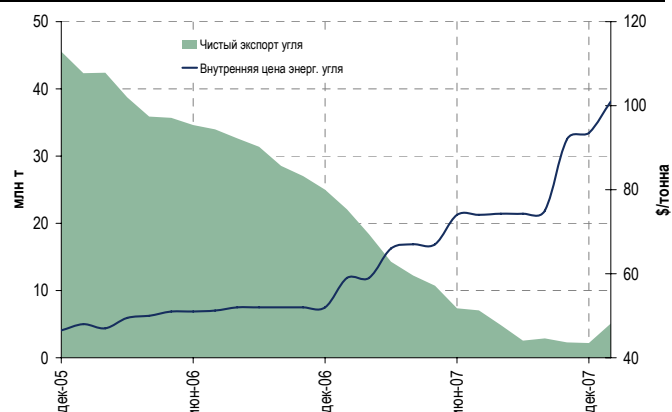
Помимо крепких цен остается еще один важный фактор повышения привлекательности и капитализации металлургических предприятий – в секторе не затихает активность M&A. Русские и индийские металлургические холдинги активно интересуются покупками в США. Значительные денежные потоки, генерируемые сектором, и крепкие финансы позволяют рассчитывать на то, что этот фактор еще не до конца проявил себя.

Анастасия Жданова
azhdanova@msk.bcs.ru
Олег Петропавловский
opetropavlovsky@msk.bcs.ru

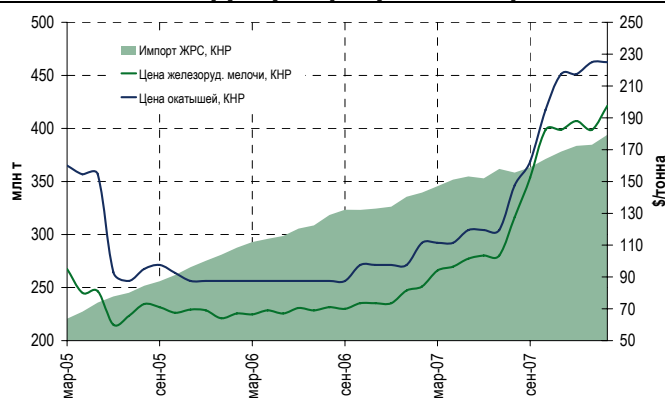
Чистый экспорт заготовок, производство стали и цены горячекатаного проката в Китае



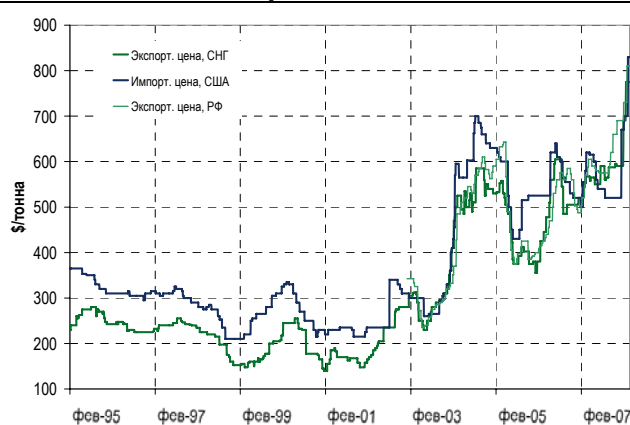
Чистый экспорт угля КНР и цены энергетического угля в Китае



Импорт железорудного сырья (ЖРС) в Китай и цены на железорудную продукцию в стране



Цены на горячекатаный прокат при экспорте из России и СНГ и импорте в США



Цветная металлургия

На рынке промышленных и драгоценных металлов в первом квартале царила волатильность. С начала года, несмотря на рост запасов по большинству промышленных металлов, продолжилась тенденция повышения цен, наметившаяся в конце прошлого года. Причиной тому стали несколько факторов:

Природные катаклизмы

Производители меди, алюминия, цинка, олова, металлов платиновой группы и драгоценных металлов в Китае и Южной Африке (одни из крупнейших поставщиков этой продукции в мире) в начале 2008 года пострадали от погодных явлений, которые стали причиной усиления энергодефицита в этих странах. Энергетические компании в данных странах обратились к производителям энергоемкой продукции с требованием снизить объемы производства на своих предприятиях, что уже привело к задержке поставок металлов потребителям. Мы считаем, что в краткосрочной перспективе опасения по поводу дефицита металлов на рынке будут поддерживать цены на высоком уровне, однако уже к концу второго квартала ситуация может стабилизироваться. Также в пользу этого говорят планы компаний-производителей, предусматривающие увеличение производства на рудниках и ввод новых мощностей до конца года.

Макроэкономика

Макроэкономические факторы неоднозначно влияют на цены по всем цветным металлам. С одной стороны, ослабление доллара и риск роста темпов инфляции ведет к естественному росту цен на промышленные и драгоценные металлы, в том числе и из-за номинирования их в долларах. А с другой, ожидания рецессии в США негативно влияют на прогноз потребления, в том числе и металлов. В такой ситуации стоит рассчитывать только на рост спроса со стороны развивающихся стран, в том числе России и Китая, что может поддержать цены. Мы ожидаем нормализации ситуации в США после первой половины текущего года, что станет причиной стабилизации цен на промышленные металлы.

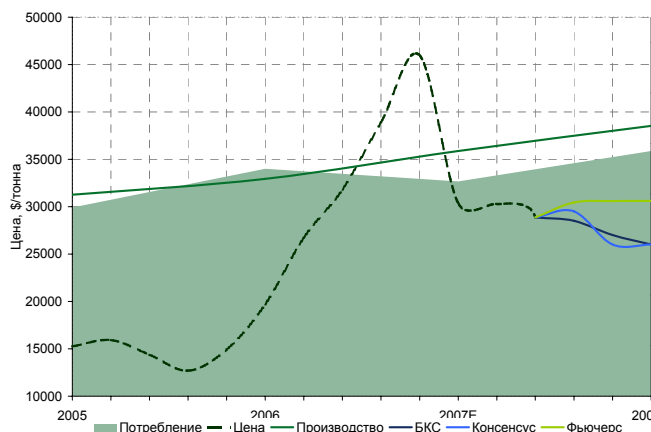
Слияния и поглощения

Последние несколько месяцев на рынке идут разговоры о слиянии крупнейших горнорудных холдингов: BHP Billiton уже два раза повышала цену предложения за Rio Tinto, а Vale вела переговоры о покупке швейцарской Xstrata. В результате ни одна из этих сделок не осуществилась. Причины здесь кроются в ценах на продукцию данных компаний, которые находятся либо в фазе роста, либо на более чем привлекательных для предприятий уровнях. Это позволяет компаниям-целям поглощений оценивать себя гораздо выше, нежели пару лет назад, в то время как в условиях высоких процентных ставок и дефицита ликвидности компании не могут привлечь достаточно крупные средства (более \$100 млрд) для финансирования таких сделок. После стабилизации на финансовых рынках мы можем увидеть возобновление переговоров о слияниях, которые могут привести к появлению на рынке горнорудной компании с капитализацией более \$300 млрд и почти монопольным положением на рынках некоторых commodities, что, скорее всего, отразится в росте цен на них.

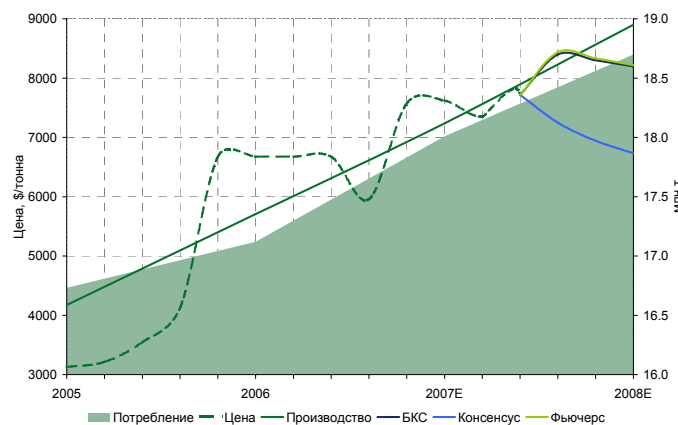
В свете всех вышеперечисленных тенденций мы склонны позитивно смотреть на производителей меди, алюминия и олова, а также металлов платиновой группы и драгоценных металлов. Аутсайдерами же рынка, по нашему мнению, станут компании, производящие цинк, – напомним, что мы ожидаем плавного снижения цен на этот металл из-за роста его производства и профицита на рынке.

Анастасия Жданова
Олег Петропавловский

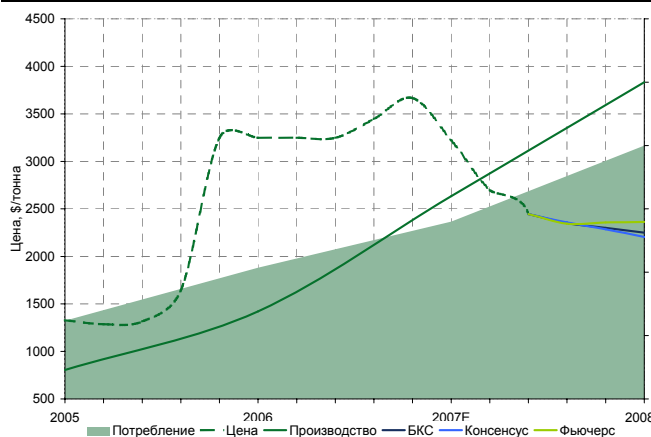
Производство, потребление и цены на никель



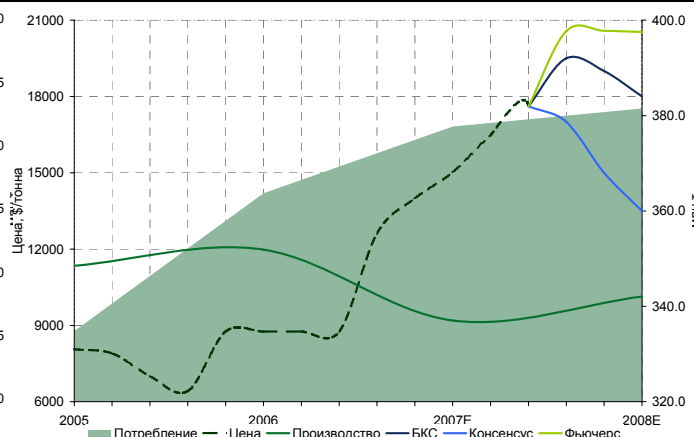
Производство, потребление и цены на медь



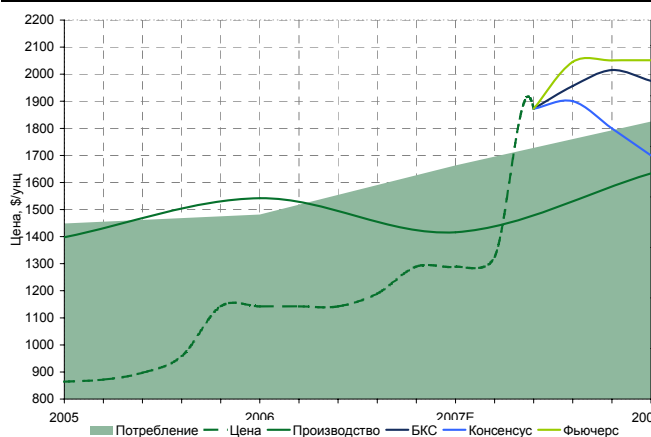
Производство, потребление и цены на цинк



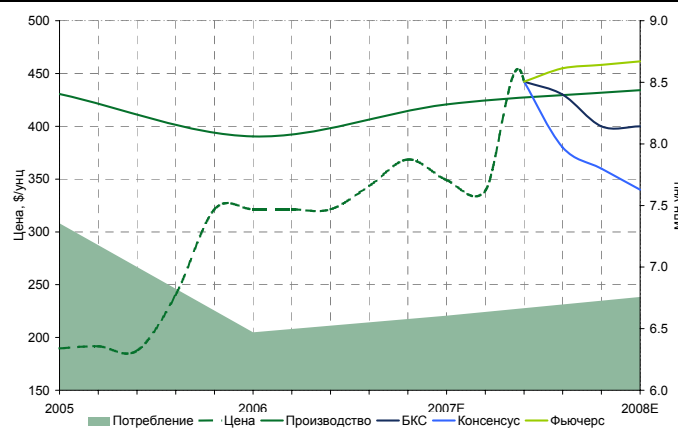
Производство, потребление и цены на олово



Производство, потребление и цены на платину



Производство, потребление и цены на палладий



Источник: Bloomberg, ITRI, INSG, ICSG, ILZSG, IPA, оценка БКС

Прогноз цен на драгоценные металлы в 2008 году

	I кв. 2008	II кв. 2008E	III кв. 2008E	IV кв. 2008E
Золото, \$/унция	924	900	890	870
Серебро, \$/унция	17.54	16.80	15.90	15.50

Машиностроение

Темпы роста производства машиностроительной продукции в 2007 году повысились на 5-10 процентных пунктов (см. таблицу).

Спрос на энергооборудование обусловлен началом реализации масштабной инвестиционной программы РАО ЕЭС. Строительная техника требуется строительным и сырьевым компаниям, а в электротехнике нуждаются расширяющие свое производство предприятия и ЖКХ.

Темпы роста производства в машиностроительной отрасли в этом году не уменьшатся. Но серьезное влияние рост российской экономики пока оказывает на финансовые показатели лишь производителей грузовой автомобильной, а также строительной техники.

Ведущие предприятия энергетического машиностроения пока только набирают портфели заказов. Качественный рост показателей Силовых машин, Калужского турбинного завода, Элсиба и Красного котельщика стоит ожидать в 2008-2009 годах. В частности, портфель заказов группы ЭМАльянс на конец 2007 года составил 21 млрд 437 млн руб., что в 3.5 раза больше, чем в конце 2006 года (5.8 млрд руб.). К концу 2008 года ЭМАльянс планирует увеличить портфель заказов в два раза по сравнению с результатом 2007 года – до 42 млрд 260 млн руб.

В этом году можно ожидать роста выпуска нефтетранспортного оборудования, так как российская нефте- и газотранспортная система нуждается в серьезной модернизации. В частности, емкость рынка только трубопроводной арматуры в ближайшие два года может вырасти на 26%, что позитивно отразится на акциях ряда арматурных предприятий.

Рост гособоронзаказа и экспорта российского вооружения благоприятно скажется на предприятиях ВПК. Объем портфеля заказов военно-промышленных предприятий превышает \$32 млрд. В этом году, по нашим прогнозам, экспорт вооружения может превысить \$7 млрд.

Большинство предприятий ВПК сумели за прошлый год улучшить свои финансовые показатели. Выручка Ковровского электромеханического завода в 2007 году увеличилась на 35%, до \$78.4 млн. Завод им В. А. Дегтярева повысил объем продаж на 17%, до 5.5 млрд руб. (\$216 млн). Объем продаж Мотовилихинских заводов вырос по итогам 2007 года в 1.6 раза, до \$384 млн.

Динамика выпуска машиностроительной продукции

	2006 vs 2005	2007 vs 2006
электрооборудование	-5.5%	12.8%
электромашин	-10.1%	13.5%
транспортные средства	3.3%	15.9%
машины и оборудование	3.3%	19.3%
трансформаторы	27.8%	21.7%
автогрейдеры	20.9%	22.5%
кузнечные прессы	30.2%	23.1%
автокраны	18.1%	31.9%
колесные тракторы	23.9%	34.7%

Бурный рост российского рынка легковых автомобилей не ослабевает. Не исключено, что его темпы не сильно уменьшатся к 2010 году. Покупки автомобилей могут снизиться в крупных городах из-за медленного увеличения пропускной способности автомагистралей и парковочных площадей. Но при этом рост личных доходов россиян активизирует смену парка личного автотранспорта, а также способствует повышению объема покупок автомобилей в российских регионах.

Растет и российский рынок грузовых автомобилей. По данным агентства Abarus Market Research, в 2007 году его объем (включая легкие коммерческие авто) повысился на 26%, до 327 600 машин. Спрос обусловлен неослабевающими темпами гражданского и промышленного строительства. В этих условиях лидеры рынка пытаются сохранить и даже упрочить свои позиции за счет расширения производства.

Группа ГАЗ в этом году планирует повысить объем производства грузовиков более чем в 4 раза, до 65 тыс. автомобилей, а объем продаж – на 20-30%, до \$7.2-7.8 млрд. КамАЗ рассчитывает увеличить выпуск грузовиков с 53 тыс. до 65 тыс., а к 2010 году и до 70 тыс. авто, на 100 млрд. руб.

