

# Еженедельный обзор

Сентябрь, 10

Weekly Research Note

## Стратегия

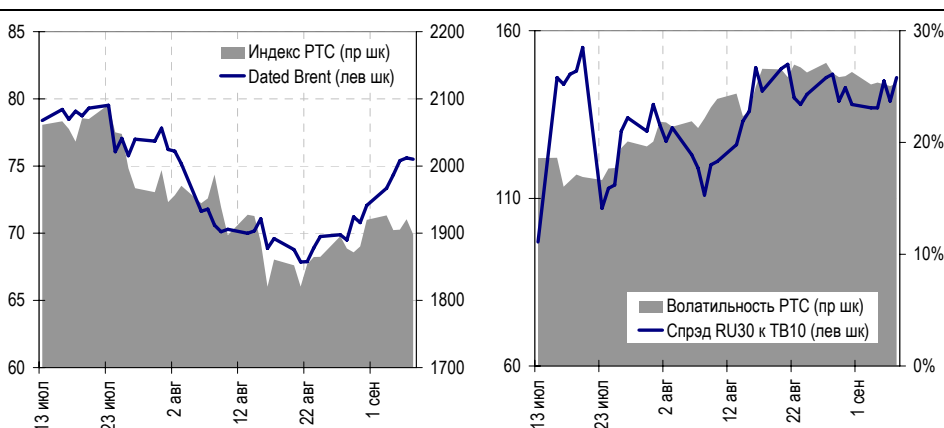
На прошедшей неделе российские акции демонстрировали рост котировок, однако пятница перечеркнула весь позитивный настрой. Негативные данные по рынку труда США привели к сбросу ликвидных бумаг на нашем рынке, в результате чего индекс РТС по итогам недели потерял чуть больше процента. В основном это происходило за счет акций нефтяных компаний. Менее ликвидные акции показали в основном прирост стоимости во главе с предприятиями энергетики.

Настроения на рынке были в целом нейтральными. По итогам недели соотношение выросших и упавших акций составило 1:1. BCS MidCap Index при этом вырос на 0.6% – до 370.7, тогда как BCS LargeCap Index снизился на 1.3% – до 266.7.

На этой неделе ситуация будет оставаться напряженной, и скорее всего инвесторы будут ждать заседания ФРС, на котором будет приниматься решение о процентных ставках.

Важным событием станет публикация квартальной отчетности ЛУКОЙЛа в среду, а также решение об отставке главы Транснефти.

Макс Шеин  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)



Аналитический отдел  
[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)

+7 495 785 53 36

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

## Изменения за неделю

### РАО ЕЭС

3 сентября налоговая инспекция зарегистрировала ОГК-5 Холдинг и ТГК-5 Холдинг. Это событие поставило точку в первом этапе реформирования РАО ЕЭС. Начиная с 4 сентября акции РАО ЕЭС торговались уже без учета выделившихся ОГК-5 и ТГК-5. Отметим, что фактическое снижение бумаг энергохолдинга составило меньше, чем расчетная величина в 6%, что мы связываем со значительным снижением котировок акций РАО ЕЭС накануне выделения. При этом, цена акций энергохолдинга опускалась ниже цены выкупа 32.15 руб. Выделение ОГК-5 и ТГК-5 не влияет на нашу оценку справедливой стоимости акций РАО ЕЭС, так как в нашем целевом уровне \$1.63 за обыкновенную и \$1.49 за привилегированную акцию мы уже учли выделение. Мы сохраняем оценку справедливой стоимости на текущем уровне и рекомендуем акции РАО ЕЭС к покупке с потенциалом роста по обыкновенной акции 32.5%, привилегированной - 36.7%.

## Торговые идеи

### Система Галс

Компания на этой неделе должна опубликовать отчетность за I полугодие 2007 года. В свете сохраняющегося роста в сегменте офисной недвижимости, рост стоимости проектов компании может быть значительным. Кроме того, исходя из сравнительных коэффициентов акции Системы Галс выглядят недооцененными по отношению к другим российским девелоперам.

### НефАЗ

Призы, полученные автобусами НефАЗа на выставке Интеравто-2007, способствуют росту заказов на эту продукцию в Башкортостане, Татарстане и других регионах России. В будущем доля от продажи автобусов в совокупной выручке НефАЗа может повыситься с нынешних 31% до 40% поскольку власти российских регионов сегодня уделяют большое значение обновлению парка городского транспорта. Не исключено, что успех НефАЗа благоприятно скажется на котировках его акций.

## На рынке

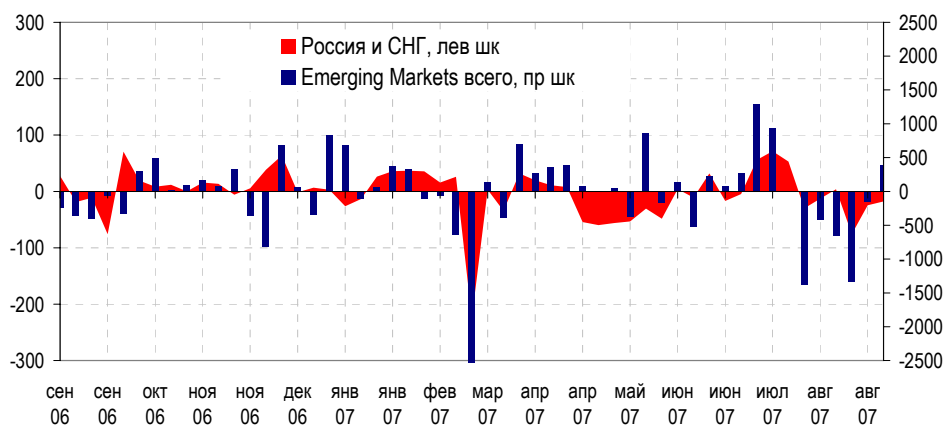
На прошедшей неделе индекс РТС снизился на 1.1%, а индекс РТС-2 практически не изменился +0.05%. Акции крупнейшего производителя соков в России, концерна Лебедянский, выросли на 3.7%. На прошлой неделе концерн опубликовал отчетность за I полугодие этого года. Его выручка повысилась на 38%, до \$476.9 млн. Рост EBITDA составил 17%, а чистой прибыли – лишь 2% из-за увеличения расходов на транспорт и рекламу. Компания по-прежнему удерживает лидерство на российском рынке соков – 32.2% в денежном выражении.

Инвесторы вновь обратили внимание на акции строительных компаний – бумаги Дальмостостроя за прошлую неделю выросли на 22%. Темпы роста строительства в России жилых и офисных помещений, а также инфраструктурных объектов не снижаются. К тому же растущее финансирование программ «Доступное жилье» и «Дороги России» будет способствовать росту финансовых показателей отечественных строителей.

Котировки акций нашего фаворита среди российских энергомашиностроителей Красного котельщика подросли на 5%. К тому же Мосэнерго заявило, что намерено зарезервировать производственные мощности компании Alstom для того, чтобы в срок успеть реализовать инвестиционную программу генерирующей компании. Это нужно для третьего этапа инвестиционной программы московской энергокомпании (возведение 4 установок ПГУ-420 на сумму \$1.9-2.1 млрд). Холдинг ЭМАльянс, в который входит Красный котельщик, – российский партнер европейского машиностроительного холдинга. Причем ЭМАльянс и Alstom уже строят один из блоков ТЭЦ-26, которая входит в Мосэнерго. Скорее всего, Alstom не станет выполнять заказы Мосэнерго без ЭМАльянса, а это означает и практически гарантированные заказы для заводов российского холдинга

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

### Динамика инвестиций фондов (недельные данные), млн \$



Источник: EPFR

## Экономика

### Инфляция – под пристальным контролем правительства

Инфляция по итогам августа текущего года, по предварительным прогнозам, составит 0.1-0.2%, что позволяет предположить, что правительству удастся выйти на планируемый уровень инфляции в 8%. Напомним, что за восемь месяцев 2007 года накопленная с начала года инфляция составила 6.7%, тогда как годом ранее она составляла 7.1%.