Рост ожидает акции производителей автокомпонентов и строительной техники

За счет роста рынка автомобилей улучшатся показатели производителей автомобильных компонентов для легковых автомобилей. По данным агентства Автостат, объем этого рынка в России в 2007 году достиг \$32.7 млрд. Ежегодный рост этого рынка составит около 20%, и к 2010 году его емкость повысится до \$51.5 млрд.

Renault-АвтоВАЗ – второе дыхание?

АвтоВАЗ наконец-то обзавелся стратегическим партнером. Французский концерн Renault приобрел 25% акций АвтоВАЗа за \$1 млрд. Еще \$166 млн акционеры АвтоВАЗа получат до 2010 года при условии, что EBITDA за 2008-2009 годы превысит на 20% аналогичный показатель 2006-2007 годов. В совете директоров АвтоВАЗа, состоящем из 12 человек, появятся 3 представителя Renault, а операционное управление автокомбинатом возьмет на себя комитет по стратегии, куда войдут по 4 француза и россиянина. Первой моделью, которую станет собирать АвтоВАЗ на платформе Renault, станет семиместный универсал на базе Logan под маркой Lada.

К 2012 году объем производства автозавода должен повыситься в 1.5 раза, до 1.2 млн автомобилей, а к 2014-2015 годам увеличиться вдвое, до 1.5 млн авто. На платформе Renault Logan АвтоВАЗ намерен выпускать бюджетный семиместный универсал под маркой Lada.

Так закончилась многолетняя эпопея с поиском стратегического инвестора для крупнейшего российского автокомбината. У акций АвтоВАЗа появились фундаментальные факторы для роста их привлекательности. Интерес к ним будет подогревать грядущее размещение 25% акций осенью этого года.

Российский автомобильный рынок

Категория авто	тыс. шт.							\$ млрд						
	2007	%	2006	%	2005	%	2004	2007	%	2006	%	2005	%	2004
Российские автомобили	765	-4.4	800	-4.8	840	-4.5	880	6.5	12.1	5.8	5.5	6	5.8	5
Иномарки, произведенные в России	440	60	275	83.3	150	15.4	130	6.7	52.3	4.4	100	2	15.8	2
Импортированные новые автомобили	1205	67.4	720	75.6	410	46.4	280	34.1	87.4	18.2	78.4	10	36.0	8
Импортированные поддержанные автомобили	380	46.2	260	-18.8	320	-	320	6.1	69.4	3.6	-12.2	4	13.9	4
Всего	2790	35.4	2060	19.8	1720	6.8	1610	53.4	66.9	32.0	45.5	22	20.9	18

Источник: PricewaterhouseCoopers, оценка БКС

Программы развития авиапрома

В конце марта Объединенная авиастроительная корпорация (ОАК) одобрила стратегию развития до 2025 года. ОАК намерена в ближайшем будущем ежегодно продавать по 250-300 региональных и среднемагистральных (10-15% мирового рынка) самолетов, а также 40-60 военных и транспортных самолетов (20-30% мирового рынка).

Появилась программа развития отечественного вертолетостроения до 2015 года. Инвестиции в отрасль должны составить около 140 млрд руб. (ранее объем большинства программ вертолетостроения составлял около 10 млрд руб.). Если программа будет выполнена, Россия сможет к 2015 году в три раза увеличить производство вертолетов – до 500 машин в год, а всего до 2015 года будет реализовано продукции на сумму 400 млрд руб. (15% мирового рынка).

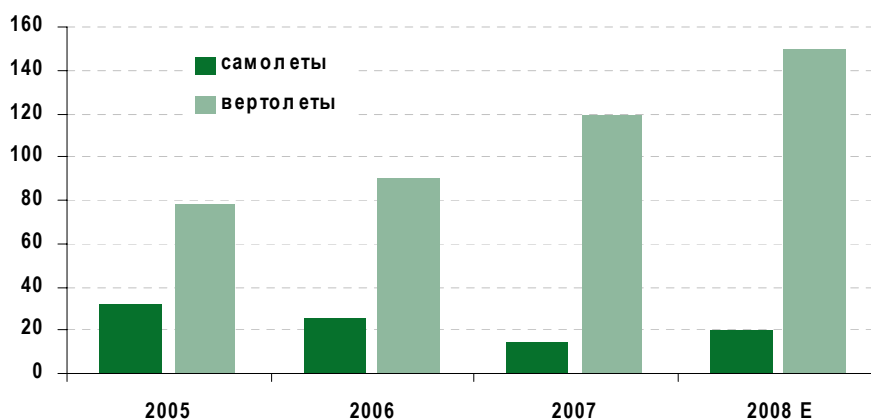
Акционеры Иркута дождались оферты

ОАК выставила оферту на покупку почти 500 млн акций авиакорпорации Иркут (49.9% ее УК) по цене 22.28 руб. (\$0.94) за акцию – это средневзвешенная цена акций Иркута на биржах за последние шесть месяцев. Котировки акций Иркута в предыдущий торговый день на бирже РТС составили \$0.8-0.92, а на ММВБ средневзвешенная цена этих бумаг равнялась 21.11 руб. Эту оферту ОАК должна была выставить в конце 2006 – начале 2007 года, после того как приобрела более 30% акций Иркута (сейчас ОАК владеет 51% акций Иркута). Тогда ОАК не предоставила в ФСФР банковскую гарантию о наличии средств на выкуп этих бумаг. Акции Иркута можно будет также обменять на акции допэмиссии ОАК, которая может быть объявлена во II квартале 2008 года. Коэффициенты обмена будут рассчитаны на основе оценки Ernst & Young.

Сегодня российская авиапромышленность производит не более 30 самолетов в год, причем из них крупных авиалайнеров меньше десятка. Отечественные авиастроительные предприятия могут через пять лет выйти на предусмотренные стратегиями показатели при условии жесткого контроля властей и государственного субсидирования в разных формах, к примеру покупки пакета акций ОАК Банком развития и внешнеэкономической деятельности.

Пока акции авиастроительных предприятий, ставших составными частями ОАК, представляются высокорискованным инструментом для инвестиций. Их динамика во многом будет зависеть от успеха гражданских проектов корпорации, прежде всего среднемагистрального лайнера Superjet 100.

Производство авиатехники в России



Источник: оценка БКС, ЦАСТ

Севастьян Козицын

Химия: производство удобрений

На рынке удобрений отличная конъюнктура

В секторе производства удобрений прошедший квартал был богат на события. Отметим основные из них.

Цены фосфатных и калийных удобрений поставили новые рекорды, увеличившись на десятки процентов. Цены азотных удобрений приблизились к рекордным отметкам, при этом стоимость аммиака продемонстрировала наиболее впечатляющую динамику роста.

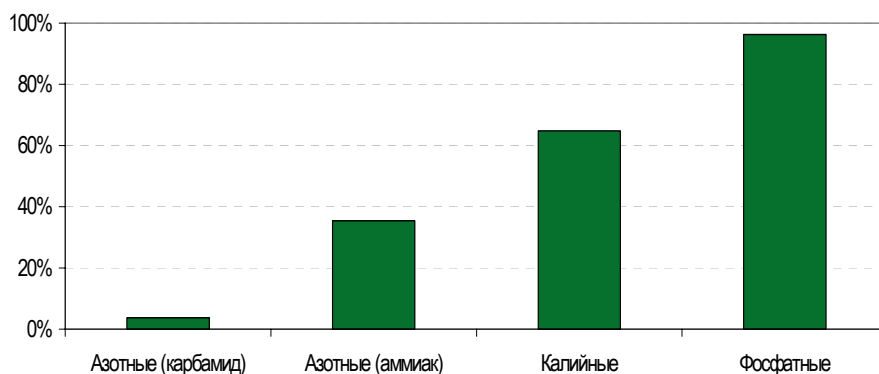
Цены на зерно также вышли на рекордные уровни, что должно оказать поддержку рынку удобрений в ближайшей перспективе. В обстановке высоких цен на нефть, превысивших \$100 за баррель, потребители нефтепродуктов частично переключились на альтернативное углеводородам горючее – этанол и биодизель, для производства которых требуется зерно.

В марте этого года состоялись аукционы по продаже лицензий на разработку калийных месторождений, расположенных в Пермском крае. Победителями оказались компании Акрон, Сильвинит и Еврохим, что стало некоторым сюрпризом для рынка, ожидавшего победу фаворита аукциона – компании Уралкалий. Аукцион по калийным месторождениям продемонстрировал оптимистичный прогноз производителей удобрений в отношении цен на хлористый калий. Поскольку драйверы роста цены различных групп удобрений во многом совпадают, вероятно, рыночные ожидания в отношении цен на прочие удобрения также возрастут.

Сибур предпринял действия, недружественные по отношению к миноритарным акционерам двух предприятий, производящих минеральные удобрения: Азот (г. Кемерово) и Минеральные удобрения (г. Пермь). Первое предприятие объявило о планах размещения эмиссии акций по низким ценам в пользу мажоритарного акционера; второе заключило с Сибуром договор процессинга, что должно ухудшить финансовые показатели компании.

Правительство утвердило пошлины на экспорт всех типов минеральных удобрений в размере 5-8.5%. Кроме того, премьер-министр В. Зубков пригрозил производителям удобрений, что, если те не снизят цены на свою продукцию, на экспорт удобрений могут быть введены квоты в добавление к уже установленным пошлинам.

Прирост цен на удобрения за I квартал 2008 г.



Источник: Bloomberg, FertilizerWeek

Мы сомневаемся, что правительство и вправду решится на установление экспортных квот на удобрений. Внутренний спрос в России пока мал, основная часть удобрений экспортируется, поэтому введение квот привело бы к снижению производства в отрасли и сокращению налоговых поступлений от представителей отрасли, на что правительство вряд ли пойдет. Но предупреждение из уст главы правительства, вероятно, вынудит основных производителей снизить цену на свою продукцию, что негативно сказалось бы на их финансовых результатах, если бы не высокие цены на удобрения за рубежом. К тому же после заявления Зубкова выросли риски, связанные с госрегулированием, что может найти свое отражение в оценке акций.

Сводная таблица цен и рекомендаций по сектору минудобрений

	Тикер	Рын. цена midmarket	Fair value, \$	Потенциал роста	Рекомендация
Калийные					
Уралкалий	URKA	7.975	н.д.	н.д.	Продавать
Сильвинит	SILV	1097.5	н.д.	н.д.	Продавать
Фосфатные					
Аммофос	AMMO	196.5	237.7	21.0%	Покупать
Апатит	APAT	607.5	354	-41.7%	Продавать
Азотные					
Акрон	AKRN	79	н.д.	н.д.	Пересм.
Мин. уд. (г. Пермь)	minu	238	184.8	-22.4%	Продавать
КЧХК	kchk	382.55	н.д.	н.д.	Продавать
Азот (г. Кемерово)	azkm	37.55	34.7	-7.6%	Продавать
Куйбышевазот	kazt	2.955	3.97	34.3%	Покупать
Невинном. Азот	neaz	2.05	2.1505	4.9%	Держать
НАК Азот	nmaz	433	529	22.2%	Покупать

Источник: РТС, оценки БКС

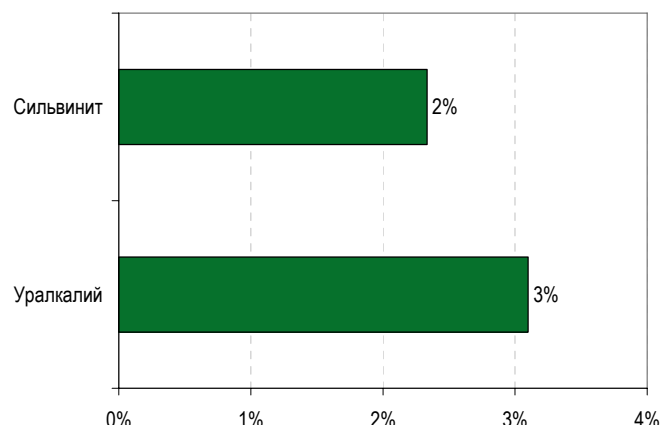
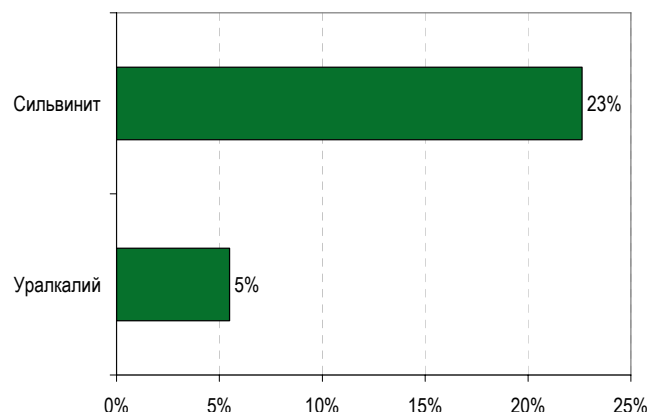
Калийные удобрения

Прошедший в марте аукцион по продаже калийных месторождений оказал значительное влияние на рыночные котировки участвовавших в нем компаний. Акции Уралкалия негативно отреагировали на итоги аукциона. Компания не стала победителем в торгах ни по одному из трех лотов, хотя многие инвесторы ожидали, что Уралкалий приобретет по крайней мере две лицензии.

Акции второго российского производителя калия, компании Сильвинит, подросли на новостях о его победе на аукционе. По итогам аукциона Сильвинит должен заплатить за лицензию рекордную сумму – 35.1 млрд руб. Величина средств, которые компания должна вложить в покупку калийной лицензии, делает эту покупку, по нашему мнению, малообоснованной с учетом всех рисков и незначительного для данного участка объема будущих капвложений, запланированных Сильвинитом.

Итоги аукционов продемонстрировали высокие ожидания производителей удобрений в отношении будущих цен на данную продукцию. Последние новости подтвердили устойчивость тенденции к росту стоимости калийных удобрений в мире. Компания Canpotex, дилер крупнейших производителей калия в США и Канаде, недавно сообщила о подъеме отпускных цен на хлористый калий для ряда потребителей. В частности, цена на условиях CFR для Бразилии теперь составит \$750 за тонну, в то время как ранее сделки с крупными потребителями проходили на уровне \$625 за тонну.

Мы по-прежнему рекомендуем продавать акции производителей калия, поскольку считаем, что ожидания высоких цен на калий уже заложены в рыночные котировки акций представителей калийной отрасли.

**Прирост производства в январе-феврале 2008 г.
по сравнению с январем-февралем 2007 г.**

Динамика цен акций в первом квартале 2008 г.


Источник: СПАРК

Фосфатные удобрения

Акции представителей фосфатного сектора продемонстрировали в ушедшем квартале отличную динамику благодаря продолжающемуся росту цен на их продукцию. Цены фосфоросодержащих удобрений ставят все новые рекорды. Стоимость наиболее популярного фосфатного удобрения диаммонийфосфата увеличилась с конца декабря по конец марта на впечатляющие 96%. Цена апатитового концентрата, сырья для производства фосфатных удобрений, повысилась с начала прошлого года приблизительно на 360%.

Чистая прибыль Аммофоса в 2007 году оказалась равной \$156.2 млн, в то время как в 2006 году компания получила \$26.9 млн чистой прибыли. Хорошие результаты компании мы объясняем двумя причинами. Во-первых, стоимость фосфатных продуктов на мировых рынках в 2007 году значительно выросла, что нашло отражение в выручке Аммофоса. Во-вторых, цена сырья, потребляемого компанией, была зафиксирована ранее долгосрочным договором с Апатитом, в то время как цены на конечную продукцию повышались, что привело к увеличению разницы между выручкой и затратами Аммофоса.

Чистая прибыль Апатита за 2007 год составила всего \$30.8 млн, снизившись по сравнению с предыдущим годом на 67%. Таким образом, компания не сумела воспользоваться отличной рыночной конъюнктурой на свою продукцию. На величину чистой прибыли повлияли санкции налоговых органов за предыдущие периоды. Кроме того, как отмечено выше, в прошлом году Апатит продавал свою продукцию по фиксированным ценам, в то время как цены на удобрения росли.

Отметим, что показатели 2007 года у российских представителей отрасли в полной мере не учитывают экспоненциальный рост цен на фосфатные продукты, произошедший в последние месяцы. Средняя цена реализации фосфатных продуктов в 2007 году в разы меньше рыночных цен на данную продукцию в настоящее время. Поэтому в 2008 году показатели компаний, производящих фосфатные продукты, должны значительно улучшиться. Тем не менее пока на стоимость отпускных цен предприятий тормозящее воздействие оказывают заключенные в прошлом контракты. По мере того как в контрактах будут учитываться актуальные цены, выручка производителей фосфатной продукции будет увеличиваться. В ближайшие годы мы ожидаем резкого роста финансовых показателей основных представителей сектора – компаний Аммофос и Апатит.

Высокие издержки производства поддерживают цены на фосфатные продукты на высоком уровне. По данным крупнейших мировых производителей удобрений, компаний Yara и Mosaic, затраты на производство фосфатных удобрений у неинтегрированных производителей растут опережающими темпами по сравнению с ростом цен на удобрения, что делает бизнес таких предприятий малорентабельным. Кроме того, отметим проблемы крупнейших мировых производителей фосфатного концентрата. Качество добываемой руды у таких компаний ухудшается, что заставляет представителей сектора сворачивать объемы добычи фосфатов, несмотря на хорошую рыночную конъюнктуру. Указанные факторы создают хорошие предпосылки для удержания цен на фосфатные продукты на высоких уровнях в среднесрочной перспективе.

Фактором поддержки для Аммофоса в 2008 году мы считаем тот факт, что поставки основного сырья, апатитового концентрата, на Аммофос, по всей очевидности, зафиксированы контрактом с Апатитом на длительный период времени, в то время как с начала года цена фосфатных удобрений существенно выросла. Данное обстоятельство создает благоприятную ситуацию для роста прибыли Аммофоса в 2008 году, как это произошло в 2007 году.

Из основных рисков Аммофоса отметим вероятность значительного повышения цен на один из важных видов сырья для производства фосфатных удобрений – серу, стоимость которой на внутреннем рынке в разы уступает ценам рынка мирового.

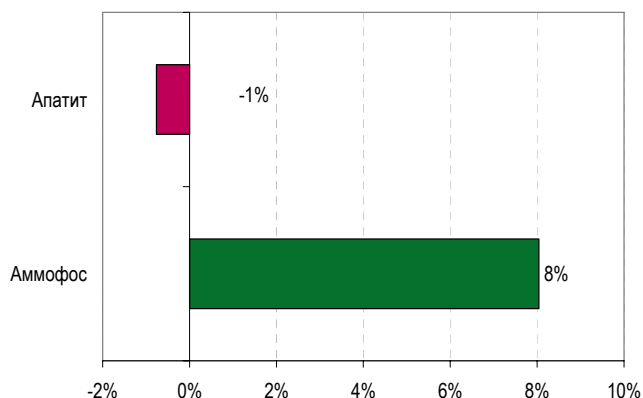
На стоимость акций Апатита может благоприятно повлиять пересмотр операционных планов компании в сторону увеличения. Ранее предполагалось, что выпуск продукции предприятием до 2020 года будет постепенно сокращаться ввиду снижения содержания полезного вещества в горной породе и пропорционального увеличения себестоимости производства. Однако данные планы, очевидно, будут пересмотрены с учетом впечатляющего роста цен на апатитовый концентрат за рубежом, где его стоимость повысилась за год с \$50 за тонну до \$210-250. Кроме того, отметим возможное изменение структуры акционеров Апатита после вероятной продажи Акроном своей доли в капитале Апатита. Данное событие, скорее всего, позитивно скажется на стоимости акций производителя фосфатов.

Одним из главных рисков для Апатита является то обстоятельство, что внутрироссийские цены на продукцию предприятия могут увеличиваться медленными темпами ввиду активности регулирующих, судебных и антимонопольных органов, устанавливающих низкие цены на продукцию компании. Еще одним риском является победа налоговой инспекции в ее судебном споре с Апатитом касательно штрафных санкций за предыдущие периоды, которая может оказаться неприятным сюрпризом для рынка.

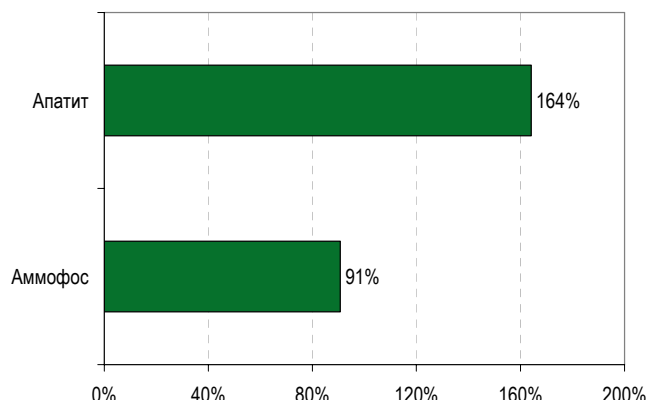
После аукциона по калийным месторождениям выросла вероятность изменения структуры акционеров Апатита. Не исключено, что, для того чтобы профинансировать покупку лицензий, Акрон попытается продать принадлежащий ему пакет акций Апатита. Если покупателем пакета станет крупный западный производитель (например Yara), появление такого акционера, конечно, окажет позитивное влияние на развитие Апатита. Если пакет приобретет Фосагро, акционерные споры вокруг акций Апатита станут привлекать меньшее внимание инвесторов, ведь тогда контроль Фосагро над компанией станет еще сильнее. Если же акциями Апатита заинтересуется третья сторона, становится вероятно скупка акций Апатита этой третьей стороной, что также положительно для рынка акций компании.

Следует отметить, что рыночная стоимость акций как Аммофоса, так и Апатита уже в значительной степени учитывает будущий скачок цен на отпускную продукцию данных предприятий. По нашим оценкам, потенциал роста сохраняется у акций Аммофоса, в то время как акции Апатита в настоящее время переоценены рынком. Поэтому мы рекомендуем покупать акции Аммофоса, справедливая цена которых оценивается нами на уровне \$237.7 за одну штуку, и продавать акции Апатита, справедливая цена которых, по нашей оценке, равна \$354.

Прирост производства в январе-феврале 2008 г. по сравнению с январем-февралем 2007 г.



Динамика цен акций в первом квартале 2008 г.



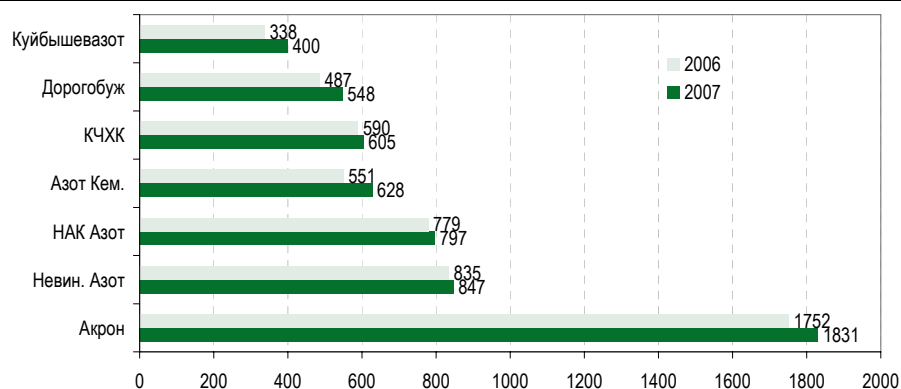
Источник: СПАРК

Азотные удобрения

1 января 2007 года цены на природный газ для промышленных потребителей в России выросли на 25%, что стало важным фактором роста затрат российской азотной отрасли, поскольку природный газ является главным сырьем для производства удобрений.

Тем не менее высокие цены на удобрения компенсируют дополнительные издержки, связанные с покупкой природного газа. Кроме того, повышение стоимости природного газа оказалось событием, заложенным в рыночные ожидания.

Производство всех типов минудобрений (тыс. т пит. веществ)

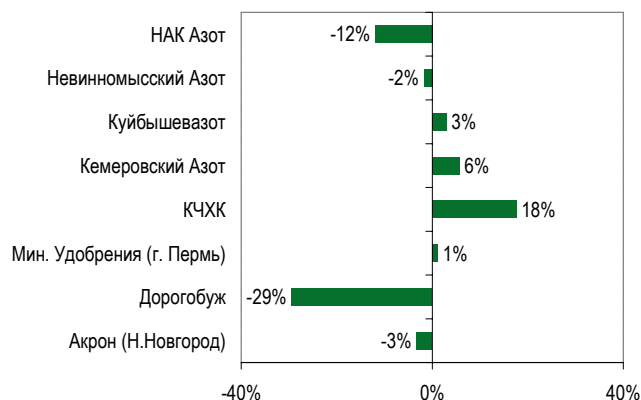


Источник: СПАРК, данные компаний

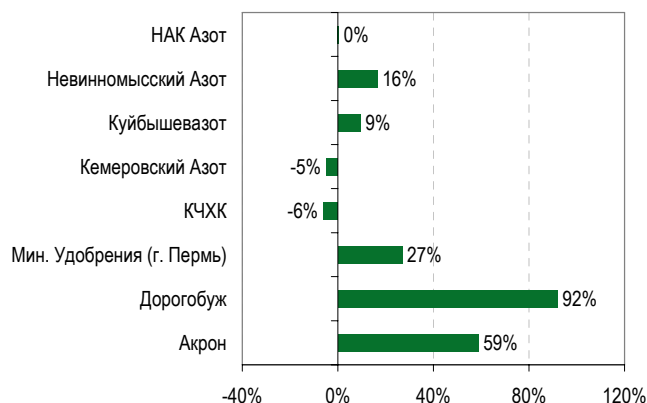
Цена природного газа в развитых странах в первом квартале 2008 года существенно увеличилась. Мы ожидаем дальнейшего роста цен на газ в развитых странах в ближайшие месяцы ввиду отложенного по времени влияния высоких цен на нефть в первом квартале. Подъем стоимости газа в

развитых странах способствует росту себестоимости производства азотных продуктов и повышению мировых цен на них. В то же время, несмотря на рост внутрироссийских цен на голубое топливо, цены на газ в России остаются на крайне низком уровне по меркам развитых стран. Таким образом, конкурентное преимущество российских предприятий сохраняется. Отметим также, что сроки ввода новых азотных мощностей на Ближнем Востоке отодвигаются, что также способствует подъему мировых цен на удобрения.

Прирост производства в январе-феврале 2008 г. по сравнению с январем-февралем 2007 г.



Динамика цен акций в первом квартале 2008 г.



Источник: СПАРК

Отметим наиболее важные, на наш взгляд, ожидаемые события в азотном секторе.

Дочерние компании Еврохима должны объявить о принудительном выкупе акций

Предположительно в октябре 2007 года была сделана оценка акций Невинномысского Азота и Новомосковского Азота для их добровольного выкупа, объявленного в конце октября прошлого года. Напомним, что цена акций Невинномысского Азота в рамках выкупа составила 44.02 руб. за одну штуку (\$1.87 по текущему курсу доллара), Новомосковского – 10 815 руб. за акцию (\$460.2). В ближайшие месяцы ожидается проведение теперь уже принудительного выкупа этих бумаг Еврохимом.

Отметим, однако, что приведенная выше оценка акций действительна в течение 6 месяцев, и этот срок истекает где-то в апреле. Это означает, что если Еврохим не успеет предъявить принудительную оферту к выкупу в ближайшие недели, ему придется заказывать новую оценку ценных бумаг. Однако с октября ситуация на рынке удобрений и на рынке акций их производителей изменилась, существенно выросла как рыночная стоимость большинства производителей удобрений, так и цены на выпускаемую ими продукцию. Кроме того, к апрелю уже будет подготовлена бухгалтерская отчетность компаний за 2007 год, которая, как ожидается, будет достаточно неплохой.

Данные обстоятельства позволяют рассчитывать на то, что оценка акций дочерних компаний Еврохима будет увеличена по сравнению с ценой принудительного выкупа. Мы полагаем, что цена выкупа будет поднята на 10-15%. Как следствие, мы рекомендуем рассматривать краткосрочные снижения цен акций данных предприятий как удачную возможность для их приобретения с целью получения прибыли при их продаже в рамках принудительного выкупа. Отметим, что средний курс покупки и продажи акций Новомосковского Азота в настоящее время равен \$433, что ниже установленной ранее цены добровольного выкупа и предоставляет неплохой шанс получения прибыли при удачной покупке.

**Корпоративные риски
подконтрольных Сибуру
предприятий могут быть
снижены**

Совсем недавно Газпром объявил некоторые детали своей стратегии в нефтехимической отрасли. Согласно плану, находящиеся в сфере влияния Сибура производители минеральных удобрений Азот (г. Кемерово) и Минеральные удобрения (г. Пермь) должны перейти под управление компании Межрегионгаз. Пока не решено, будет ли это означать юридическую смену собственника предприятий, но вероятность такого развития событий нельзя преуменьшать. Намерения продать свои активы в сфере минеральных удобрений подтвердили недавно руководители Сибура.

Если смена собственника произойдет, это может подтолкнуть вверх котировки акций переводимых под контроль Межрегионгаза предприятий. Переход производителей удобрений под контроль Межрегионгаза дает надежду, что давальческие схемы переработки сырья на данных предприятиях будут ликвидированы, что позволяет рассчитывать на рост финансовых показателей.

Несмотря на то что объявленные Газпромом планы потенциально позитивны для кемеровского Азота, следует отметить, что рынок пока еще слабо отреагировал на появившуюся в марте важную негативную новость, касающуюся кемеровского Азота. Предприятие собирается разместить облигации с последующей их конвертацией в акции, причем стоимость акций в рамках такого обмена составит всего 434 руб. (\$18), что намного ниже рыночных котировок в настоящее время. Планы Азота, связанные с эмиссией акций и облигаций, были освещены нами в отдельном обзоре «Кемеровский Азот» от 24.03.08.

Мы рекомендуем продавать акции кемеровского Азота с учетом предстоящего размывания долей акционеров. Справедливая цена акций компании установлена на уровне \$34.7 за одну акцию. Что касается Минеральных удобрений, мы рекомендуем продавать акции предприятия в рамках добровольной оферты, объявленной одним из акционеров компании, либо по рынку, если рыночные котировки к тому моменту превысят предложение по оферте. Цена оферты – \$250 за одну акцию, что предполагает существенную премию к справедливой стоимости акций Минеральных удобрений, составляющей, по нашей оценке, \$185, которая выведена с учетом как увеличения стоимости сырья, так и снижения финансовых показателей компании в связи с установлением процессинга.

**ИРО Акрона станет сильным
драйвером роста...**

Крупнейшим производителей азотных удобрений, привлекающим внимание рынка, является Акрон. Отметим наиболее важные факторы поддержки акций предприятия:

- В марте компания приобрела лицензию на разработку калийных месторождений. Данное приобретение в перспективе сделает Акрон интегрированным производителем всех трех основных компонентов минеральных удобрений: калия, фосфора и азота. В рамках сравнительного анализа Акрон начнут сопоставлять с крупнейшими мировыми производителями калия и фосфора, что позитивно скажется на рыночных котировках акций компании;
- В 2008 году ожидается публичное размещение акций Акрона. Данное событие привлечет внимание инвесторов, будет способствовать росту открытости предприятия и ликвидности его акций;
- Руководство Акрона предпринимает заметные усилия, направленные на подъем капитализации компании до \$5 млрд;
- В марте компания объявила оферту на выкуп акций Акрона по \$84, что на 9% выше текущих котировок. Оферта действует до 8 мая 2008 года и распространяется на акционеров, зарегистрированных в реестре акционеров по состоянию на 4 февраля 2008 года.

Финансовые показатели Акрона по итогам 2007 г.

	2007г.	2006 г.	Прирост
Выручка, \$ млн	1208	887	36.3%
EBITDA, \$ млн	359	224	60.3%
Чистая прибыль*, \$ млн	221	116	90.4%
Рентабельность по EBITDA	29.7%	25.2%	4.5%
Рентабельность по ч. прибыли	18.3%	13.1%	5.2%

*без учета переоценки финансовых активов

Источник: данные компании, расчеты БКС

...Но риски также достаточно велики

Из возможных рисков отметим следующие:

- В настоящее время Акрон получает фосфатное и калийное сырье по очень низким ценам сравнительно с ценами на данную продукцию за рубежом. Хотя позиция Акрона в переговорах с поставщиками в настоящее время находит поддержку государственных регулирующих и судебных органов, мы все же считаем текущее положение вещей неустойчивым и ожидаем значительного повышения цен на указанное сырье в ближайшие годы. В частности, Фосагро угрожает повысить цены на апатитовый концентрат для Дорогобужа, дочернего предприятия Акрона, с 2400 руб. до 6400 руб. за тонну, что, если станет реальностью, негативно скажется на сводной отчетности Акрона;
- Акрон также может пострадать от существенного увеличения внутрироссийских цен на серную кислоту, необходимую для производства фосфоросодержащих удобрений. В настоящее время цены на серу и серную кислоту в несколько раз уступают ценам мирового рынка;
- Мы предполагаем, что введенные недавно пошлины на экспорт удобрений уже через несколько лет продлены не будут. Тем не менее правительство может занять жесткую позицию по отношению к производителям удобрений;
- Акрон заплатит за калийную лицензию весомую сумму – 16.8 млрд руб., данная инвестиция, на наш взгляд, невыгодна с точки зрения окупаемости вложенных денежных средств.