### Укрепление рубля остановилось в августе

В августе не происходило укрепления национальной валюты, напротив, наблюдалось ее некоторое ослабление. Как утверждают в Минэкономразвития, проблема с временной «нехваткой банковской ликвидности, которая имела место на рынке, была успешно погашена Центробанком», что позитивно. Получается, что банковская система России имеет некоторый запас прочности.

### МЭРТ повысит прогноз роста ВВП

Минэкономразвития повысит прогноз среднегодовой цены на нефть марки Urals с нынешних \$55 до \$64 за баррель. Будет повышен прогноз цен на нефть и на следующий год, что приведет, соответственно, к повышению прогнозов роста экономики.

### Экономика диверсифицируется

Правительство намерено пересмотреть прогноз роста ВВП на текущий год – с 6.5% до 7.3-7.4%. Будут повышены прогнозы по промпроизводству, инвестициям в основной капитал и обороту розничной торговли. В то же время прогнозы по инфляции и укреплению реального эффективного курса рубля пересматривать не планируется. Уточненные прогнозы будут разосланы по заинтересованным ведомствам к 20 сентября, а 1 декабря они должны быть внесены в правительство. Правительственные экономисты отмечают, что экономический рост происходит не только за счет минерально-сырьевого сектора, но и за счет развития таких отраслей, как машиностроение и переработка. Это, в свою очередь, означает, что российская экономика все больше диверсифицируется, что делает ее более устойчивый по отношению к рискам, лежащим в мировой экономике.

### Россия вступит в ВТО в 2008 году

Россия завершит все переговоры по присоединению к Всемирной торговой организации до конца 2007 года, однако вступить в ВТО в этом году, как было запланировано, она уже не успеет. В лучшем случае стране удастся добиться вступления в ВТО во второй половине 2008 года. Однако это соответствует нашим ожиданиям: правительство, по нашей оценке, настроено слишком оптимистично в отношении срока присоединения к ВТО. Экономические субъекты ожидают вступления России в ВТО не раньше 2009 года.

В целом макроэкономические параметры российской экономики в настоящее время выглядят вполне уверенно. Основными больными местами остается инфляция и чрезмерное укрепление рубля.

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

## Нефть и газ

По итогам прошедшей недели большинство бумаг нефтегазового сектора показали снижение. Инвесторы, разочарованные статистическими данными из США, предпочли воздержаться от покупок и частично выйти из бумаг российских компаний. Высокие цены на нефть не оказали поддержки нефтегазовому эшелону, инвесторы более ориентировались на зарубежные рынки и на технические факторы.

Слабая активность в корпоративных событиях практически не оказала воздействия на котировки нефтегазовых компаний. Поддержку получили бумаги ТНК-ВР благодаря опубликованной отчетности за первое полугодие 2007 года, что позволило удержать цены на прежнем уровне. Также устояли бумаги ЛУКОЙЛа: в ожидании сильной отчетности за второй квартал 2007 года инвесторы наращивают позиции по акциям нефтяной компании.

### ТНК-ВР отчиталась за первое полугодие по US GAAP

По результатам первого полугодия чистая прибыль компании сократилась на 30%, до \$2.0 млрд, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Выручка от реализации составила \$16.9 млрд, что также меньше, чем в 2006 году, когда за первые два квартала этот показатель равнялся \$18 млрд.

	1ПГ07	1ПГ06	Изм.	В отчете ВР	Разн.
Выручка	16900	18020	-6%		
EBITDA	3599	4587	-22%	3461	4%
Чистая прибыль	2029	2901	-30%	1696	20%
Net margin	12%	16%			
EBITDA margin	21%	25%			
Brent	63.4	60.84	4%		

Несмотря на снижение показателей, они оказались существенно лучше ожиданий. ВР в своих квартальных отчетах отразила свою долю в чистой прибыли ТНК-ВР на уровне \$162 млн и \$686 млн за первый и второй кварталы соответственно. Это позволяет предположить, что чистая прибыль ТНК-ВР по итогам первого полугодия 2007 года составит \$1696 млн.

В целом отчет ТНК-ВР можно признать удовлетворительным. При снижении выручки компания показала рост операционных расходов на 50% и SG&A-расходов – на 18%.

Частично ухудшение показателей компании связано с продажей во втором полугодии 2006 года Удмуртнефти, доля добычи которой в общей добыче составляла 8%. Таким образом, снижение выручки выглядит оправданным.

Несмотря на сокращение рентабельности, на общеотраслевом уровне показатели не выглядят низкими. У ЛУКОЙЛа по итогам первого квартала 2007 года Net margin составила 8%, а EBITDA margin – 15%. У Роснефти за аналогичный период соответствующие показатели равнялись 4% и 17%.

В настоящее время мы пересматриваем наши оценку и рекомендацию по акциям ТНК-ВР.

Главное, что инвесторы должны вынести из квартального отчета ТНК-ВР, – это факт, что рынок примерно на 15-20% недооценивает финансовые результаты российских нефтяных компаний по итогам первого полугодия 2007 года. Более того, результаты за третий квартал должны быть не менее впечатляющими, чем за второй, а это тоже не заложено в текущих котировках нефтяных компаний.

**Чиновники готовят бизнес к  
трехкратному росту цен на газ**

Федеральная служба по тарифам (ФСТ) опубликовала индикативные цены на газ, которые могли бы платить компании за него, если бы уже вступила в действие формула на газ, которая будет работать с 2011 года. Формула основана на равной доходности экспорта, когда внутренние цены вычисляются на основе среднеевропейской цены на газ. ФСТ приводит также рассчитанные по формуле равной доходности цены на газ для субъектов РФ. Полученные цены более чем в 3.3 раза выше действующих тарифов по состоянию на третий квартал. Участники рынка говорят, что, если эти цены ввести сейчас, предприятиям пришлось бы работать в убыток или остановиться. Но предприятия большинства стран бывшего СССР уже покупают газ по таким ценам – и все еще работают.

Информационное сообщение, как утверждают в ФСТ, призвано подготовить потребителей к росту цен. Теперь индикативные цены будут публиковаться ежеквартально.

Такое повышение цен для промышленности будет означать увеличение затрат. Особенно оно станет чувствительным для предприятий РАО ЕЭС, а также производителей минеральных удобрений. Газпрому же повышение цен в 2011 году принесет рост выручки на 23%.

Максим Шеин

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

Екатерина Кравченко

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

## Потребительский сектор

Прошлая неделя в потребительском секторе прошла весьма бурно, отчитались сразу пять компаний, а именно: Вимм-Билль-Данн, Лебедянский, Аптечная сеть 36.6, Верофарм и Магнит. Можно особо отметить отчетность Вимм-Билль-Данна: компания показала очень хорошие операционные результаты на фоне растущих цен на сырье благодаря проведенной работе по оптимизации расходов. Также значимыми событиями стали объявление о завершении сделки по покупке 60% акций Седьмого континента инвестфондом TPG и объявление Открытыми инвестициями периода действия преимущественного права выкупа акций в рамках допэмиссии.

### Вимм-Билль-Данн продолжает работу по оптимизации расходов

На прошлой неделе Вимм-Билль-Данн опубликовал свои финансовые результаты за первое полугодие, которые мы оцениваем весьма положительно. Несмотря на рост цен в субсекторах, ВБД продолжает работу по оптимизации расходов, что привело к увеличению показателей рентабельности компании.

Кроме того, Вимм-Билль-Данн демонстрирует улучшение позиций на российском молочном рынке. Рост продаж компании в первом полугодии в этом сегменте составил 43.4%, что более чем вдвое превышает темпы роста молочного рынка. При этом обратим внимание на то, что, несмотря на повышение средней отпускной цены на 13.7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и на 4.1% с начала года, увеличение цен не отразилось негативно на объемах продаж. В натуральном выражении они возросли на 27% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Вклад новых производственных площадок в доходы ВБД за этот период составил \$23 млн (2.7% от выручки сегмента выручки).