Мы пересматриваем наши рекомендации по акциям Акрона.

Акции Кирово-Чепецкого химкомбината выкупят

В марте 2008 года Уралхим выставил оферту на приобретение обыкновенных акций КЧХК по предполагаемой цене 9.208 тыс. руб., что на 2% выше средней цены между спросом и предложением в системе РТС. Сейчас в собственности Уралхима находится 80.02% обыкновенных акций КЧХК, но, по данным квартального отчета КЧХК, в ноябре 2007 года в собственности Уралхима и еще двух иностранных компаний было 94.38% обыкновенных акций КЧХК. Мы предполагаем, что все эти акции контролируются г-м Мазепиным. С высокой вероятностью это означает, что по итогам оферты Уралхим сможет консолидировать пакет величиной более 95% обыкновенных акций КЧХК, за чем последует принудительный выкуп акций КЧХК. Мы рекомендуем акционерам КЧХК продавать свои акции в рамках оферты, ведь ждать принудительного выкупа (цена акций в рамках которого с высокой вероятностью повторит цену акций в рамках оферты) не имеет смысла.

Куйбышевазот демонстрирует высокие темпы роста и, возможно, в ближайшие год-два проведет IPO

Куйбышевазот – один из наших фаворитов в секторе минудобрений. Компания быстро наращивает производство продукции с высокой добавленной стоимостью – полиамида-6. В 2007 году выпуск данного материала был увеличен в 2.2 раза, до 72.2 т. В феврале 2007 года компания ввела в эксплуатацию новую очередь производства полиамида. Кроме того, Куйбышевазот заключил договор на возведение новой установки по выпуску полиамида мощностью 54 тыс. т.

Отчетность компании по итогам 2007 года оказалось достаточно сильной. Выручка увеличилась на 43.5% и достигла \$673 млн. Чистая прибыль выросла на 253%, до \$76 млн. В 2008 году Куйбышевазот также пока демонстрирует неплохую динамику продаж. Благодаря увеличению производства и хорошей рыночной конъюнктуре выручка компании в первые два месяца 2008 года выросла на 31.1% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года; выпуск капролактама увеличился на 22%, полиамида – на 67%.

Поддержку акциям компании могут оказать планы по проведению IPO; о данной возможности говорили руководители Куйбышевазота в прошлом году. Мы рекомендуем покупать акции Куйбышевазота. Справедливая цена акций составляет, по нашим расчетам, \$3.97, что предполагает потенциал роста больше 34%.

Производство шин

Выпуск шин растет, но акционерам от этого не легче

За последнее время стоимость акций основных производителей шинной индустрии возросла. На наш взгляд, данное явление объясняется надеждами, связываемыми некоторыми инвесторами с возможным объединением двух крупнейших игроков шинной отрасли, холдингов Amtel-Vredestein и Сибур-Русские шины. Возможно, некоторые участники рынка полагают, что подобное объединение, если произойдет, благоприятно отразится на предприятиях, входящих в Сибур-Русские шины, и холдинге Amtel, а также повлечет за собой переход на единую акцию всех компаний, объединенных названиями Сибур-Русские шины и Amtel.

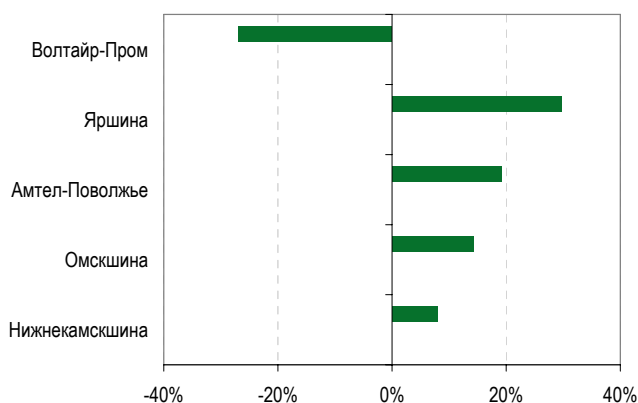
Мы считаем переход на единую акцию двух холдингов абсолютно нереалистичным как в свете заявлений самого Сибура, отрицающего подобную возможность, так и учитывая предыдущую политику Сибура, направленную на концентрацию финансовых потоков на головной компании и демонстрирующую нежелание делиться прибылью с миноритарными акционерами.

Отметим, что в контексте возможного объединения речь шла об увеличении уставного капитала компании Amtel в пользу Сибура. Таким образом, Amtel теоретически может стать дочерним обществом Сибура. Такое вхождение компании Amtel в Сибур, на наш взгляд, никоим образом не может прибавить стоимости другим производителям шин, входящим в Сибур.

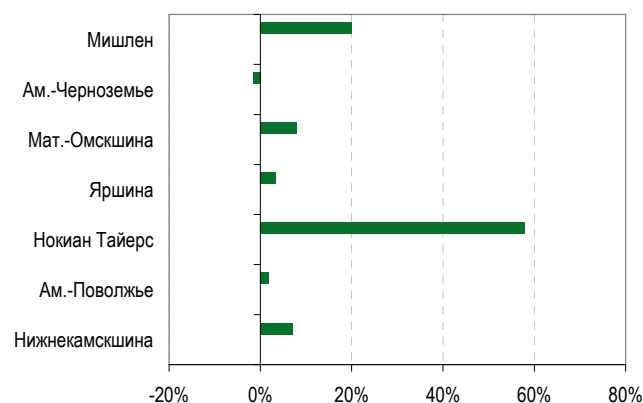
Впрочем, мы сомневаемся, что подобное объединение может реально осуществиться. На наш взгляд, в данной ситуации более вероятным является покупка Сибуром тех или иных активов группы Amtel либо сотрудничество в переработке сырья Сибура на заводах Amtel. Сибур вряд ли захочет брать на себя огромные долги Amtel, так что акционерам Amtel остается рассчитывать не на помощь Сибура, а лишь на согласие кредиторов Amtel на реструктуризацию долга российско-голландской компании.

В любом случае перспективы акций Amtel, по нашему мнению, достаточно мрачны. Наш взгляд на перспективы дочерних компаний Сибур, производящих шины, также не изменился. За последний квартал Сибур подтвердил свои ранее сформулированные планы в отношении дочерних компаний, изготавливающих шины. Инвестиции холдинга будут направляться только на новые юридические лица, на старых же предприятиях производство постепенно будет сворачиваться. Мы рекомендуем продавать акции всех входящих в холдинги Amtel и Сибур-Русские шины предприятий, а также бумаги самого холдинга Amtel.

Прирост производства грузовых шин в янв.-фев. 2008 г. по сравнению с янв.-фев. 2007 г.



Прирост производства легковых шин в янв.-фев. 2008 г. по сравнению с янв.-фев. 2007 г.



Источник: СПАРК

Нижнекамскшина — единственная торгуемая компания шинной отрасли, имеющая неплохие перспективы развития

На наш взгляд, единственным представителем шинной отрасли в России, имеющим неплохие перспективы развития, является Нижнекамскшина. Компания уже не выпускает устаревшие типы шин, но стабильно наращивает выпуск современных покрышек в рамках кооперации с Pirelli.

Недавно Татнефть, контролирующий акционер Нижнекамскшины, опубликовала данные о выручке от шинного бизнеса, составившей в 2007 году 24.6 млрд руб. В то же время выручка самой Нижнекамскшины, действующей по договору процессинга, оказалась равной в 2007 году всего 6.3 млрд руб. Опубликованные Татнефтью показатели продемонстрировали истинный масштаб бизнеса Нижнекамскшины, скрытый под давальческими схемами выпуска продукции.

Если бы Нижнекамскшина работала на основании договоров купли-продажи, а дилер являлся ее дочерней компанией, сводные показатели предприятия могли оказаться близкими к показателям шинного комплекса Татнефти. Вероятность такой реорганизации в будущем нельзя исключать. Если она произойдет, стоимость акций Нижнекамскшины может увеличиться в несколько раз. Мы положительно рассматриваем перспективы Нижнекамскшины и рекомендуем к покупке акции компании.

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Нефтехимия

Важнейшим фактором, оказавшим влияние на работу химической отрасли в России в первом квартале 2008 года, стал рост мировых цен на углеводороды, являющиеся сырьем для производства продуктов нефтехимии. Подъем стоимости нефти и природного газа привел к росту цен на продукцию российских нефтехимиков, что должно найти должное отражение в отчетности предприятий.

Акции Нижнекамскнефтехима, одного из наших фаворитов, показали в первом квартале 2008 года хороший прирост рыночной стоимости на фоне сокращения рисков дополнительной эмиссии акций, а также неплохих операционных и финансовых показателей по итогам 2007 года.

Качество корпоративного управления определяет стоимость российских компаний

Другим предприятием, продемонстрировавшим неплохой рост котировок, стала компания Салаватнефтеоргсинтез. Последние месяцы с компанией была связана неопределенность относительно ее будущих перспектив. В прессе высказывались мнения, что компания будет разделена по видам бизнеса, а часть предприятия отойдет Сибур. Тем не менее, по сведениям Ведомостей, совет директоров Газпрома, рассмотревший стратегию развития холдинга, принял решение перевести права собственности на Салаватнефтеоргсинтез на сам Газпром. Таким образом, указанные выше риски значительно снижены, что должно оказать поддержку акциям Салаватнефтеоргсинтеза. Отметим также, что компания получает сырье по ценам внутреннего рынка, а реализует значительную часть своей продукции за рубежом. Пошлины на экспорт нефтепродуктов ниже пошлин на экспорт сырой нефти, а цены на нефтепродукты за рубежом сейчас весьма высоки, что делает экспортные поставки Салаватнефтеоргсинтеза очень выгодным бизнесом, хотя компании и приходится делиться частью выручки с экспортным плечом Газпрома, компанией Газпромэкспорт.

Сохраняется неопределенность с будущей структурой собственности Казаньоргсинтеза. Недавно свой интерес к казанскому предприятию открыто признал крупнейший российский химический холдинг Сибур. В данных обстоятельствах ключевым вопросом для оценки Казаньоргсинтеза станет величина пакета акций, который получит Сибур, если такая сделка состоится.

Если Сибур получит контрольный пакет акций Казаньоргсинтеза, доля процессинга в структуре поставок сырья на Казаньоргсинтез существенно вырастет, что, вероятно, приведет к снижению его финансовых показателей. Если же Сибур приобретет пакет акций меньше контрольного, устойчивость снабжения Казаньоргсинтеза сырьем увеличится, что окажет позитивное влияние на рыночную стоимость акций компании. Отметим, что после состоявшегося недавно размещения облигаций химического холдинга на крупную сумму, 120 млрд руб., повысилась вероятность покупки Сибуром именно контрольного пакета акций Казаньоргсинтеза, что увеличивает риски, связанные с татарским предприятием.

Поддержку показателям Казаньоргсинтеза оказывают высокие цены на полиэтилен. В последние месяцы цены на полиэтилен росли, и в настоящее время его стоимость выше средних цен 2007 года на 14.1%. С другой стороны, компания обеспечена сырьем в недостаточной степени, что создает риски.

Мы рекомендуем покупать обыкновенные акции Нижнекамскнефтехима и Салаватнефтеоргсинтеза. Справедливые цены акций данных компаний составляют, по нашей оценке, \$1.2 и \$159 соответственно, что предполагает потенциал роста в 16% для акций Нижнекамскнефтехима и в 26% – для

акций Салаватнефтеоргсинтеза. В настоящее время мы пересматриваем нашу модель оценки акций Казаньоргсинтеза.

Мы сохраняем позитивный взгляд в долгосрочной перспективе на акции еще одного крупного представителя химической отрасли – компании Воронежсинтезкаучук. Справедливая цена акций, по нашим оценкам, составляет \$637 за акцию, что намного выше текущих котировок. Компания обладает высоким производственным потенциалом, совершенно не раскрытым в ее финансовой отчетности по причине давальческих схем переработки сырья, установленных материнской компанией – Сибуром. Если Воронежсинтезкаучук отойдет от давальческих схем работы и начнет реализацию своей продукции по рыночным ценам, стоимость акций компании увеличится в несколько раз. Потенциал компании может быть раскрыт также в случае продажи Сибуром шинного бизнеса, о непрофильности которого неоднократно говорили представители Сибура. Поскольку каучук является основным сырьем для производства шин, по всей вероятности, при продаже Сибуром шинного бизнеса Воронежсинтезкаучук также будет продан, что должно привести к позитивным изменениям.

Вместе с тем мы подчеркиваем, что отдача от вложений средств в акции Воронежсинтезкаучука произойдет, вероятно, только через несколько лет. Мы рекомендуем покупать акции Воронежсинтезкаучука, но только участникам рынка, имеющим длительный инвестиционный горизонт.

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

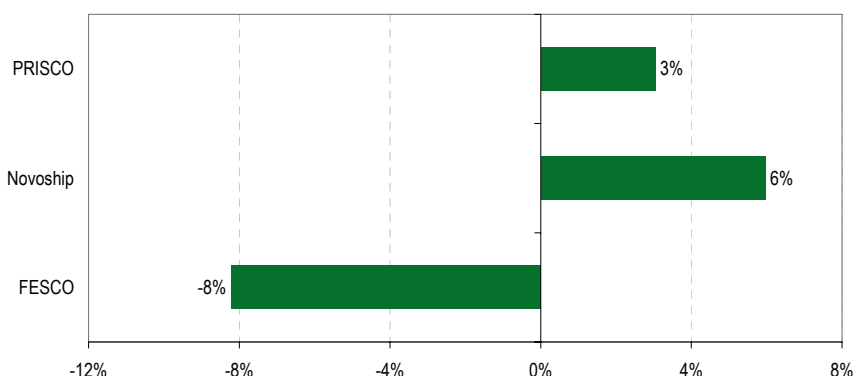
Транспорт

Новошип – наш фаворит в секторе морских перевозок

Основные события, происходившие в последние месяцы в российской отрасли морского транспорта, связаны с объединением компаний Новошип и Совкомфлот. Напомним, что в конце прошлого года государство передало контрольный пакет Новошипа в собственность Совкомфлота, после чего Совкомфлот объявил оферту на выкуп акций Новошипа по цене 81.82 руб. Дальнейшие действия Совкомфлота в отношении Новошипа после подведения итогов оферты еще неясны, и эта неопределенность пока довлеет над рынком акций Новошипа. Тем не менее мы не видим угроз миноритариям в связи с данной неопределенностью.

Сумма, выделенная Совкомфлотом на выкуп акций Новошипа, была явно недостаточна для доведения пакета Совкомфлота до 95%, что позволило бы Совкомфлоту провести принудительный выкуп бумаг у миноритариев Новошипа. Учитывая, что дочерние компании Новошипа владеют 24% акций Новошипа, чтобы стать владельцем 95% Новошипа Совкомфлоту придется решить нетривиальную задачу: перевести на свой баланс эти акции, при этом желательно не заплатив денежных средств. За переводом акций на счет Совкомфлота, вероятно, последует оферта на их выкуп у миноритариев.

Динамика цен акций морских перевозчиков в первом квартале



Источник: РТС

Стратегия Совкомфлота может включать в себя следующие действия:

- ликвидацию акций дочерних предприятий Новошипа с переводом их имущества на Новошип и сокращением уставного капитала Новошипа;
- выкуп акций за деньги либо в обмен на имущество Совкомфлота;
- перевод всех компаний на единую акцию;
- сохранение настоящего статус-кво, то есть отсутствие всяких действий.

Из указанных вариантов наиболее реальными нам представляются последние два. Тем не менее при любом развитии событий акционеры Новошипа не должны остаться внакладе.

Если будет осуществлен перевод Новошипа и Совкомфлот на единую акцию, стоимость акций Новошипа должна возрасти, ведь компания станет больше в размерах. Если же принадлежащие дочкам Новошипа акции будут куплены либо обменены на активы Совкомфлота, фактически это будет означать раскрытие стоимости этих казначейских акций, которые зачастую не учитываются в оценке компании. Мы также ожидаем, что последующая

оферта на выкуп акций у миноритариев будет сделана на выгодных для них условиях, чтобы у акционеров появился стимул к продаже своих акций. Таким образом, мы не видим рисков для Новошипа, вытекающих из структуры акционеров предприятия.

Новошип представляется нам наиболее интересным предприятием, принадлежащим к отрасли морского транспорта. Несмотря на то что часть активов пароходства числится на офшорах, опасность вывода данных офшоров из состава пароходства очень мала, поскольку контроль над компанией принадлежит государству. Компания демонстрирует высокую рентабельность и активно развивается, увеличивая дедвейт флота. Мы рекомендуем покупать акции Новошипа со справедливой ценой \$4.3 за акцию, предполагающей 38-процентный потенциал роста.

Группа PRISCO развивается быстро, но корпоративные риски велики

Приморское морское пароходство (другие названия – ПМП и PRISCO) – наиболее динамично развивающаяся российская компания в секторе морских перевозок. Согласно планам предприятия, общий дедвейт флота компании должен увеличиться с начала 2007 года по начало 2010 года в 2.4 раза, до 2.1 млн т.

Несмотря на отличную динамику развития, мы с опасением относимся к перспективам акций предприятия. Повышенные корпоративные риски, связанные с деятельностью Приморского морского пароходства, на наш взгляд, перевешивают выгоды от расширения флота в составе компании.

Структура собственности всех компаний, объединенных логотипом PRISCO на текущий момент, неизвестна. ПМП является достаточно закрытой структурой. Компания не раскрывает полностью свою отчетность по международным стандартам бухучета, а публикует из нее только баланс и отчет о прибылях и убытках. Дополнительные риски возникают в связи с тем, что все новые суда ПМП будут введены в состав офшорных компаний, в то время как флот, находящийся на балансе самого акционерного общества, в ближайшие годы будет сокращаться.

Что примечательно, отдельные показатели международной отчетности приведены только в годовом отчете ПМП на английском языке. В годовом отчете компании на русском языке раскрывается лишь отчетность по российским стандартам, а также операционные показатели деятельности только флота, числящегося на балансе головного предприятия группы, и нет даже упоминания об истинном масштабе деятельности группы.

Возникает стойкое ощущение, что годовой отчет на русском языке сделан для российских акционеров, а отчет на английском языке предназначен для западных кредиторов. Можно ли в таких обстоятельствах при оценке акционерного капитала компании целиком опираться только на данные отчетности на английском языке? У нас возникают сомнения в этом вопросе.

Отметим также, что для продажи судов, находящихся в составе офшорных «дочек» ПМП, а также для заключения договоров займа и гарантии от имени этих компаний не требуется формального согласия совета директоров или акционеров ПМП, что создает дополнительные риски.

Учитывая указанные риски, мы рекомендуем продавать акции ПМП.

FESCO – один из лидеров перспективных контейнерных перевозок

Транспортная группа FESCO – еще один привлекательный представитель сектора морских перевозок. Компания активно развивает все направления своей деятельности. В первом квартале 2007 года открыт контейнерный терминал в Ильичевском морском порту на Украине. Терминал входит в состав НКК, компании с 50-процентным участием FESCO. Владивостокский морской торговый порт, дочерняя компания FESCO, заключил контракт на

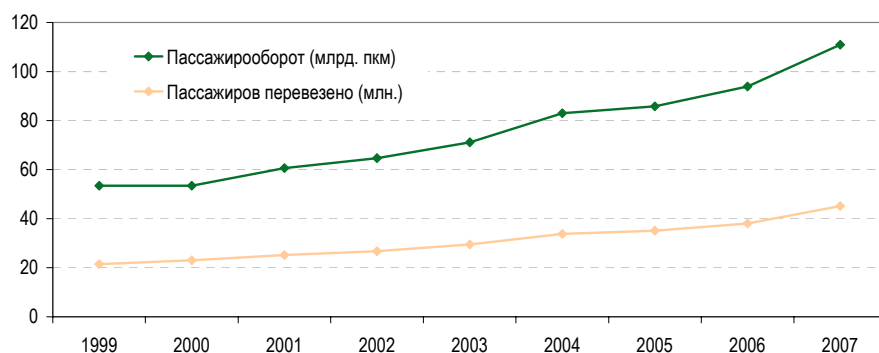
крупную партию портового оборудования, установка которого уже в 2008 году позволит существенно расширить портовые мощности. Компания активно развивает многообещающее направление контейнерных перевозок.

Следует, однако, отметить, что хорошие перспективы FESCO уже отражены в стоимости акций компании. В настоящее время у нас не имеется рекомендации по акциям FESCO.

Объемы воздушных перевозок растут...

Отрасль авиaperезовок развивается в России стремительными темпами. Россияне предпочитают все больше пользоваться услугами авиатранспорта. С 1999 по 2007 год пассажирооборот в стране увеличился на 108%, количество перевезенных пассажиров выросло на 110%.

Рост пассажирооборота и числа перевезенных пассажиров в России

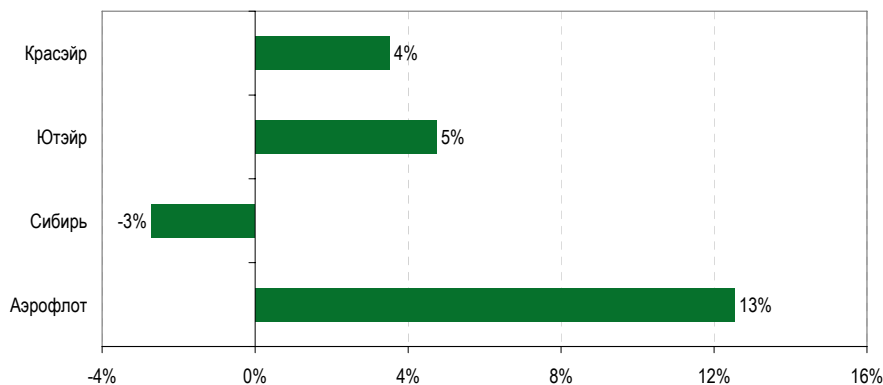


Источник: Минтранс, ТКП

...Но увеличиваются и затраты

В первые месяцы 2008 года позитивная динамика перевозок, выполненных ведущими российскими авиакомпаниями продолжилась. Тем не менее вследствие повышения стоимости авиационного керосина в четвертом квартале 2007 года, когда авиационное топливо подорожало на 25-30%, финансовые показатели некоторых компаний пострадали. В частности, компания Красэйр стала задерживать оплату за поставленное ей авиатопливо, а также лизинговые платежи за используемые воздушные суда. Аэрофлот заявил о возможном снижении чистой прибыли по итогам года до \$280 млн, в то время как за три квартала 2007 года этот показатель составил по МСФО \$357 млн. Впрочем, убыток Аэрофлота за четвертый квартал может оказаться и меньше, поскольку последний квартал принес Аэрофлоту хоть и небольшую, но все же чистую прибыль по РСБУ.

Динамика цен акций авиаперевозчиков в первом квартале



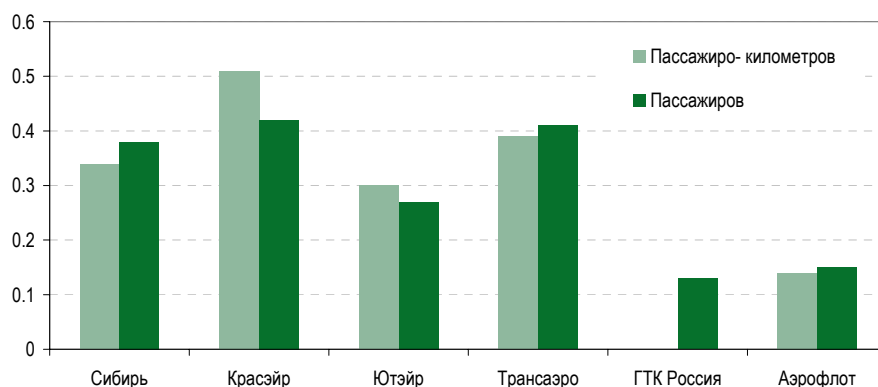
Источник: РТС

В 2008 году стоимость нефти на мировых рынках еще увеличилась, что находит свое отражение в высокой стоимости авиатоплива. Как следствие, деятельность российских авиаперевозчиков в первом полугодии 2008 года может оказаться малорентабельной, несмотря на подъем пассажиропотока.

Мы пессимистично смотрим на перспективы акций крупнейшего российского авиаперевозчика – компании Аэрофлот. Сравнительно высокая рентабельность компании в настоящее время, на наш взгляд, объясняется существованием роялти, ежегодных платежей иностранных компаний Аэрофлоту за перелеты над территорией России в размере \$300-400 млн. После отмены роялти, что ожидается не позже 2013 года, показатели компании, по всей вероятности, ухудшатся. Мы рекомендуем продавать акции Аэрофлота.

Мы пересматриваем целевые цены и рекомендации по акциям остальных представителей отрасли авиационных перевозок.

Увеличение пассажирооборота и числа перевезенных пассажиров



Источник: данные компаний

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

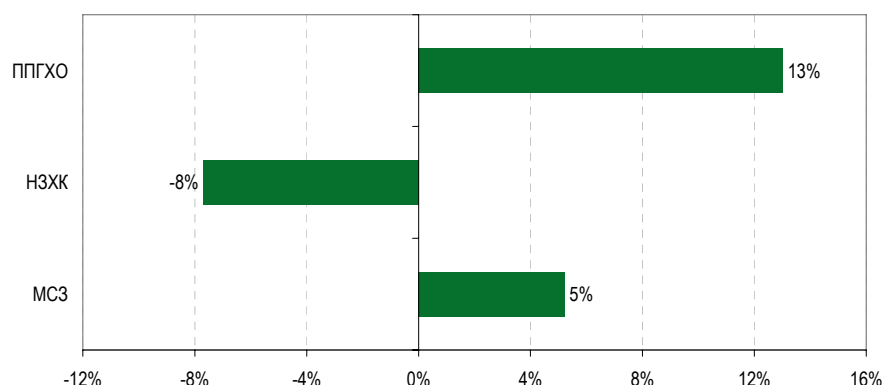
Ядерное топливо

Сотрудничество с зарубежными заказчиками может значительно улучшить показатели российских компаний ядерной отрасли

Благоприятные перспективы деятельности предприятий ядерного сектора мы связываем с расширением международной кооперации.

В последние месяцы руководители атомной отрасли демонстрируют повышенную активность в поиске возможных международных партнеров. В частности, в ходе визита в США руководители Росатома в феврале текущего года провели переговоры с государственными структурами и заинтересованными в сотрудничестве американскими компаниями. Речь шла о снятии торговых ограничений на экспорт российских ядерных материалов, а также услуг ядерного цикла. В случае если инициативы Росатома увенчаются успехом, напрямую в выигрыше окажутся производители урана (ППГХО) и обогащающие ядерное горючее компании (ряд неторгуемых на бирже предприятий). Также вероятно получение новых рынков сбыта для предприятий-изготовителей ядерного топлива, а именно Машиностроительного завода и Новосибирского завода химконцентратов. МСЗ уже производит топливо для атомных станций западной постройки, а НЗХК осуществляет капвложения для переоснащения производства под выпуск топлива для западных станций.

Динамика цен акций компаний ядерной отрасли в первом квартале



Источник: РТС

Отметим также, что две недели назад было объявлено о заключении договоренности о сотрудничестве между Атомэнергпромом и компанией Toshiba в сфере производства ядерного топлива. Группа Toshiba-Westinghouse является крупным игроком на мировом рынке ядерного горючего. Для российских производителей сотрудничество с группой Toshiba теоретически может означать возможность выпуска ядерных материалов для западных АЭС, что привело бы к существенному росту финансовых показателей российских предприятий, ведь, как показала практика, сотрудничество российских компаний с партнерами из-за рубежа весьма выгодно для отечественных предприятий.

Кроме того, постепенно приближаются сроки ввода в строй новых российских атомных блоков. Начиная с 2010 года ежегодно в России в строй будут вводиться один-два атомных блока, что потребует их полной загрузки ядерным топливом. С другой стороны, в марте этого года компания Энергоатом, контролирующая украинские АЭС, и Westinghouse заключили контракт на поставку в 2011-2015 годах свежего ядерного топлива для 3 из 13 энергоблоков атомных электростанций (АЭС) Украины. НЗХК в настоящее время практически является монополистом в области поставок ядерного горючего на Украину. Украинский рынок является главным рынком сбыта продукции для НЗХК, и сокращение потребления топлива украинскими

потребителями может отрицательно сказаться на показателях компании.

Крупнейшая российская компания, производящая уран, Приаргунское ПГХО, должна значительно улучшить в ближайшие годы свои финансовые показатели. Основная проблема, с которой сталкивается предприятие, – это невысокий уровень цен на добываемый им уран, существенно отстающий от спотовых котировок урана на мировых рынках. Тем не менее в 2007 году руководители Росатома пообещали, что в течение ближайших пяти лет стоимость продаваемого Приаргунским ПГХО урана выйдет на рыночный уровень, что предполагает подъем цен на продаваемый компанией уран в несколько раз. Столь значительный рост цен на продукцию компании приведет к кратному увеличению выручки и чистой прибыли предприятия.

Холдинг ТВЭЛ недавно опубликовал предварительные сведения о выручке и чистой прибыли Машиностроительного завода г. Электросталь (masz) и Новосибирского завода химконцентратов (nzhk) за 2007 год. Отчетность Машиностроительного завода оказалась достаточно неплохой. Данные по выручке превзошли наши ожидания на 14%, чистая прибыль оказалась в рамках ожиданий. Финансовые показатели новосибирского завода оказались очень хорошими. Выручка превзошла наши ожидания на 42%, чистая прибыль – на 210%. Очевидно, в отчетности новосибирского завода за 2007 год нашла отражение сделка по поставке топлива на Бушерскую АЭС, хотя в последнее время мы предполагали, что сделка будет проведена в отчетности компании только в первом квартале 2008 года. Мы ожидаем позитивной реакции рынка на успешную отчетность компании.

Финансовые показатели МСЗ и НЗХК по итогам 2007 года

	МСЗ			НЗХК		
	2007	2006	Прирост	2007	2006	Прирост
Выручка, \$ млн	342	297	15.2%	228	190	20.0%
Чистая прибыль, \$ млн	35	24	44.1%	38	20	95.3%
Рентабельность по EBITDA	17.1%	14.8%	2.2%	11.3%	9.5%	1.9%
Рентабельность по ч. прибыли	1.7%	1.2%	0.5%	1.9%	1.0%	0.9%

Источник: данные компании, расчеты БКС

По итогам 2007 года капитальные вложения МСЗ и НЗХК составили \$53 млн и \$41 млн соответственно. Мы предполагаем, что часть этих денег пошла на расширение возможностей производства топливных сборок для реакторов западной постройки, что должно способствовать росту международного сотрудничества.

Из негативных новостей отрасли отметим намерения ТВЭЛа провести дополнительную эмиссию акций на Чепецком механическом заводе. Практика подобных размещений показала, что обычно эмиссии акций на «дочках» ТВЭЛа проходят по заниженным ценам. Мы ожидаем, что и в этом случае акции будут размещаться по невысокой цене, что может вызвать отрицательную реакцию рынка. Мы, тем не менее, не думаем, что риск новых эмиссий может коснуться МСЗ, НЗХК и ППГХО. Последняя компания недавно вышла из ведения ТВЭЛа и стала частью новой структуры – Атомредметзолота. Что касается МСЗ и НЗХК, данные предприятия имеют достаточно ресурсов для развития за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений.

Мы сохраняем положительный взгляд на акции основных представителей отрасли Машиностроительного завода, Новосибирского завода химконцентратов и ППГХО и рекомендуем покупать бумаги данных предприятий. Тем не менее мы напоминаем о рисках государственного регулирования отрасли и рисках мажоритарного акционера, полностью контролирующего сбытовую политику. По нашему мнению, инвестиции в

акции данных производителей должны носить долгосрочный характер, так как реальная стоимость компаний может раскрыться только через несколько лет. Поэтому мы рекомендуем активные покупки в данном секторе только инвесторам, готовым к долгосрочному вложению средств.

Сводная таблица цен и рекомендаций по ядерному сектору

	Тикер	Рын. цена midmarket	Fair value, \$	Потенциал роста	Реком.
МСЗ	MASZ	362.5	784.4	116%	Покупать
НЗХК	nzhk	10.6	22.8	115%	Покупать
ППГХО	pgho	580.0	802.0	38%	Покупать

Источник: РТС, оценки БКС

Михаил Сайно
msayno@msk.bcs.ru

Фиксированная связь

Негатив извне. I квартал текущего года оказался весьма неудачным для котировок операторов фиксированной связи. Падение на российском фондовом рынке, спровоцированное неблагоприятной внешней конъюнктурой, привело к снижению стоимости акций МРК на 15-26% за квартал, что, на наш взгляд, сделало их весьма привлекательными для покупки. Мы считаем, что продажа бумаг компаний сектора объясняется не фундаментальными причинами, а в большей степени оттоком иностранного капитала с российского фондового рынка.