\$ млн	ИН 2007	ИН 2006	Изменение	Прогноз БКС
<b>Выручка</b>	<b>1147.8</b>	<b>817.1</b>	<b>40.5%</b>	<b>1142.0</b>
Молоко	858.4	598	43.4%	854
Напитки	212.1	164	29.6%	209
Детское питание	77.3	55	40.5%	79
<b>Валовая прибыль</b>	<b>377.8</b>	<b>253.9</b>	<b>49%</b>	<b>366</b>
Валовая рентабельность	32.9%	31.1%	1.8%	32%
Операционная прибыль	108.4	75.1	44.3%	106
Операционная рентабельность	9.4%	9.2%	0.3%	9.3%
<b>EBITDA</b>	<b>147.2</b>	<b>105</b>	<b>40.3%</b>	<b>149</b>
Рентабельность по EBITDA	12.8%	12.8%	0.01%	13%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>65.8</b>	<b>46.7</b>	<b>40.9%</b>	<b>69</b>
Чистая рентабельность	5.7%	5.7%	0.0%	6%

Хотим отметить, что если основные улучшения как в динамике продаж, так и в показателях рентабельности наблюдались в большей степени в молочном сегменте и сегменте детского питания, то этот год становится также довольно удачным и для сегмента соков. Продажи компании в сегменте «напитки» выросли в первом полугодии почти на 30% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, тогда как за весь прошлый год продажи повысились всего на 6.9%. При этом необходимо понимать, что рынок соков характеризуется высокой конкуренцией и все основные четыре игрока этого рынка, ВБД, Лебедянский, Мултон и Нидан, активно работают в направлении увеличения рыночной доли. Поэтому рост продаж в 30% мы считаем сильным результатом, но, тем не менее, мы думаем, что в ближайшее время рост продаж, скорее всего, не будет столь же высоким. Валовая рентабельность в сегменте по итогам 6 месяцев составила 40.8% по сравнению с 33.8% за аналогичный период прошлого года и 38% по итогам всего 2006 года.

Доля детского питания в суммарных продажах компании осталась на уровне

прошлого года (6.7%). Выручка в этом направлении выросла на 40.5%, а валовая рентабельность поднялась с 41.6% в первом полугодии прошлого года до 45.3%, что также выше 44.8% в первом квартале этого года. Хотя ВБД продолжает оптимизировать расходы в своих двух основных сегментах, молоке и напитках, и таким образом повышает их рентабельность, в свете замедления темпов роста молочного рынка мы считаем развитие сегмента детского питания стратегически важным для компании.

Наш ценовой ориентир по акциям компании находится на пересмотре, но мы сохраняем позитивный взгляд на ее развитие. Мы видим сейчас три основных рода факторов, которые будут поддерживать акции ВБД и стимулировать их рост. Первый – улучшение фундаментальных предпосылок роста (усиление позиций на основных рынках, повышение финансовой эффективности компании). Второй – ожидания того, что Danone в будущем увеличит свою долю в компании и затем может приобрести ее или ее молочный сегмент, еще долго будут витать вокруг компании. Тем не менее в перспективе ближайших одного-двух лет мы считаем такое развитие событий маловероятным. Danone, скорее всего, увеличит свою долю в компании в этом году, но, на наш взгляд, владельцам ВБД пока было бы невыгодно продавать растущую компанию – в свете проводимых улучшений в компании всем ясно, что через год они могут рассчитывать на более высокую цену. Был же случай, когда один раз Danone уже отказался от идеи купить ВБД, хотя также скупал его акции на бирже. И третий фактор – то, что ближе к концу года могут появиться свежие новости относительно создания многопрофильного холдинга, о чем много говорилось в прошлом году. В холдинг войдут активы основных акционеров компании, в том числе ВБД и агропромышленные предприятия (в числе которых молочные фермы). Процесс реструктуризации бизнеса ВБД, консолидация молочного и сокового сегментов подходят к завершению, и акционеры компании в ноябре-декабре могут обнародовать новую информацию о своих планах. Это также может привести к росту ее акций.

**Лебедянский продолжает наращивать долю рынка, но теряет в рентабельности**

В пятницу крупнейший производитель соков в России, компания Лебедянский, опубликовал отчетность по МСФО за первое полугодие текущего года, которая несколько разочаровала в плане снижения рентабельности больше ожидаемого уровня. Тем не менее, что касается роста продаж как в сегменте соков, так и детского питания, их динамику мы оцениваем положительно. В соковом сегменте рост составил 25% в натуральном выражении и 37% в денежном, что превышает темпы роста рынка (в этом году прогнозируют рост на 12-13%). Продажи минеральной воды также повышаются высокими темпами – +115% к прошлому году, выручка в сегменте выросла на 187%, до \$7.5 млн. Продажи детского питания в объемном выражении увеличились на 21%, выручка в сегменте поднялась на 39%, что на уровне темпов роста крупнейших игроков этого рынка.

Суммарная выручка Лебедянского выросла на 38%, до \$476.9 млн, включая продажи приобретенного в конце прошлого года завода Троя-Ультра в размере \$26.5 млн. По данным ACNielsen, Лебедянский сохраняет лидерские позиции на рынке соков с долей рынка в объемном выражении 31.1% и 32.2% – в денежном выражении.

Хорошим результатом управления издержками можно назвать то, что, несмотря на продолжающийся рост цен на сырье, в частности на соковые концентраты, валовая рентабельность в соковом сегменте снизилась незначительно (с 41.7% до 41.2%). Тем не менее рост прибыли до налогов, процентов и вычета амортизации (EBITDA) составил 17%. Чистая прибыль компании увеличилась всего на 2%. Основной причиной низкого роста прибыли стало повышение расходов на транспортировку и рекламу. Тем не менее отметим, что после публикации данных за первый квартал мы ожидали невысокого роста чистой прибыли (наш прогноз был +5%), однако результат оказался еще ниже наших ожиданий.

Наш ценовой ориентир по акциям Лебедянского находится на пересмотре. Но мы сохраняем положительный взгляд на развитие компании. Те уровни рентабельности, на которых компания сейчас работает, в целом соответствуют среднерыночным показателям. Сохранять маржу на прежних высоких уровнях в условиях роста цен на сырье и расходов на рекламу было бы сложно. Кроме того,



### Итоги Магнита за первый квартал 2007 года: рост рентабельности сохраняется

Лебедянский является лидером на рынке соков и привлекательным объектом для поглощения крупным западным игроком. Мы считаем, что слухи о готовящейся сделке между Лебедянским и PepsiCo не лишены оснований.

В секторе ритейла за полугодие отчиталась торговая сеть Магнит. В первом полугодии компания продемонстрировала равномерный рост всех показателей рентабельности, включая заметное увеличение валовой маржи – на 1.2%, до 18.8%. В результате рост операционной и чистой прибыли заметно превзошел рост ее продаж. Выручка повысилась на 52.5%, чистая прибыль поднялась на 81.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

\$ млн	II 2007	II 2006	Изменение
<b>Выручка</b>	<b>1638.23</b>	<b>1074.01</b>	<b>52.53%</b>
<b>Валовая прибыль</b>	<b>308.41</b>	<b>189.2</b>	<b>63%</b>
Валовая рентабельность	18.8%	17.6%	1.2%
<b>EBITDAR</b>	<b>129.28</b>	<b>78.76</b>	<b>64.1%</b>
Рентабельность по EBITDAR	7.9%	7.3%	0.56%
<b>EBITDA</b>	<b>82.95</b>	<b>48.37</b>	<b>71.5%</b>
Рентабельность по EBITDA	5.1%	4.5%	0.6%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>37.88</b>	<b>20.91</b>	<b>81.2%</b>
Чистая рентабельность	2.3%	1.9%	0.4%

В целом с начала года компания открыла 116 магазинов, что привело к росту торговых площадей на 27.2%, до 570.7 тыс. кв. м. Количество покупателей выросло на 25.6% соответственно. Что касается роста сопоставимых продаж (в магазинах, работающих больше года), то он также оказался на среднерыночном уровне – 14.9%, основной вклад в этот рост внесло повышение среднего чека (+13.7% в рублевом выражении).