Доходы МРК в наименьшей степени зависят от конъюнктуры на финансовых рынках, а также не имеют прямой зависимости от цен на сырье. Мы ожидаем, что рост экономики РФ вкупе с увеличением благосостояния населения будет способствовать повышенному спросу на услуги связи со стороны юридических и физических лиц.

Российские операторы существенно недооценены по сравнению с аналогами GEM и GDM

	P/E		EV/EBITDA		EV/SALES	
	2007F	2008F	2007F	2008F	2007F	2008F
Среднее по РФ	12.5	10.0	4.8	4.2	1.6	1.5
Среднее по GEM	16.3	13.8	5.3	5.0	2.0	1.9
Дисконт/(премия)	-23%	-28%	-10%	-16%	-20%	-24%
Среднее по GDM	13.3	12.4	5.6	5.5	2.0	1.9
Дисконт/(премия)	-6%	-20%	-15%	-23%	-18%	-23%

Источник: данные компаний, РТС, Bloomberg, оценка БКС

Акции российских МРК торгуются с солидными дисконтами по показателям EV/EBITDA, EV/Sales и P/E по отношению к аналогам как развивающихся, так и развитых рынков. Несмотря на то что российские операторы не могут рассчитывать на премию (т. к. рентабельность по EBITDA МРК несколько ниже, чем средняя по аналогам с EM и DM), мы считаем, что столь серьезный дисконт свидетельствует о недооцененности сектора.

Приватизация Связьинвеста: еще одна попытка возродить надежду.

В I квартале 2008 года глава Мининформсвязи сообщил о том, что вопрос о дальнейшей судьбе Связьинвеста вновь будет поднят в мае текущего года, после того как будет сформирован новый состав правительства. При этом Леонид Рейман отметил, что никаких новых вариантов приватизации или реструктуризации холдинга пока не рассматривалось. Напомним, что Связьинвест не был включен в программу приватизации на 2008 год. В минувшем году глава МЭРТа сообщил о том, что продажа государственного пакета акций состоится не ранее 2009 года, тем самым определив новые сроки для инвесторов, которые находятся в ожидании приватизации крупнейшего телекоммуникационного холдинга уже более десяти лет.

В 2007 году МЭРТ, АФК «Система» и КИТ Финанс предлагали свои варианты развития ситуации со Связьинвестом. На наш взгляд, в любом из предложенных сценариев возможен как благоприятный, так и негативный исход для миноритарных акционеров МРК. На сегодняшний день ни один из сценариев не был одобрен, и мы ожидаем, что окончательное решение будет принято не ранее чем через год, поэтому в текущей ситуации целесообразнее будет сосредоточиться на финансовых результатах операторов.

Динамика финансовых показателей МРК по итогам 2007 г. (RAS)

	Изм. выручки, 2006-2007, %	Изм. EBITDA, 2006-2007, %	Изм. расх. на персонал, 2006-2007, %	Изм. ЧП, 2006- 2007, %	EBITDA Margin 2007, %	EBITDA Margin 2006, %
Уралсвязьинформ	15.7%	32.5%	n/a	69.3%	33.4%	29.2%
Волгателеком	16%	20.5%	-2.2%	21.9%	34.1%	32.9%
Сибирьтелеком	15.7%	41%	-1.1%	122.7%	31.7%	26%
Дальсвязь	8.9%	17.6%	-6.6%	14.9%	28.6%	26.5%
ЮТК	12.5%	17.2%	1.2%	60.8%	37.4%	35.9%

Источник: данные компаний

Отчетность по РСБУ: хороший год. В минувшем квартале пять из семи МРК обнародовали предварительные финансовые результаты за 2007 год по РСБУ. Тенденции, наметившиеся в первом полугодии (согласно отчетности по МСФО), нашли свое продолжение во втором полугодии 2007 года (согласно отчетности по РСБУ). Переход к новой тарифной системе и введение принципа СРР повлекли за собой увеличение доходов от услуг местной и внутризоновой связи, высокие темпы роста числа пользователей услуг доступа в интернет способствовали росту доли доходов от услуг по передаче данных в выручке МРК. Борьба с издержками и сокращение числа рабочих мест повлекли за собой снижение уровня расходов на персонал. Все вышеперечисленные факторы привели к увеличению рентабельности операторов.

Следует отдельно отметить, что в отчетности по РСБУ не учитывается деятельность дочерних компаний, на которые выведена часть операций, не регулируемых государством. Это особенно актуально для Уралсвязьинформа, Волгателекома, Сибирьтелекома и Дальсвязи, т. к. операторы работают также в сегменте сотовой связи.

Операторы отказались повышать стоимость безлимитного тарифа.

Пять из семи МРК, запланировавших повышение стоимости безлимитного тарифа с 1 апреля 2008 года, в I квартале одна за другой отказались от своих намерений. Несмотря на то что в целом доходы от предоставления услуг местной связи занимают большую часть выручки МРК, мы считаем, что данная новость окажет лишь кратковременное давление на стоимость акций операторов. Увеличение выручки за счет заявленных повышений безлимитных тарифов было бы незначительным.

Тем не менее мы не исключаем того, что МРК могут пойти на повышение стоимости безлимитных тарифов во второй половине текущего года. После того как ФСТ пересмотрела предельные уровни тарифов для МРК, возможности операторов по увеличению стоимости безлимитного тарифа существенно ограничились. Согласно нашим оценкам, из всех МРК самыми большими потенциалами для повышения тарифа обладают ниши фавориты – Волгателеком и Дальсвязь.

Ставка на «новые услуги» и снижение издержек. В 2008 году мы не ожидаем высоких темпов роста доходов от услуг, регулируемых государством, однако мы прогнозируем постепенное увеличение показателей рентабельности операторов за счет роста поступлений от высокодоходных «новых услуг», а также дальнейшего снижения темпов роста расходов.

На что обратить внимание?

Публикация финансовых отчетностей. Во втором квартале мы рекомендуем следить за публикацией финансовых результатов МРК по РСБУ и МСФО по итогам 2007 года. Минувший год оказался весьма удачным с точки зрения роста доходов как от регулируемых услуг, так и от быстрорастущего сегмента «новых услуг». Публикация хороших отчетностей может привести заряд позитива в движение котировок компаний сектора.

Дивиденды. Традиционно на II квартал приходится период закрытия реестров для участия в годовых собраниях акционеров МРК. Мы рекомендуем обратить внимание на привилегированные акции СЗТ и ЮТК, которые выглядят привлекательными с позиции ожидаемой дивидендной доходности.

Дивиденды

	% ЧП на дивиденды по ОА в 2006	% ЧП на дивиденды по ПА в 2006	DPS'2007 (на ОА), руб. на акцию	DPS'2007 (на ПА), руб. на акцию	Div. yield 2007 ОА	Div. yield 2007 ОП	Дисконт ПА к ОА
Уралсвязьинформ	25%	10%	0.0278	0.0450	2.2%	5.7%	-38%
Центртелеком	15%	10%	0.2734	0.5323	1.5%	4.0%	-26%
Сибирьтелеком	16%	10%	0.0379	0.0702	1.7%	4.5%	-31%
Дальсвязь	10%	10%	0.919	2.7563	0.8%	2.8%	-17%
Волгателеком	16%	10%	1.9234	3.6488	1.6%	4.7%	-33%
ЮТК	13%	10%	0.0853	0.1960	2.1%	6.8%	-28%
СЗТ	13%	9%	1.6788	4.0347	5.6%	15.8%	-15%

Источник: данные компаний, РТС, оценка БКС

Денис Мухин
dmukhin@msk.bcs.ru

Банки

Акции банковского сектора оказались под ударом. I квартал текущего года стал крайне неудачным для акций российских банков, которые потеряли в цене 4-28%. Существенное снижение продемонстрировали бумаги наших фаворитов на 2008 год – Сбербанк, ВТБ и Возрождения.

На наш взгляд, падение котировок банковского сектора РФ объясняется не фундаментальными причинами, а в большей степени сокращением позиций иностранных инвесторов в бумагах финансового сектора как на развитых, так и на развивающихся рынках. наших фаворитов из числа российских банков объединяет относительно высокая концентрация иностранных инвесторов в акционерном капитале (в 2007 году доля нерезидентов в УК Сбербанк и Возрождения была близка к 30%).

Лидером снижения среди акций банков на российском фондовом рынке стали бумаги ВТБ, которые потеряли порядка 28% за квартал. Огромные убытки европейских банков, спровоцированные списаниями инструментов, обеспеченных высокорискованными ипотечными кредитами, повлекли за собой бегство инвесторов из акций финансового сектора на европейских площадках. Это негативно сказалось и на бумагах ВТБ (единственного представителя российского банковского сектора, чьи расписки активно обращаются на LSE).

Следует отметить, что наши фавориты из числа российских банков пострадали слабее своих зарубежных аналогов. Если осенью прошлого года бумаги Сбербанк, ВТБ и Возрождения торговались с дисконтом по мультипликаторам P/E и P/BV к акциям банков развивающихся рынков, то на текущий момент, наоборот, имеет место небольшая премия.

Негативное влияние кризиса на финансовые показатели сектора оказалось слабее, чем мы ожидали. Мы скорректировали свои прогнозы по агрегированным финансовым показателям российских банков с учетом обнародованной в I квартале статистики ЦБ по сектору за 2007 год. Опубликованные данные оказались лучше наших ожиданий. Несмотря на кризисные явления на внешних рынках и удорожание ресурсов для многих российских банков, IV квартал минувшего года стал в целом удачным для сектора.

Среди основных тенденций следует выделить:

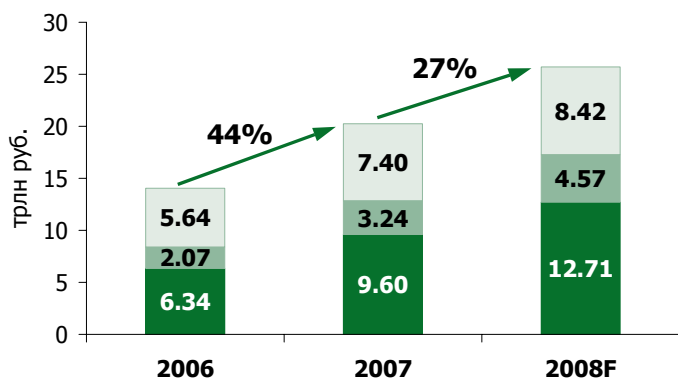
- Сохранение темпов роста портфеля кредитов юридическим лицам. На наш взгляд, неблагоприятная конъюнктура на зарубежных рынках капитала спровоцировала повышенный спрос компаний на кредиты внутри страны. Отсутствие проблем с фондированием позволило нашим фаворитам (Сбербанку и ВТБ) воспользоваться ситуацией и увеличить объемы кредитования;
- Высокие темпы роста кредитования физических лиц. Несмотря на то что многие игроки продолжили переход к новой модели ведения бизнеса в сегменте кредитования физических лиц, улучшив качество риск-менеджмента, темпы роста розничных портфелей российских банков сохранились на высоком уровне. Изменение подхода к оценке рисков, а также активная работа с коллекторами привели к резкому снижению темпов роста совокупного объема просроченной задолженности у российских банков в IV квартале;
- Несмотря на тенденции к снижению процентной маржи вследствие усиления конкуренции и повышения стоимости привлечения

средств, темпы роста прибыли российских банков в IV квартале оказались значительно выше прогнозируемых нами уровней.

Заметное позитивное влияние на агрегированные показатели российских банков в IV квартале оказывали наши фавориты – Сбербанк и банки группы ВТБ, которые в совокупности занимают порядка 35% активов и около 42% кредитного портфеля банковского сектора РФ.

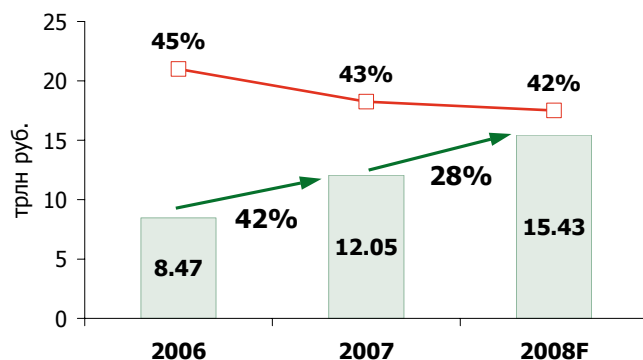
Совокупные активы банковского сектора

■ Кредиты юр. лицам ■ Кредиты физ. лицам ■ Другие активы



Совокупный объем средств клиентов

■ Средства клиентов (всего) □ Доля вкладов физ. лиц



Источник: ЦБ, оценки БКС

Темпы роста остаются высокими. Несмотря на то что в 2008 году мы ожидаем замедления темпов роста агрегированных балансовых показателей российских банков, они все равно останутся на весьма высоком уровне.

Согласно нашим прогнозам, по итогам 2008 года по показателям «совокупные активы/ВВП» = 69% и «общий объем ссудной задолженности/ВВП» = 47% российский банковский сектор будет по-прежнему отставать от большинства развивающихся стран Европы, где аналогичные коэффициенты составляют соответственно 60-150% и 40-100%. Это свидетельствует об относительно низком проникновении банков в экономику страны и предполагает значительный потенциал роста сектора в дальнейшем.

Все внимание – на внешний фон. В последнее время динамика акций российских банков очень сильно зависела от внешнего фона. Мы рекомендуем инвесторам следить за публикацией макроэкономической статистики в США, а также за отчетностями американских и европейских банков. Согласно нашим прогнозам, заметное улучшение рыночной конъюнктуры в финансовом секторе должно наступить уже во втором полугодии текущего года.

Публикация финансовых отчетностей. Во втором квартале мы рекомендуем обратить внимание на финансовые результаты Сбербанка и ВТБ по МСФО за 2007 год. Мы считаем, что IV квартал 2007 оказался весьма удачным для наших фаворитов, которые не испытывали острой потребности в ресурсах и направили усилия на удержание (Сбербанк) / завоевание (ВТБ) долей на рынке кредитования.

Интерес со стороны иностранных стратегических инвесторов не ослабевает. Помимо обнадеживающей статистики по сектору и позитивных финансовых результатов наших фаворитов еще одним доводом в пользу привлекательности российских банков служит высокий интерес со стороны стратегических иностранных инвесторов:

- Французский банк Societe Generale, который серьезно пострадал не только от списаний активов, но и от крупного мошенничества, нашел ресурсы, для того чтобы довести свою долю в Росбанке до контрольной;
- Известный британский банк Barclays купил 100-процентную долю в Экспобанке, который входит в сотню крупнейших российских кредитных организаций. Российский банк был приобретен более чем за 4xBV, что, на наш взгляд, даже с учетом премии за полный контроль является весьма высоким показателем на фоне сложившейся конъюнктуры.

Мы не ждем ослабления активности в сфере M&A. На наш взгляд, ухудшение общей ситуации с фондированием усилит процессы консолидации в секторе. Мы также полагаем, что эпицентр этой активности продолжит смещаться в регионы.

Мы считаем, что с фундаментальной точки зрения акции российских банков являются весьма привлекательными для инвестиций. Список наших фаворитов на II квартал остается неизменным – мы по-прежнему рекомендуем покупать акции следующих банков:

Сбербанк. Банк хорошо защищен от кредитных и валютных рисков, а также в наименьшей степени подвержен рискам, связанным с удорожанием ресурсов на зарубежных рынках капитала. Увеличение стоимости внешних заимствований привело к тому, что многие российские банки замедлили темы роста выдачи «длинных» и объемных кредитов, что сыграло на руку Сбербанку и поспособствовало замедлению темпов потери доли на рынке кредитования;

ВТБ. I квартал оказался неудачным для акций ВТБ, которые потеряли в цене порядка 28%. Следует отметить, что ВТБ является единственным представителем российского банковского сектора, чьи акции активно обращаются на LSE. Кризис, повлекший за собой падение стоимости бумаг финансового сектора Европы, оказал негативное влияние на рыночную цену акций группы. Тем не менее мы сохраняем свои позитивные прогнозы по финансовым показателям ВТБ, ожидая, что в 2008 году их темпы роста также будут опережать среднерыночные.