Из позитивных новостей, отмеченных на конференции после опубликования результатов, выделим то, что капитальные расходы в этом году превзойдут ожидания компании на \$100 млн и составят порядка \$550 млн. При этом дополнительные средства будут направлены главным образом на строительство гипермаркетов. По заявлениям компании, в этом году будет открыто порядка 300 дискаунтеров и 6 гипермаркетов, при этом в следующем году планируется открыть более 20 гипермаркетов.

Мы сохраняем наш ценовой ориентир и рекомендацию «ПОКУПАТЬ» по акциям Магнита. Активное развитие гипермаркетов дает основания ожидать сохранения высоких темпов роста продаж в 2008-2009 годах.

Наша оценка справедливой стоимости акций Магнита находится на уровне \$60.1, рекомендация – «ПОКУПАТЬ», потенциал роста составляет 42%.

### Сделка по продаже 60% акций Седьмого континента инвестфонду TPG состоялась

Другой важной новостью в ритейле стало сообщение о том, что сделка между акционерами Седьмого континента Владимиром Груздевым и Александром Занадворовым по продаже части бизнеса фонду прямых инвестиций TPG Capital, о которой писал Коммерсантъ в июле, состоялась. Тогда на эти слухи акции СК отреагировали резким ростом. Как сообщает то же издание, американский инвестфонд подписал предварительный договор с акционерами Седьмого континента о покупке 60% ЗАО «7К-инвестхолдинг», контролирующего сеть. Due diligence Седьмого континента планируется завершить через два-три месяца, а сама сделка закроется до конца года. Коммерсантъ ссылается на источники, близкие к сделке и со стороны Семерки, и со стороны TPG. По их информации, по условиям договора о намерениях будет продано 60% 7К-инвестхолдинга. Со стороны TPG, по их словам, сделку ведет инвесткомпания UST Capital. Управляющий директор UST Игорь Соглаев подтвердил изданию, что его компания сопровождает сделку TPG с Семеркой, а также подписание предварительного соглашения. Сумма сделки может составить порядка \$700 млн.

Переговоры начались примерно полгода назад. Как сообщалось ранее, если сделка состоится, то, согласно договоренностям, в течение девяти лет TPG вложит в развитие Седьмого континента \$5-7 млрд.

Хотя сделка еще окончательно не завершена, мы считаем, что она положительно скажется на котировках компании. Поступление новых инвестиций в Семерку обеспечит ей возможности для наращивания темпов расширения торговой сети. Тем не менее странным выглядит заявление о 9-летнем горизонте планируемых инвестиций в размере \$5-7 млрд. Как правило, фонды прямых инвестиций входят в компании на 3-5 лет с последующей продажей своих долей. Отсюда усиливается значение другого фактора роста котировок СК в будущем – продажа компании профильному инвестору, одной из иностранных торговых сетей, которые давно присматриваются к российскому рынку.

#### **Х5 думает о развитии 4-го формата**

Глава розничной сети Х5, управляющей магазинами Пятерочка и Перекресток, сообщил, что компания изучает возможность выхода в новый формат мелкооптовой торговли, cash & carry. Напомним что в этом году она занялась развитием нового для себя формата гипермаркета. Первые 3-4 гипермаркета откроются в 2008 году под рабочим названием Frank. По поводу cash & carry пока никаких конкретных решений не принято, глава компании сообщил о возможности открытия пилотного магазина и проверки его на эффективность.

Учитывая, что российский рынок современных форматов розничной торговли еще далек от насыщения и особенно невелика конкуренция в формате cash & carry, Х5 может добиться неплохих результатов в этом направлении. Однако отметим, что и в форматах супермаркетов, дискаунтеров и гипермаркетов у Х5 довольно амбициозные планы, требующие большого объема инвестиций. В случае если у компании будет достаточно свободных средств для развития нового формата без ущерба расширения уже существующих, cash & carry могут стать отличным дополнением портфеля магазинов Х5. Тем не менее, на наш взгляд, это дело далекой перспективы – появление магазина если и состоится, то не ранее конца 2008 – начала 2009 года.

#### **Аптечная сеть 36.6 опубликовала сильную отчетность за I полугодие**

Аптечная сеть 36.6 опубликовала финансовые результаты за первое полугодие текущего года, которые оказались несколько хуже наших ожиданий.

При этом отметим, что «36.6» продолжает демонстрировать высокие темпы роста продаж. В первом полугодии суммарная выручка компании повысилась на 78.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$390.5 млн. При этом в аптечном сегменте рост продаж составил 92% (до \$302.9 млн). Столь высокие темпы роста обусловлены прежде всего большим количеством приобретенных в течение 2006 года аптечных сетей. С начала года было открыто 98 аптек.

Тем не менее показатели прибыли росли меньшими темпами. Консолидированная валовая прибыль в первом полугодии 2007 года увеличилась на 66.1% и достигла \$130.9 млн. Валовая рентабельность розничного сегмента по итогам первого полугодия 2007 года составила 27.5% (30.7% за аналогичный период прошлого года). Консолидированная EBITDA выросла на 63.9% и составила \$15 млн. EBITDA в производственном сегменте увеличилась на 38.9% и составила \$17 млн. В розничном сегменте EBITDA уменьшилась до -\$3.0 млн. В EMC EBITDA достигла \$3.5 млн. Чистый убыток компании в первом полугодии 2007 года составил \$16.9 млн.

В свете агрессивного роста сети аптек ожидать повышения рентабельности не приходилось, поскольку открытые и приобретенные в последние 6-9 месяцев аптеки не вышли на стабильный уровень продаж. Кроме того, большинство из них находятся в регионах, где величина среднего чека почти вдвое ниже аналогичного показателя для Москвы. Доля бизнес-единицы Москва в продажах по итогам первого полугодия составила 45.7%, хотя там расположено всего 30% всех аптек «36.6» (32.6% на конец года). Для сравнения: по итогам 2006 года на Москву приходилось 53.5% продаж. Наш ценовой ориентир по акциям «36.6»

находится на пересмотре, но в долгосрочном плане с выходом новых аптек на стабильный уровень маржи мы ожидаем улучшения финансовых показателей компании.

#### **Верофарм отчитался за полугодие**

Фармацевтическая компания Верофарм также опубликовала результаты за первое полугодие 2007 года. На уровне наших ожиданий оказались данные о росте продаж компании, которые повысились на 31.7%, до \$59.5 млн. Также подтвердились планы Верофарма по дальнейшему расширению сегмента рецептурных препаратов. Их продажи увеличились на 40%, а доля в общих продажах выросла с 51% до 54.2%. Это наиболее рентабельный сегмент производства Верофарма, и, соответственно, в будущем можно ожидать увеличения общих показателей рентабельности. Продажи в сегменте безрецептурных препаратов уменьшились до 7.9% по сравнению с 9.5% годом ранее. Портфель традиционных препаратов увеличил свою долю в продажах с 16.7% до 17.1%. Доля пластырей в суммарных продажах уменьшилась с 22.7% в первом полугодии 2006 года до 20.8%. Отметим снижение рисков, связанных с невыплатами по программе ДЛО. Доля доходов от продаж в рамках государственной программы снизилась с 7.8% до 3.6% в общей выручке компании в первом полугодии.

Тем не менее некоторую негативную окраску внесло снижение валовой маржи практически во всех сегментах: в сегменте рецептурных препаратов – с 75.6% до 73.1%; в безрецептурных препаратах – с 57.9% до 55.8%; в пластырях – с 60.9% до 57%. И только в сегменте традиционных препаратов маржа валовой прибыли выросла с 31.9% до 40.1%.

Как бы то ни было, за счет оптимизации прочих расходов Верофарму удалось добиться того, чтобы итоговые показатели прибыли – EBITDA и чистая прибыль – росли быстрее выручки. Чистая прибыль Верофарма увеличилась на 47.9%, до \$11 млн, EBITDA – на 41%. В целом мы оцениваем отчетность положительно.