Возрождение. Один из самых динамичных банков среди торгующихся на бирже. Хорошая база, опережающие среднерыночные темпы развития бизнеса банка, а также выбранная стратегия, которая полностью соответствует тенденциям в банковском секторе, способствуют тому, что бумаги Возрождения по-прежнему выглядят привлекательными для инвестиций. В I квартале банк обнародовал блестящую отчетность по МСФО по итогам 2007 года. Финансовые показатели банка значительно превысили прогнозируемые нами уровни. В ближайшее время мы планируем пересмотреть нашу оценку справедливой стоимости акций банка в сторону повышения.

Банковский сектор: статистика и прогнозы

	2006	2007	2008F	Изм., % 2005-2006	Изм., % 2006-2007	Изм., % 2007-2008
Активы	14 046	20 241	25 699	44%	44%	27%
% к ВВП	52%	63%	69%			
Кредиты (кроме ссуд банкам)	8 405	12 842	17 281	47%	53%	35%
% к ВВП	31%	40%	47%			
% к активам	60%	63%	67%			
Кредиты физлицам	2 065	3 242	4 570	75%	57%	41%
% к ВВП	8%	10%	12%			
% к активам	15%	16%	18%			
% доля в кредитном портфеле	25%	25%	26%			
Средства клиентов (всего)	8 467	12 053	15 432	46%	42%	28%
% к пассивам	60%	60%	60%			
Вклады физлиц	3 794	5 137	6 839	38%	35%	33%
% к ВВП	14%	25%	27%			
%, доля в общих средствах клиентов	45%	43%	42%			
Собственный капитал	1 693	2 672	3 443	36%	58%	29%
% к ВВП	6%	8%	9%			
% к активам	12%	13%	13%			
Прибыль	372	508	610	42%	37%	20%
ROE	25%	23%	22%			
ROA	3.1%	3.0%	3.0%			

Источник: ЦБ, оценки БКС

Денис Мухин
dmukhin@msk.bcs.ru

Потребительский сектор

Первый квартал 2008 года для акций потребительского сектора закончился не очень успешно. Котировки всего лишь 7 компаний из 24 эмитентов, входящих в наш coverage list, завершили его в положительной зоне. Средний показатель изменения котировок по 24 компаниям потребительского сектора и девелопмента, которые мы покрываем, составил -6.1% за квартал, что, тем не менее, выглядит лучше рынка: индекс РТС снизился на 8.9% за последние три месяца. Наиболее удачными инвестициями стали акции Разгуляя (+59%) и М.Видео (+21%). Большинство компаний озвучили сильные предварительные результаты за 2007 год, ряд компаний уже опубликовали отчетность за прошлый год. В свете роста ставок на долговом рынке несколько эмитентов решили привлечь средства путем продажи акций.

Розничная торговля

Среди ритейлеров наибольшие темпы роста продаж в прошлом году продемонстрировала группа X5 (FIVE LI), выручка которой увеличилась на 53% по отношению к 2006 году. Компания также опубликовала отчетность за прошлый год, согласно которой ее рентабельность по EBITDA поднялась до 9% с 8.5% за предыдущий год, приблизив X5 по эффективности к Седьмому континенту (9.5% по итогам 9 месяцев 2007 года). Тем не менее по уровню чистой маржи компания осталась на уровне 2006 года. В этом плане сильными можно назвать финансовые результаты Магнита. Рост продаж сети составил 47%, однако EBITDA увеличилась более чем на 77%. Таким образом, Магнит подтвердил наши ожидания относительно постепенного повышения эффективности сети. По чистой рентабельности Магнит сравнялся с X5. Также существенного роста рентабельности в прошлом году добилась сеть Дикси (+68% EBITDA). Несмотря на замедление расширения сети в прошлом году, продажи компании выросли на 42% по отношению к 2006 году.

В среднем рост продаж в секторе в 2007 году – выше 40%

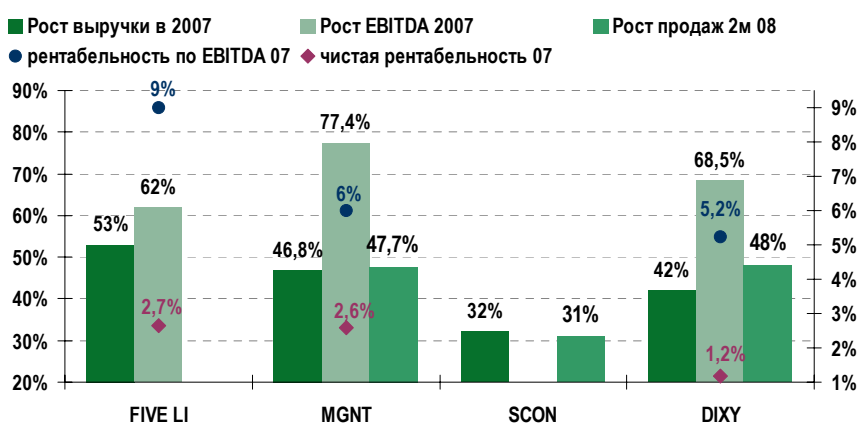
По рентабельности X5 подтягивается к Седьмому континенту, Магнит – к X5

X5: наиболее высокие темпы роста продаж

Магнит: резкий рост EBITDA

В 2008 году Магнит сохраняет высокие темпы роста, Дикси ускорила

Сопоставление итогов года для крупнейших ритейлеров



2007	FIVE LI	MGNT	SCOT	DIXY
Число магазинов	868+688	2197	127	388
Торговая площадь, тыс. кв. м	609	652	147	151
Рост сопоставимых продаж (LFL)	20%	21.1%	17.8%	28.6%
Продажи в 2007 году, \$ млрд	5.3	3.7	1.4	1.43
Планы по CAPEX на 2008, \$ млрд	1.2-1.4	0.7	0.24-0.26	0.18
Планы по открытию магазинов	400-500*	300-350	20-25	100

Источник: данные компаний, * расчет БКС

Важные события I квартала:

завершена сделка между Дикси и Меркурием;

В первом квартале произошло несколько событий, которые определяют дальнейшее развитие двух крупных ритейлеров. Была завершена сделка по приобретению группой Меркурий 100% бенефициарного владения компании Dixy Holding Ltd., обладающей 50.96-процентным пакетом акций Дикси Групп. Президент Меркурия Игорь Кесаев сообщил, что группа намеревается использовать свои возможности, чтобы создать на базе Дикси одного из крупнейших игроков российской продуктовой розницы. Позднее были объявлены планы компании на 2008 год – она собирается открыть порядка 100 магазинов, инвестировав в сеть около \$180 млн, что не намного больше, чем в 2007 году (тогда было открыто 73 объекта).

фонд TPG отказался от покупки Седьмого континента

Вопреки ожиданиям, которые поддерживали котировки Седьмого континента в прошлом году, американский фонд TPG в январе объявил о том, что не станет приобретать контроль в компании. Ожидалось, что с приходом нового акционера темпы расширения торговой сети ускорятся благодаря крупным инвестициям (в течение 9 лет TPG собирался вложить около \$5-7 млрд). В подготовке к сделке Седьмой континент замедлил расширение сети: в прошлом году было открыто всего 4 магазина.

после этого СК принял стратегию умеренного расширения на ближайшие 4 года

Новые планы Седьмого континента на 2008 год можно назвать умеренными. Компания собирается расширить сегмент гипермаркетов. По консервативным прогнозам, в нынешнем году СК должен открыть 3-4 гипермаркета, а также от 17 до 20 супермаркетов, из которых 3 объекта будут работать под брэндом «5 звезд» (премиальный сегмент). В следующем году планируется открытие 5-7 гипермаркетов, и в 2010-2011 годах – от 10 до 12. При этом компания собирается поддерживать темпы открытия супермаркетов на уровне примерно 20 магазинов в год. Объем инвестиций на 2008 год Седьмой континент планирует в размере порядка \$240-260 млн, на ближайшие 4 года – \$1.6-1.7 млрд. В основном СК будет использовать собственные средства, что позволяет высокий уровень его рентабельности и долговое финансирование.

«Семерка» активно будет расширять формат гипермаркетов

Инвестиции до 2012 года – порядка \$1.6-1.7 млрд

Чего ожидать во II квартале:

SPO Магнита – компания разместит на LSE около 20% своих акций и привлечет порядка \$800 млн;

В конце первого квартала Магнит объявил о намерении разместить на LSE 11.3 млн акций, что соответствует 13.6% от увеличенного уставного капитала. При этом ее акционер, Laverno Ltd., планирует также разместить порядка 5 млн своих акций. В сумме инвесторам будет предложено 19.6% от увеличенного уставного капитала Магнита, за которые компания сможет выручить порядка \$800 млн. После SPO free-float увеличится до 36% с текущих 19%. По некоторым источникам, road-show начнется 2 апреля, 11 апреля может быть установлена цена размещения. Дата закрытия реестра акционеров для получения преимущественного права – 12 февраля. Организаторами SPO будут выступать Deutsche Bank AG и Morgan Stanley.

решения X5 о приобретении сети гипермаркетов Карусель

До конца первого полугодия мы ожидаем принятия решения X5 по вопросу исполнения опциона на покупку 100% акций Formata Holding B.V., владеющей сетью гипермаркетов Карусель. Сейчас проводится предварительная оценка бизнеса компании (due diligence). По нашим расчетам, сумма сделки должна составить порядка \$1.1 млрд. По заявлению X5, 75% цены должно быть оплачено денежными средствами, остальное – за счет вновь выпущенных акций X5. Как бы то ни было, в конце января компания привлекла синдицированный кредит именно на \$1.1 млрд.

Приобретение сети положительно скажется на оценке компании

В прошлом году X5 заявила о выходе в новый формат гипермаркетов, и покупка Карусели может заметно ускорить развитие ритейлера в этом направлении. Кроме того, включение новых гипермаркетов в модель оценки X5 приведет к существенному повышению прогнозов денежных потоков компании в долгосрочной перспективе. По нашим оценкам, выручка Карусели в 2007 году составит порядка \$800 млн (15% продаж X5), EBITDA – около \$70 млн.

Резюме

Наши фавориты среди торговых сетей, чьи акции торгуются на фондовом рынке, остаются прежними. На наш взгляд, наибольшим потенциалом роста обладают акции следующих компаний.

- **Магнит.** В прошлом году сеть запустила несколько первых гипермаркетов, активный выход в этот формат придется на 2008-2009 годы. В частности, в этом году Магнит может открыть до 20 новых объектов. При этом не ожидается замедления темпов роста в традиционном формате (прогноз компании – 200-400 магазинов). Также мы считаем, что еще не исчерпаны возможности для дальнейшего улучшения рентабельности компании. Кроме того, СПО Магнита в Лондоне позволит не только получить дополнительное финансирование для его будущих проектов, но и улучшить ликвидность акций, повысить к ним интерес западных инвесторов.
- **Дикси.** Завершение сделки с Меркурием и объявление сильных результатов за 2007 год никак не отразились на котировках компании. В прошлом году Дикси удалось значительно повысить показатели рентабельности (по EBITDA с 4.5% до 5.2%), и снизить долговую нагрузку (чистый долг/EBITDA = 2.4x). При этом с начала года сеть ускорила темпы роста продаж (+48% за первые 2). Мы считаем что акции компании торгуются с существенным дисконтом порядка 30%.

Акции розничной сети **М.Видео** в ушедшем квартале продемонстрировали хороший рост. Тем не менее бумаги по-прежнему выглядят недооцененными как по сравнительным коэффициентам относительно иностранных аналогов, так и по отношению к нашей предварительной оценке в \$10-11 за акцию (текущие котировки – \$7.5).

С учетом свежей отчетности **X5** за 2007 год текущая рыночная оценка акций компании выглядит адекватной. Тем не менее сделка по покупке Карусели может стать катализатором для роста котировок ритейлера.

Акции **Седьмого континента** заметно подешевели в первом квартале, высокие показатели рентабельности компании оказались практически не оценены рынком (значение P/E 19.4x), однако сдержанные планы по росту сети в этом году оставляют мало пространства для существенного повышения котировок компании.

Среднее значение по розничным сетям EM и DM

	FIVE LI	MGNT	SCON	DIXY	MVID	по продуктовым	по непродуктовым
P/S trailing	1.2	0.9	1.2	0.6	0.7	1.1	1.2
P/EBITDA trailing	13.0	15.6	15.3	11.2	16.6	15.2	18.4
P/E trailing	44.0	35.1	19.4	50.3	40.7	37.9	41.2
Дисконт/(премия)	0%	9%	29%	33%	26%		

Источник: данные компаний, PTC, Bloomberg, оценка БКС

Производители продуктов питания

Высокая активность в сфере M&A

Первый квартал в потребительском секторе характеризовался высокой активностью в сфере M&A. Также несколько компаний опубликовали сильные данные за 2007 год, однако они не нашли отражения в движении их котировок. Акции всех эмитентов, за исключением двух компаний агропромышленного сегмента, Разгуляя и Черкизова, завершили квартал в отрицательной зоне. Сильные результаты двух производителей сырьевых продуктов (мяса, зерна и сахара) были обеспечены благоприятной конъюнктурой на их рынках (главным образом ростом цен). Интерес к этому сегменту на фондовом рынке по-прежнему остается высоким.

Рост продемонстрировали лишь компании агропромышленного сегмента

Крупнейшая сделка – PepsiCo покупает соковый бизнес Лебедянского

Главным событием в секторе стало, конечно, объявление о сделке между крупнейшим российским производителем соков Лебедянским и PepsiCo. PepsiCo будет продано 75.5% акций Лебедянского, который перед этим будет разделен на две компании: Лебедянский (соковый бизнес) и Новая компания (НК; в нее войдут сегменты «детское питание» и «минеральная вода»). Инвесторы, которые вошли в реестр акционеров на 28 марта, получат возможность после собрания акционеров (16 июня) либо получить акции этих двух компаний, либо предложить свои акции к выкупу по цене около \$85 за бумагу. С этим связано резкое падение стоимости акций после 28 числа – теперь стоимость акций Лебедянского включает только соковый бизнес. После разделения и продажи Лебедянского PepsiCo западная компания предложит миноритариям выкуп акций Лебедянского по цене \$88 за штуку. Завершение всего процесса вместе с продажей 75% Лебедянского ожидается в III квартале этого года.

Мы рекомендуем голосовать за разделение Лебедянского: акционеры получают акции двух компаний, суммарная стоимость которых может составлять \$104 на одну бумагу

Акционерам Лебедянского, вошедшим в реестр акционеров на 28 марта, мы рекомендуем голосовать за разделение и получить акции Лебедянского, которые можно будет затем либо предложить PepsiCo к выкупу по \$88 за бумагу, либо сохранить в портфеле. С вхождением Лебедянского в состав PepsiCo возможное объединение дистрибуционных систем, дополнительные инвестиции в соковый бизнес, расширение портфеля брэндов и опыт Pepsi в сфере маркетинга и продвижения продукции в совокупности могут дать ощутимый синергетический эффект. В связи с этим акции могут быть оценены с более высокими мультипликаторами по сравнению со среднерыночными уровнями. Кроме того, PepsiCo рассчитывает довести свою долю в компании до 100%. Предлагаемая цена для выкупа (\$88) может удовлетворить не всех инвесторов, и новый владелец не сможет собрать 95% для принудительного выкупа. Не исключено, что PepsiCo может повысить цену предложения.

Скорее всего, основные акционеры Новой компании предложат миноритариям оферту на выкуп их акций

Что касается акций Новой компании, то они могут не удовлетворять портфельной стратегии и ограничениям многих инвесторов. Однако возможно, что бывшие акционеры Лебедянского предложат миноритариям программу по выкупу акций, и если это произойдет, то, скорее всего, акции будут выкуплены по цене последней оценки независимым оценщиком, т. е. по \$16 за бумагу.

На текущий момент мы рекомендуем покупать акции Лебедянского только тем инвесторам, которых устроит доходность в 6% за 5-6 месяцев (если предъявить их PepsiCo по \$88), или же в долгосрочный портфель, однако необходимо знать о риске того, что PepsiCo может все же собрать 95% акций компании и провести принудительный выкуп.

Наши фавориты в секторе:

- **Синергия.** В конце марта Синергия заключила соглашение по покупке водочного брэнда «Мягков», совокупные продажи которого в 2007 году составили \$70 млн. Сделка должна быть завершена в начале апреля. Покупка приведет к увеличению продаж Синергии в 2008 году на 12-13%. Также можно ожидать улучшения показателей рентабельности

компании как за счет интеграции дистрибуционных систем, так и увеличения доли субпремиального сегмента. Однако рынок в стоимости акций сообщение о сделке пока не нашла отражения. Мы видим высокий потенциал роста котировок в этом году: наш прогноз по P/S на конец 2008 года – менее 1x при текущих 1.8x.