#### **Открытые инвестиции объявили период действия преимущественного права**

С этой недели начался период действия преимущественного права выкупа акций в рамках допэмиссии новых акций девелоперской компании Открытые инвестиции. Новый выпуск и проспект эмиссии были зарегистрированы ФСФР 19 июля 2007 года. По открытой подписке будет предложено 2.03893 млн акций. Цена будет определена советом директоров по окончании периода действия преимущественного права для акционеров компании (дата отсечения реестра – 31 мая 2007). Акционеры компании могут подать заявки на участие в допэмиссии в период 4-24 сентября 2007 года. Мы рекомендуем акционерам участвовать в допэмиссии, по нашим ожиданиям, акции будут размещаться с хорошим дисконтом к текущим ценам.

Наша оценка справедливой стоимости акций Открытых инвестиций находится на уровне \$314.2, рекомендация – «ПОКУПАТЬ», потенциал роста от текущих котировок составляет 12.21%.

#### **ПИК приобрел контрольный пакет девелопера коммерческой недвижимости Storm Properties**

Группа компаний ПИК приобрела контрольный пакет акций (50%+1) компании Storm Properties – московского девелопера коммерческой недвижимости класса А. У ПИК также есть опцион на приобретение дополнительных 25% акций через 3 года и право реализовать его в течение 2 последующих лет. Общий портфель проектов Storm Properties составляет 450 000 кв. м, в него входят такие проекты, как Офисные башни в Большом Сити (160 тыс. кв. м), Женевский дом (18 тыс. кв. м), бизнес-парк «Калужский» (230 тыс. кв. м) и научно-технический центр «Пресненский вал» (24 тыс. кв. м). Часть средств, полученных в ходе сделки, Storm Properties планирует реинвестировать в развитие проектов компании, а в будущем они планируют реализовать вместе с ПИК проекты коммерческой недвижимости стоимостью более \$500 млн. По неофициальным данным газеты Ведомости, сумма сделки составила \$70 млн.

Мы оцениваем эту новость положительно для ПИК. Покупка компании была совершена в целях диверсифицировать портфель недвижимости, так как доля коммерческой недвижимости в ее портфеле очень невелика, а на фоне стагнации на рынке жилого жилья в Москве, длящейся весь 2007 год, и неудовлетворенного

**...а также объявил о новом проекте в Новороссийске**

спроса в секторе коммерческой недвижимости данное направление бизнеса привлекательно для девелоперов.

Группа компаний ПИК приобрела за \$25 млн участок земли площадью 42 га в Новороссийске. На нем ПИК планирует в течение семи лет возвести около 440 тыс. кв. м жилья. Приобретенный участок вплотную примыкает к уже существующим участкам ПИК, где компания ведет строительство района Южный Берег общей площадью около 350 тыс. кв. м. В 2006 году ПИК построил в Новороссийске 28.5 тыс. кв. м жилья, в этом году планируется еще 50 тыс. кв. м, в 2008 году – 85.4 тыс. кв. м. По оценкам участников рынка, инвестиции в 800 тыс. кв. м нового жилья в среднем оцениваются на уровне \$700-900 млн. После окончания строительства ПИК сможет занять больше половины рынка новостроек в Новороссийске.

Эта новость позитивна для ПИК, однако влияние на котировки она сможет оказать только в долгосрочной перспективе. Возможно, ПИК решил запустить новый крупный проект в Новороссийске из-за резкого скачка цен на недвижимость в Сочи, который не позволил девелоперу начать строительство непосредственно в месте проведения Олимпиады. Однако повышение цен на недвижимость ожидается и в городах, находящихся рядом с Сочи: так, по оценкам экспертов, рост цен на кв. м в Новороссийске составит 20-25% годовых.

Наша оценка справедливой стоимости акций ПИК находится на уровне \$27, рекомендация – «ДЕРЖАТЬ», потенциал роста от текущих котировок составляет 8%.

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

## Металлургия

На прошедшей неделе котировки металлургического сектора вслед за рынком показали снижение. Отличился Новолипецкий меткомбинат, оптимизма добавили опубликованные результаты за первое полугодие.

### НЛМК обнародовал результаты за полугодие

Новолипецкий меткомбинат обнародовал финансовые результаты (US GAAP) за первое полугодие 2007 года.

На основе представленных данных можно говорить о том, что комбинат продолжает удерживать лидирующие позиции в части рентабельности. В значительной степени этому способствовала благоприятная конъюнктура на рынке металлопроката, реализация НЛМК непрофильных активов, в частности продажа доли в энергетических компаниях в пользу развития собственных энерго мощностей, а также включение в финансовые показатели 1 полугодия 2007 года ОАО «Алтай-кокс» (приобретено в апреле 2006 года) и ООО «ВИЗ-Сталь» (приобретено в августе 2006 года), а также СП Duferco.

### Финансовые результаты НЛМК 1П 2007 г.

US GAAP, \$ млн	1П 2006	1П 2007	Изм-е, %	1К 2007	1К 2007	Изм-е, %
Выручка	2 542	3 609	42.0%	1 750	1 859	6.2%
Валовая прибыль	1 147	1 748	52.4%	817	931	13.9%
<i>Рентаб-ть по валовой прибыли</i>	<i>45%</i>	<i>48%</i>		<i>47%</i>	<i>50%</i>	
EBITDA	990	1 571	58.6%	748	823	9.9%
<i>Рентаб-ть по EBITDA</i>	<i>39%</i>	<i>44%</i>		<i>43%</i>	<i>44%</i>	
Операционная прибыль	922	1 384	50.2%	640	744	16.2%
<i>Рентаб-ть по операционной прибыли</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>		<i>37%</i>	<i>40%</i>	
Чистая прибыль	943	1 065	12.9%	457	608	33.2%
<i>Рентаб-ть по чист. приб-ли</i>	<i>37%</i>	<i>30%</i>		<i>26%</i>	<i>33%</i>	

Источник: данные компании

Довольно слабая динамика чистой прибыли (на фоне значительного роста операционной) обусловлена отражением операций по продаже активов как в 1 полугодии 2006 года (ОАО «Лебединский ГОК»), так и в 1 полугодии 2007 года (группа компаний Прокопьевскуголь и ОАО «Липецккомбанк»). При исключении этих единовременных операций чистая прибыль, по данным компании, в 1 полугодии 2007 года возросла бы на 57%.

**ММК обнародовал результаты за полугодие**

Магнитогорский меткомбинат обнародовал финансовые результаты (МСФО) за первое полугодие 2007 года.

Представленные результаты не сильно разошлись с ожиданиями – дело в том, что ММК является фактически единственным представителем отечественной металлургической отрасли, финансовые результаты которого по международным стандартам отчетности можно довольно точно определить, основываясь на результатах РСБУ, публикуемых ранее (за исключением скорректированной прибыли).

**Финансовые результаты ММК 1П 2007 г**

МСФО, \$ млн	1П 2006	1П 2007	Изм-е, %	1П07 Оценка	Откл-е, %
Выручка	2 780	4 000	43.9%	4 002	0.0%
Себестоимость	1 631	2 348	44.0%	2 347	0.1%
Валовая прибыль	1 149	1 652	43.8%	1 655	-0.2%
<i>Рентаб-ть по валовой прибыли</i>	<i>41%</i>	<i>41%</i>		<i>41%</i>	
EBITDA	785	1 205	53.5%	1 088	10.7%
<i>Рентаб-ть по EBITDA</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>		<i>27%</i>	
Операционная прибыль	690	1 077	56.1%	1 088	-1.0%
<i>Рентаб-ть по операционной прибыли</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>		<i>27%</i>	
Доналоговая прибыль	779	1 119	43.6%	1 156	-3.2%
<i>Рентаб-ть по доналог. прибыли</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>		<i>29%</i>	
Чистая прибыль	588	866	47.3%	889	-2.6%
<i>Рентаб-ть по чист. приб-ли</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>		<i>22%</i>	
Скорректированная чистая прибыль	588	1 045	77.7%	-	-
	21%	26%			

Источник: данные компании, оценка Брокеркредитсервис

Основной причиной наиболее существенного роста результатов стало увеличение объемов производства предприятия, а также благоприятная конъюнктура, сложившаяся на рынке металлопроката в первом полугодии 2007 года. В связи с этим отметим значительный рост в денежном выражении (x131) объемов реализации полуфабрикатов – цены на эту продукцию показали 36-процентный прирост (1П07/1П06).