- **Группа Черкизово.** Несмотря на повышение котировок Группы в I квартале, мы по-прежнему считаем ее акции привлекательными для инвестиций. Компания опубликовала сильную отчетность за 2007 год. Но в нынешнем году ожидается более существенное увеличение как объема продаж, так и рентабельности Черкизова за счет повышения доли высокомаржинального сегмента (производства свинины). Благодаря запуску двух новых модулей на Липецком предприятии (первый уже начал работать в январе) к концу 2009 года мы ожидаем роста продаж в данном сегменте на 75-85%. В этом году Черкизово также проведет допэмиссию объемом 5 млн акций (11.2% от увеличенного уставного капитала), что, на наш взгляд, не вызовет размывания акций и при этом позволит привлечь около \$116 млн для дальнейшего расширения компании.

После продажи молочного сегмента в конце прошлого года капитализация **Нутритека** опустилась на 18%. Исходя из прогнозных показателей 2008 года (т. е. уже без учета молочного сегмента), Нутритек торгуется с дисконтом порядка 15% к иностранным производителям детского питания. Несмотря на то что давление на котировки сейчас оказывает неопределенность относительно параметров дальнейшего развития азиатского проекта, по нашим оценкам, текущий уровень капитализации Нутритека – ниже стоимости бизнеса детского питания компании в России (с учетом полученных от продажи \$350).

Также привлекательно выглядят сейчас акции пивоваренной компании Балтика: на потенциал роста около 40% указывает как сравнительный, так и фундаментальный анализ. Тем не менее ликвидность этих бумаг находится на низком уровне, и мы рекомендуем их к покупке только в долгосрочный портфель.

	LEKZ	WBDF	WBD US	NTRI 08 E	Среднее значение по компаниям EM и DM		
					рынок соков	рынок молока	рынок детского питания
P/S trailing	2.0	1.4	1.9	2.5	1.5	1.2	2.7
P/EBITDA trailing	12.0	11.1	15.1	11.3	10.9	11.3	12.6
P/E trailing	23.6	23.8	32.5	19.3	32.0	23.4	24.2
Дисконт/(премия)	1%	16%	-33%	15%			

	PKBA	SYNG	CHE LI	GRAZ	Среднее значение по компаниям EM и DM			
					рынок пива	рынок крепкого алкоголя	рынок мяса	зерновые компании
P/S trailing	2.0	1.8	1.3	0.8	1.9	1.6	0.8	0.7
P/EBITDA trailing	6.8	10.8	10.4	5.6	10.8	10.1	11.5	7.2
P/E trailing	11.3	18.5	19.3	18.7	20.5	21.3	21.2	14.8
Дисконт/(премия)	44%	0%	-6%	-1%				

Источник: данные компаний, PTC, Bloomberg, оценка БКС

Фармацевтика

В 2007 году рост фармацевтического рынка замедлился до 5% в год

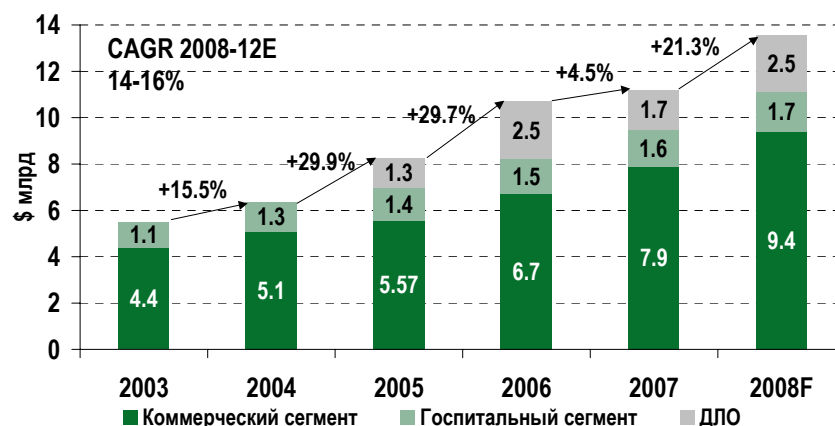
В 2008 году эксперты ожидают ускорения до 21%

Коммерческий сегмент фармрынка сохраняет высокие темпы роста

В 2007 году темпы роста российского фармацевтического рынка замедлились до 5%, хотя в 2003-2006 годах среднегодовой рост составлял 25%. Одним из основных факторов замедления роста рынка, стало резкое сокращение объема поставок в рамках ДЛО в прошлом году (-40%). В 2008 году правительство снова планирует увеличить объем ДЛО до уровня 2006 года (\$2.5 млрд) – в результате рост фармацевтического рынка, по оценкам различных экспертов, составит порядка 20-21%. В целом до 2012 года прогноз среднегодового роста фармрынка – 13-16% в год.

Тем не менее в коммерческом сегменте (на который приходится около 70% всего фармрынка) замедления не ожидается. В ушедшем году рост этого сегмента составил 16.5%, в январе 2008 года – 17.5% к январю 2007 года. По нашим оценкам, до конца 2008 года рост коммерческого сегмента сохранится на уровне 18-19%. По объему рынка и уровню потребления ГЛС на душу населения Россия пока заметно отстает от развитых стран. Что касается конкуренции со стороны транснациональных компаний, то соотношение отечественных и импортных препаратов на рынке в последние годы практически не меняется, российские компании занимают четверть рынка в денежном выражении. Лидером среди российских производителей в 2008 году остался Фармстандарт (с долей рынка 4.9%).

Динамика и прогноз развития фармацевтического рынка



Источник: Фармэксперт, оценка БКС

Акции Верофарма в первом квартале реализовали свой потенциал

Мы рекомендуем держать акции компании

В нашей предыдущей «Стратегии» на 2008 год среди фармацевтических компаний мы выделили **Верофарм**: на тот момент его акции торговались, по нашим оценкам, с дисконтом порядка 8%. С начала года котировки Верофарма выросли на 12% и на текущий момент, на наш взгляд, оценены рынком адекватно. Положительную динамику определили хорошие результаты компании за 2007 год (продажи выросли на 39%), а также ожидания относительно продажи компании стратегическому инвестору. Тем не менее в этом году Аптечная сеть 36.6 (владеет 51% акций Верофарма) вновь решила отложить его продажу. Менеджмент «36.6» видит высокий потенциал роста стоимости фармацевтической компании и в первую очередь будет продавать другие непрофильные активы. Мы не ожидаем резкого роста акций Верофарма во втором квартале, однако не исключаем подъема его котировок во втором полугодии. Наша рекомендация по бумагам – «ДЕРЖАТЬ» со сроком инвестирования более 6 месяцев.

Фармстандарт, по нашим оценкам, торгуется с дисконтом,

несмотря на несколько сделок по расширению портфеля брендов, покупку доли в Мирфарме и сильные данные по продажам в 2007 году

Акции **Фармстандарта** на текущий момент мы считаем, напротив, недооцененными. В первом квартале компания заключила несколько крупных сделок. В конце января было подписано соглашение с Гриндекс на эксклюзивные продажи и продвижение в России двух ведущих препаратов латвийской компании. Также Фармстандарт в этом году приобрел 19.88% акций компании Dipaka Trading Limited, владеющей 100% акций Мирфарма, производителя высокотехнологичных лекарственных средств и субстанций. Предварительные данные Фармстандарта за 2007 год превзошли ожидания – продажи компании увеличились почти на 34%, что в несколько раз превышает темпы роста рынка. Тем не менее все эти новости не нашли отражения в динамике котировок компании. Даже с учетом скользящих мультипликаторов P/EBITDA и P/E, рассчитанных с учетом последних опубликованных данных за 6 месяцев 2007 года, компания торгуется с небольшим дисконтом.

Аптечная сеть 36.6 в этом году продаст часть активов для рефинансирования своего долга, но не Верофарм

В марте **Аптечная сеть 36.6** озвучила свою стратегию на текущий год, реализация которой даст основу для роста стоимости компании. В этом году «36.6» намерена рефинансировать свой огромный долг (отношение чистого долга к EBITDA составляет сейчас порядка 11.6х). Однако для этого компания пока не готова продать контрольный пакет Верофарма. В первую очередь будут реализованы другие непрофильные активы (ЕМЦ и паи фонда недвижимости ЗПИФ), за которые «36.6» может выручить в сумме порядка \$140-160 млн, что позволит погасить около 60% долга (\$251 млн на конец года). Процесс продажи уже запущен, и, скорее всего, она состоится во втором-третьем квартале этого года. Для рефинансирования оставшейся части долга «36.6» рассматривает возможность выпуска конвертируемых облигаций.

К 2012 году «36.6» намерена увеличить продажи в 4.5 раза, до \$3 млрд

В 2008 году «36.6» планирует замедлить темпы расширения сети с целью восстановления показателей прибыльности. Также способствовать росту рентабельности должно внедрение новой системы ERP (завершено в I квартале). Так как ранее основное давление на котировки оказывали низкие показатели рентабельности сети, их улучшение приведет к росту котировок. После их сильного падения в I квартале, акции аптечной сети выглядят еще более привлекательными для покупки.

	PHST	VRPH	APTK	KLNA	Среднее значение по компаниям ЕМ и DM		
					фармацевтика	по аптечным сетям	парфюмерия
P/S trailing	5.4	4.1	0.6	0.8	4.8	0.7	1.4
P/EBITDA trailing	15.1	16.7	19.4	6.4	14.3	14.6	10.7
P/E trailing	21.2	25.7	-	14.7	23.0	26.6	19.5
Дисконт/(премия)	1%	1%	-1%	59%			

Источник: данные компаний, PTC, Bloomberg, оценка БКС

Калина смотрится недооцененной по всем мультипликаторам

Парфюмерно-косметический концерн **Калина** недавно опубликовал хорошие результаты за 2007 год. Компания добилась улучшения рентабельности на уровне себестоимости, однако операционная маржа практически не изменилась по сравнению с 2006 годом. Мультипликаторы, основанные на свежих данных, указывают на значительную недооценку акций компании. Она торгуется с дисконтом более чем в 50% по отношению к зарубежным аналогам. Однако, учитывая все присущие компании риски, мы считаем этот дисконт неоправданным и акции Калины необоснованно дешевыми. Мы рекомендуем их использовать для диверсификации долгосрочного портфеля.

Девелопмент

**Сектор девелопмента
значительно потерял в цене в
I квартале**

**При этом стоимость портфеля
проектов компании продолжила
расти**

**Многие акции сегодня
торгуются с большим дисконтом**

Акции практически всех девелоперов в I квартале потеряли в цене в среднем порядка 10-18% с начала года. Большинство компании торгуются сегодня со значительным дисконтом. Отношение капитализации к текущей стоимости портфеля проектов только у двух компаний превышает единицу. Негативный фон для сектора обеспечили неблагоприятная ситуация на ипотечных и долговых рынках развитых стран, что привело к сокращению позиций крупных инвестфондов в секторе девелопмента. Тем не менее, факторы, которые обеспечат высокий спрос и рост цен на российском рынке как жилой, так и коммерческой недвижимости, по-прежнему в силе. Общий экономический рост, увеличение доходов компаний, повышение благосостояния населения, расширение присутствия иностранных компаний в России, развитие института кредитования, а также высокий процент износа недвижимости – все это, как и прежде, будет способствовать сохранению дефицита площадей среднего и высокого класса в ближайшие 5 лет.

Среди девелоперских предприятий, работающих на российском рынке недвижимости, с точки зрения соотношения риска и потенциала роста стоимости компаний мы считаем привлекательными для покупки акции следующих эмитентов.

- Мы сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям **группы ЛСР**. Благодаря высокому росту цен на рынке стройматериалов в последние несколько лет группа постоянно увеличивает доходы в производственном сегменте и инвестирует их в девелоперский бизнес. Создавая интегрированную структуру, ЛСР снижает риски реализации проектов. Также ЛСР в этом году подтвердила планы по расширению бизнеса. В I квартале группа приобрела два крупных предприятия по производству железобетона на Урале и Украине и 9.8 га земли в Екатеринбурге. Мы ожидаем существенного роста денежных потоков компании в 2008-2009 годах.
- **Открытые инвестиции** остаются в списке наших рекомендаций на покупку. В начале года компания завершила сделку по приобретению Viceroy, канадского производителя строительных конструкций, что должно ускорить темпы реализации ее проектов коттеджных поселков. Кроме того, на 2008-2009 годы придутся значительные продажи объектов в проектах, запущенных в 2004-2005 годах.
- С большим дисконтом по отношению к российским аналогам торгуются акции **РТМ** и **ЦМТ**. Капитализация ЦМТ на 20% ниже стоимости чистого капитала компании. По последним оценкам, стоимость портфеля объектов РТМ составляет \$790 млн, и даже с учетом чистого долга в \$240 млн (на 9 месяцев 2007 года) капитализация компании в \$320 млн выглядит более чем консервативной.

	OPIN	AFID LI	HALS LI	PIKK	WTCM	RTMC	LSRG	Среднее значение по девелоперским компаниям EM и DM	
								DM	EM
P/S trailing	25.6	964.2	7.2	8.0	5.7	11.4	6.0	6.3	15.8
P/E trailing	46.3	25.8		63.2	2.7	3.2	27.1	28.3	41.1
P/BV	1.8	2.4	5.5	11.2	0.7	1.3	14.7	3.4	7.6
P/PV		0.9	0.8	1.7	0.8	0.6	1.1	Среднее P/PV по российским девелоперам	
Дисконт/(премия)	43%	19%	26%	-22%	562%	387%	32%	1.0	

Источник: данные компаний, РТС, Bloomberg, оценка БКС

Татьяна Бобровская
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Медиакомпании

Медиакомпании следуют за экономикой

Акции медиасектора просели в первом квартале. Мы не рекомендуем вкладываться в акции медиакомпаний в настоящий момент, поскольку несмотря на рост объемов рекламного рынка и финансовых показателей, эти бумаги выглядят довольно незащищенными.

Мы ожидаем, что чуть лучше сектора будут смотреться бумаги РБК – информационные системы: компания сделала хороший рывок в своем развитии в 2007 году и продолжает пожинать плоды диверсифицированности бизнеса и рекламных носителей. В этом смысле бизнес РБК выглядит наиболее защищенным с точки зрения снижения темпов развития медийного рынка в целом.

СТС Медиа также показывает хороший рост выручки (27%) и, по прогнозам, имеет шанс выйти на темпы роста более 35%. В первом квартале СТС Медиа приобрела федеральный канал ДТВ, инкорпорирование которого в бизнес принесет ей повышение финансовых показателей не менее чем на 13%. Но главное – сделка выглядит привлекательной в свете долгосрочного развития компании, поскольку актив усилит ее конкурентные преимущества с точки зрения улучшения базы производства программ и роста охвата территории.

Хотя прогнозы развития рынка в России довольно оптимистичны (22% CAGR), во втором квартале ожидается снижение темпов роста рекламных вложений в связи с замедлением темпов повышения рекламных бюджетов на фоне общего кризисного состояния мировой экономики.

Напомним, что медийный сектор является довольно чувствительным именно к состоянию экономики в целом и, как правило, следует за траекторией ее движения. Поэтому второй квартал станет скорее тестовым для инвесторов с точки зрения устойчивости российского сектора в целом. Тем более что медиакомпании в России пока не пользуются благосклонностью участников рынка в той мере, как на развитых рынках. Инвесторы будут пристально следить за динамикой показателей в данном квартале, которые, как правило, являются более сильными, чем за первый квартал, и прощупывать сектор небольшими покупками.

Екатерина Кравченко
ekravchenko@msk.bcs.ru

Евгений Старцев
Директор департамента внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru

Аналитический отдел

Макс Шеин
Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Андрей Полишук
Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Светлана Малова
Ассистент
smalova@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
Электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

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

Севастьян Козицын
Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент
achigrinskaya@msk.bcs.ru

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

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница, потребительские товары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Металлургия, пром. строительство
azhdanova@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Михаил Сайно
Химия, транспорт
msayno@msk.bcs.ru

Трейдерский отдел

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

Александр Микин
Трейдер
amikin@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Трейдер
agubanov@msk.bcs.ru

Павел Полухин
Трейдер
ppoluhin@msk.bcs.ru

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

Ринат Темербеков
Трейдер
rinat@bcs.ru

Консультирование клиентов по работе с ценными бумагами

Ольга Карельская
ИО Начальника отдела консультирования
karelyva@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

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

Антон Манаев
Консультант по инвестициям
amanaev@msk.bcs.ru

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

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

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

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

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Ирина Саченко
Консультант по инвестициям
isachenko@msk.bcs.ru



Контактный телефон: +7 495 785 5336

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.