Вячеслав Жабин

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

Олег Петропавловский

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

## Банки

### **ВТБ может отложить присоединение ВТБ Северо-Запад (ПСБ)**

На минувшей неделе стало известно о том, что наблюдательный совет ВТБ отменил внеочередное собрание акционеров, которое должно было состояться 27 сентября и на котором планировалось рассмотрение вопроса о присоединении ВТБ Северо-Запад. Данное решение было принято в связи с ухудшением конъюнктуры на мировых фондовых рынках. На наш взгляд, процесс присоединения банка ВТБ Северо-Запад может быть возобновлен до конца года.

Напомним, что ранее наблюдательный совет ВТБ утвердил коэффициент конвертации для бумаг ВТБ Северо-Запад (бывший ПСБ). Планируется, что в ходе обмена за одну акцию ВТБ Северо-Запад будет предложена 361 бумага ВТБ. При этом оговаривается, что те акционеры, которых не устроит сделка, смогут продать бумаги ВТБ по цене размещения – 13.6 коп. за одну бумагу. Предложение по выкупу акций ВТБ по цене размещения было действительно только для акционеров, которые владели бумагами ВТБ до 10 августа.

### **ВТБ до конца года займет \$5 млрд**

ВТБ сообщил о своих планах занять на долговых рынках порядка \$5 млрд до конца года за счет выпуска еврооблигаций в долларах и евро, рублевых бондов, а также за счет привлечения синдицированного кредита. Привлеченные средства планируется направить на увеличение объемов кредитования. Из-за проблем с ликвидностью на зарубежных рынках руководство ВТБ ожидает увеличения стоимости заимствований на 100 б. п. Не исключается, что это может сказаться на увеличении процентных ставок по кредитам корпоративным клиентам банка.

Глава ВТБ Андрей Костин сообщил также о том, что в ближайшие 2-3 месяца банк планирует значительно сократить свою долю в европейском аэрокосмическом концерне EADS. На текущий момент ВТБ принадлежит около 5% корпорации.

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



## Телекоммуникации

### МТС отчиталась за второй квартал 2007 года по стандартам US GAAP

На минувшей неделе МТС обнародовала финансовую отчетность по стандартам US GAAP за второй квартал текущего года. Выручка компании выросла на 31.9% за год и на 13% за квартал и достигла \$1.968.6 млрд, OIBDA продемонстрировала увеличение на 39.5% за год и на 12.8% за квартал – до \$1018.7 млн. В результате рентабельность по OIBDA во втором квартале повысилась до 51.7% (с 48.9% по итогам второго квартала прошлого года). Чистая прибыль МТС составила \$507.9 млн, что на 72.4% выше показателя за аналогичный период прошлого года. Отдельно следует отметить рост показателя средней ежемесячной выручки на одного абонента (ARPU) в России – до \$9.2, что на 12.2% выше аналогичного показателя кварталом ранее. На Украине ARPU увеличилась за квартал на 12.3% – до \$6.4. Обнародованные финансовые показатели оператора превысили рыночные ожидания. На наш взгляд, опубликованная отчетность МТС окажет благоприятное влияние на котировки компании.

Вчера руководство МТС сообщило о том, что компания готова к агрессивной экспансии в страны СНГ, однако не собирается переплачивать за активы. При этом было отмечено, что оператор ведет переговоры о приобретении активов практически во всех странах СНГ.

### Комстар обнародовал отчетность за 2 квартал текущего года по US GAAP

Комстар обнародовал финансовую отчетность по стандартам US GAAP за второй квартал текущего года. Выручка компании выросла на 32% за год и на 15% за квартал и достигла \$379.2 млн, OIBDA продемонстрировала увеличение на 51% за год и на 33% за квартал – до \$173.2 млн. В результате рентабельность по OIBDA во втором квартале повысилась до 45.7% (с 40.1% по итогам второго квартала прошлого года). Чистая прибыль Комстара составила лишь \$17.2 млн, что на 71% ниже показателя за аналогичный период прошлого года.

Рост выручки по-прежнему происходил преимущественно за счет высокого спроса абонентов МГТС на безлимитный тариф (который является наиболее доходным для операторов). Дополнительные поступления (в размере \$27 млн) обеспечила компенсация из федерального бюджета за льготы по оплате услуг МГТС для некоторых категорий абонентов. Следует также отметить, что группа получила \$26.7 млн дополнительной выручки за счет введения принципа CPP (Calling Party Pays – «платит звонящий»).

Снижение показателя чистой прибыли Комстара обусловлено переоценкой опциона «пут и колл», выданного в связи с приобретением доли в Связьинвесте. Без учета неденежного эффекта переоценки опциона чистая прибыль составила \$39.2 млн, что на 33% ниже аналогичного показателя по итогам второго квартала прошлого года.

Обнародованные финансовые показатели оператора превысили рыночные ожидания. На наш взгляд, опубликованная отчетность Комстара окажет благоприятное влияние на котировки компании.

Вчера стало также известно о том, что менеджмент компании ведет переговоры с представителями Связьинвеста относительно перевода отчетности последнего на стандарты US GAAP, что позволит Комстару консолидировать часть прибыли Связьинвеста у себя в отчетности.

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



## Энергетика

**На этой неделе инвесторы получат разрешение на торговлю акциями ОГК-5 и ТГК-5**

В начале этой недели акционеры РАО ЕЭС должны получить на свои счета бумаги выделившихся ОГК-5 и ТГК-5, а следовательно, и возможность совершать с бумагами «пятерок» сделки. При этом на уже торгуемые бумаги ОГК-5 и ТГК-5 никаких ограничений не накладывается. Выделение двух компаний предусматривалось первым этапом реформирования РАО ЕЭС, который теперь можно признать состоявшимся.

Отметим, что выделение ОГК-5 и ТГК-5 не повлияет на нашу оценку справедливой стоимости акций РАО ЕЭС, так как в целевом уровне \$1.63 за обыкновенную и \$1.49 за привилегированную акцию выделение уже учтено. Мы сохраняем оценку справедливой стоимости на прежнем уровне и рекомендуем акции РАО ЕЭС к покупке с потенциалом роста по обыкновенной акции 32.5%, по привилегированной – 36.7%.

На наш взгляд, первая неделя после выделения – не самое лучшее время для фиксирования прибыли по бумагам ОГК-5 и ТГК-5. В этот период мы ожидаем чрезвычайной волатильности рынка акций двух генерирующих компаний. Пока наша рекомендация по акциям ОГК-5 и ТГК-5 – «ДЕРЖАТЬ». Продажа бумаг целесообразна только при достижении акциями «пятерок» цены размещения дополнительной эмиссии для ТГК-5 (0.0353 руб.) и цены продажи блокпакета для ОГК-5 (4.43 руб.). Наши опасения связаны прежде всего с тем, что после выделения произошло увеличение количества акций «пятерок», находящихся в свободном обращении, следовательно, любые объемные продажи могут оказать серьезное давление на рынок акций этих компаний.

**Акции ОГК-5 включают в расчет индексов РТС и MSCI**

Акции ОГК-5 будут включены в расчет индексов РТС и MSCI. Главный индикатор настроений инвесторов на российском рынке, Индекс РТС, будет учитывать котировки «пятерки» с 15 сентября. Индекс MSCI учтет акции ОГК-5 уже с 10 сентября. Включение бумаг в расчет сразу двух индексов хорошо скажется на котировках ОГК-5 в краткосрочной перспективе из-за влияния так называемых индексных фондов, которые изменяют состав своих портфелей сразу после включения новых бумаг в индекс.

**Прошлая неделя оказалась богатой на сообщения о допэмиссиях генерации**

Недавно на рынке появились сообщения, касающиеся сразу нескольких генерирующих компаний. Речь преимущественно шла о механизмах и возможных ценах размещения дополнительных эмиссий.

1. Мосэнерго открыло конкурс на выбор консультанта по размещению акций генерирующей компании, приходящихся на госдолю (примерно 19%), на российских и зарубежных торговых площадках. По всей видимости, часть бумаг будет предложена российским инвесторам, часть – инвесторам в Лондоне. Мы положительно оцениваем такой шаг РАО ЕЭС, так как размещение среди частных инвесторов позволяет надеяться на высокую итоговую цену. Тем более что, на наш взгляд, Мосэнерго есть что предложить инвесторам. Компания расположена в одном из самых перспективных с точки зрения роста потребления регионов. Кроме того, недавно Мосэнерго получила от Газпрома более \$2 млрд денежных средств от дополнительной эмиссии, следовательно, теперь может продолжить реализацию инвестиционной программы. Кстати говоря, Мосэнерго чуть ли не единственная генкомпания, реально вводящая в строй новые мощности: в 2006 году вводы составил около 150 МВт, план на 2007 года – более 500 МВт. И, наконец, что не менее важно, контроль Газпрома обеспечит Мосэнерго поставки газа.

2. КЭС получил разрешение ФАС на приобретение 100% акций ТГК-9. Сразу оговоримся, что 100% акций КЭС приобретать не будет, а ограничится 42-45%. Напомним, что ранее антимонопольное ведомство отложило ходатайство КЭС для анализа возможного монопольного положения компании в регионе после такой покупки. По нашим оценкам, приобретя дополнительные эмиссии ТГК-9 в дополнение к ТГК-5, КЭС будет контролировать 11% мощностей ОЭС Урала, что

далеко от монопольного значения.

ТГК-9 намерена предложить инвесторам до 3.67 трлн акций, что соответствует 64.4% существующего уставного капитала и 39.2% – увеличенного. Проект размещения допэмиссии ТГК-9 предполагает, что выручка должна составить не более 17 млрд руб. (\$437 млн). Таким образом, в случае высокой цены размещения акций фактически размещенный объем в акциях будет меньшим. На текущий момент доля КЭС в ТГК-9 составляет около 33%, следовательно, для получения контрольной доли КЭС необходимо выкупить только 1.9 трлн акций, то есть 51% дополнительной эмиссии. Если исходить из ожидаемой суммы выручки, то это соответствует 0.0087 руб. (\$0.00034) за одну акцию, что заметно выше рынка. Если КЭС приобретет акции ТГК-9 по этой цене, то оценка компании составит \$1.94 млрд, или \$603 за 1 кВт установленной мощности.

3. На рынке появились слухи о возможной цене размещения акций ОГК-2. «Двойка» планирует разместить акции допэмиссии среди неограниченного круга инвесторов в октябре текущего года. При этом размещаться энергокомпания намерена в Лондоне, выпустив ГДР. «Двойка» планирует разместить 31.18% от увеличенного уставного капитала. Если исходить из оценки капитализации, то выручка ОГК-2 от дополнительной эмиссии составит \$2.2 млрд. Это размещение станет одним из крупнейших среди энергетических компаний (пока первенствует Мосэнерго с \$2.2 млрд). Оценка ОГК-2 для размещения дополнительных акций составляет \$5 млрд без учета дополнительной эмиссии. Это соответствует \$0.189 (4.85 руб.) за одну акцию. Отметим, что этот уровень на 22% превышает текущие рыночные котировки генерирующей компании.

Размещение ОГК-2 среди частных инвесторов стало возможно после того, как завершился обмен активами между крупными миноритарными акционерами РАО ЕЭС. В результате обмена Газпром получил более 50% акций ОГК-2, следовательно, монополии нет смысла выкупать весь объем дополнительной эмиссии. После завершения процесса размещения доля Газпрома снизится до менее чем контрольной, однако это никак не повлияет на фактическое управление компании.

4. Фонд Prosperity заявил, что намерен участвовать в допэмиссии ТГК-4 в партнерстве с иностранным инвестором. В ходе допэмиссии «четверки» планируется разместить 29.6% от увеличенного уставного капитала ТГК-4. Помимо этого будет размещаться и государственная доля – 23.5% от увеличенного уставного капитала. Таким образом, инвестор сможет получить контроль в энергокомпании Центра (ТГК-4 объединяет мощности в Центральном федеральном округе).

ТГК-4 рассчитывает выручить от продажи дополнительной эмиссии около \$700 млн. Мы полагаем, что приобретение Prosperity (19% акций ТГК-4) всего объема дополнительной эмиссии не будет соответствовать стратегии фонда, так как он является портфельным, а не стратегическим инвестором. Скорее всего, Prosperity ограничится выкупом части дополнительной эмиссии, чтобы сохранить свою долю или как максимум нарастить ее до блокирующей.

Мы положительно оцениваем инициативу Prosperity и полагаем, что эта новость соответствующим образом отразится на котировках ТГК-4. Присутствие фонда в числе крупных акционеров генерирующей компании, на наш взгляд, будет способствовать развитию корпоративного управления и соблюдению интересов миноритарных акционеров. Кроме того, возможное сотрудничество с иностранной компанией позволяет надеяться на высокую цену размещения акций ТГК-4 в декабре.

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

## Машиностроение

**Рост производства в отечественном машиностроении, исходя из пропорционального соотношения объемов отгруженной продукции, в I полугодии этого года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 19%**

Рост производства в отечественном машиностроении, исходя из пропорционального соотношения объемов отгруженной продукции, в I полугодии этого года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составил 19%. Эти данные приводит агентство АК&М. Раньше рекордные темпы роста были зафиксированы лишь в январе-июне 2004 года, а в I полугодии 2006 года рост составил немногим более 2%.

Причины роста производства – в повышенном спросе со стороны строительных компаний, особенно благодаря значительным объемам жилищного строительства. Вторым главным фактором следует считать заметный приток государственного инвестиционного капитала в промышленность, транспорт и строительный сектор. Наконец, третьим главным фактором стал набирающий обороты потребительский спрос. В основном он сказался на тех секторах машиностроения, где выпускаются товары конечного потребления, – автомобилестроении, производстве бытовой техники и электроники.

**Уральский турбинный завод создает совместное производство с компанией Mitsubishi Heavy Industries**

Уральский турбинный завод, который входит в группу компаний Ренова, создает совместное производство с компанией Mitsubishi Heavy Industries. В планах компаний – организовать на базе уральского завода сборку паровых конденсационных турбин мощностью от 330 до 660 МВт, газовых турбин мощностью 270 МВт и блоков ПГУ 400 и 800 МВт.

По словам сотрудника пресс-службы ЗАО «УТЗ» Татьяны Поляровой, реализация проекта пройдет в 2 этапа: до 2009 года японская сторона будет поставлять свои турбины в Россию, а предприятие будет их реализовывать, а также лподготавливать документацию. С 2009 года будет налажено производство турбин по технологиям Mitsubishi в России. Кроме того, с момента поставки первой турбины (что произойдет не ранее 2008 года) будет организовано совместное предприятие, оказывающее сервисные услуги по этому оборудованию.

Это позитивная новость для одного из наших фаворитов – Красного котельщика, – у головной компании которого, ЭМАльянса, есть договор о стратегическом партнерстве с группой компаний Ренова, которой принадлежит Уральский турбинный завод. Объединение заводов в будущем позволит партнерам претендовать на получение от энергетиков заказов на строительство электростанций под ключ – наиболее рентабельного сегмента энергетического машиностроения.

**Президентом АвтоВАЗа, скорее всего, будет назначен руководитель Роспрома Борис Алешин**

Президентом АвтоВАЗа, скорее всего, будет назначен руководитель Роспрома Борис Алешин. Он сменит на этом посту Владимира Артякова, который стал губернатором Самарской области.

Не исключено, что при новом руководителе главный автоконцерн страны сумеет найти стратегического инвестора, снизить себестоимость моделей своих автомобилей и повысить их качество. Мы считаем это позитивной новостью для АвтоВАЗа.

**НефАЗ получил 6 наград на Интеравто-2007**

Продукция Нефтекамского автозавода была отмечена шестью наградами на III международной автомобильной выставке Интеравто-2007 в Москве. В частности, диплом «Лучшего автобуса малой вместимости» достался VDL-НефАЗ-32997, а городской автобус НефАЗ-5299-30-31 с газовым двигателем завоевал специальный диплом журнала Автоперевозчик. В этом году в Интеравто-2007 приняла участие более 800 компаний из регионов Российской Федерации и 15 стран мира.

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

## Цены и рекомендации

Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
НЕФТЬ И ГАЗ															
Аганнефтегазгеология	angg	2.00		3.84	92%	Покупать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.7	n/a	n/a
Башкирнефтепродукт	banp	10.80		18.23	69%	Покупать	0.2	0.2	0.2	1.6	1.6	1.4	4.6	4.4	3.9
Башнефть	BANE	13.50		12.00	-11%	Продавать	0.6	0.7	0.7	3.3	3.3	3.5	5.1	5.9	6.2
Варьеганнефтегаз	VJGZ	36.00		39.50	10%	Держать	1.0	n/a	n/a	4.4	n/a	n/a	6.0	n/a	n/a
Газпром	GAZP	10.21	-1.4%	9.55	-6%	Держать	3.5	3.5	3.6	8.2	7.3	6.4	11.0	10.2	9.2
Газпромнефть	SIBN	3.74	-4.1%	4.20	12%	Покупать	0.9	0.9	0.9	3.8	3.7	4.0	5.6	5.7	6.9
Красноярскнефтепродукт	krmf	68.00		125.00	84%	Покупать	0.2	0.2	0.2	4.5	n/a	n/a	4.6	n/a	n/a
ЛУКОЙЛ	LKOH	74.72	-0.4%	92.46	24%	Покупать	1.0	1.0	1.0	5.9	5.7	5.8	8.4	8.3	8.9
Мегионнефтегаз	MFGS	37.00		45.00	22%	Покупать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	n/a
Мегионнефтегазгеология	slme	1.42		3.48	145%	Покупать	1.0	n/a	n/a	2.6	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a
Московский НПЗ	mnpz	121.5		151.90	25%	Покупать	3.2	2.5	2.5	12.3	6.7	6.5	1.4	33.6	7.5
Нижегороднефтеоргсинтез	ngns	58.50	-0.8%	53.50	-9%	Держать	0.2	n/a	n/a	3.2	n/a	n/a	8.1	7.6	n/a
НОВАТЭК	NVTK	5.22		7.49	43%	Покупать	8.7	6.7	5.4	17.4	14.9	11.4	28.5	22.8	16.6
Новоил	nunz	1.25		1.33	6%	Держать	1.9	2.2	1.8	3.9	7.9	4.0	8.9	6.9	6.0
Норильскгазпром	nrgp	16.50	3.1%	11.06	-33%	Продавать	1.4	1.3	1.2	0.0	0.0	0.1	2.5	1.6	2.1
Обьнефтегазгеология	obne	130.0		173.00	33%	Покупать	4.7	n/a	n/a	27.7	n/a	n/a	32.6	n/a	n/a
Оренбурггеология	ogge	3.85		3.07	-20%	Продавать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Оренбургнефть	ORNB	60.90	1.5%	73.40	21%	Покупать	0.9	n/a	n/a	3.2	n/a	n/a	3.9	3.8	n/a
Орскнефтеоргсинтез	orfe	35.00		27.66	-21%	Продавать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	n/a	n/a
РИТЭК	RITK	10.85		10.00	-8%	Держать	2.1	2.0	1.8	8.4	8.3	8.0	9.5	11.6	11.9
Роснефть	ROSN	8.28	0.1%	REV		Пересмотр	3.1	2.6	2.6	12.9	10.7	9.6	22.3	16.0	15.6
Рязанский НПЗ	rnz	41.00		REV		Пересмотр	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Рязаньнефтепродукт	ryaz	2.05		2.72	33%	Покупать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Салаватнефтеоргсинтез	snoz	73.50	-0.5%	59.71	-19%	Продавать	0.7	0.6	0.5	6.9	15.2	9.2	11.3	11.2	7.7
Саратовнефтегаз	SNFG	70.00		REV		Пересмотр	0.8	n/a	n/a	4.2	n/a	n/a	30.2	n/a	n/a
Саратовский НПЗ	KRKN	412.5		524.60	27%	Покупать	3.8	n/a	n/a	11.1	n/a	n/a	27.0	n/a	n/a
Славнефть	slav	1.30		1.70	31%	Покупать	1.3	1.2	n/a	7.1	6.7	n/a	13.8	7.5	7.1
Сургутнефтегаз	SGNS	1.23	-2.5%	1.55	26%	Покупать	50.5	41.5	40.2	4.9	5.5	5.2	9.7	10.3	12.1
Татнефть	TATN	4.90	-3.0%	4.50	-8%	Держать	0.9	1.0	1.0	5.9	5.5	5.3	8.5	7.9	9.6
ТНК-ВР	tnbp	1.95	-0.8%	REV		Пересмотр	0.9	0.9	1.0	3.9	4.4	4.5	5.7	6.6	7.8
Транснефть	TRNFP	1 600	6.7%	1 485.00	-7%	Держать	1.8	1.7	1.8	3.4	2.9	2.5	4.2	4.2	3.6
Удмуртгеология	udmg	45.00		64.00	42%	Покупать	3.8	n/a	n/a	38.2	n/a	n/a	31.6	n/a	n/a
Удмуртнефть	UDMN	787.5		750.00	-5%	Держать	0.0	n/a	n/a	0.1	n/a	n/a	6.6	6.5	n/a
Уфанефтехим	UFNC	3.07	-6.1%	3.52	15%	Покупать	1.6	1.6	1.5	3.5	3.3	3.2	6.3	5.1	5.1
Уфимский НПЗ	unpz	1.95		1.25	-36%	Продавать	2.2	2.0	1.9	3.0	3.5	3.2	5.9	6.1	5.9
Хабаровский НПЗ	hnpz	150.0		108.10	-28%	Продавать	2.1	n/a	n/a	8.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS	0.70		1.00	43%	Покупать	4.1	n/a	n/a	10.8	n/a	n/a	32.2	n/a	n/a
Ярославнефтпродукт	slne	0.24		0.53	125%	Покупать	0.2	n/a	n/a	2.7	n/a	n/a	3.5	n/a	n/a
Average							2.9	2.0	1.8	6.3	3.1	2.5	9.8	5.4	4.0
Median							6.6	5.8	5.6	8.0	7.2	6.4	12.2	10.6	10.2
НЕФТЕХИМИЯ															
Волтайр-Пром	VLTP	2.26		4.33	91%	Покупать	0.8	0.8	0.8	25.2	27.3	27.3	46.4	46.4	46.4
Воронежсинтезкаучук	vzsk	125.0	-16.7%	541.90	334%	Покупать	0.6	0.6	0.5	6.7	4.8	4.3	5.3	4.7	4.1
Казаньоргсинтез	KZOS	0.47	-1.1%	0.77	64%	Покупать	2.0	1.7	1.3	9.1	4.8	3.4	7.9	5.4	4.8
Нижнекамскнефтехим	NKNC	0.63	-5.1%	REV		Пересмотр	1.0	0.8	0.6	1.6	4.8	7.3	8.5	16.3	6.7
Омскшина	OMSH	31.0		147.10	375%	Покупать	0.5	0.5	0.4	13.3	6.1	3.3	37.8	8.6	3.6
Пластик	PLKT	9.05		28.23	212%	Покупать	0.3	0.3	0.3	4.4	3.5	3.0	14.0	5.7	4.6
Резинотехника	SZRT	36.25		103.50	186%	Покупать	0.2	0.2	0.1	2.2	1.4	1.1	4.8	1.8	1.4
Ярославский шинный завод	YASH	7.00		17.21	146%	Покупать	0.9	0.7	0.6	7.5	5.5	5.0	57.4	20.4	9.6
Average							0.8	0.7	0.6	8.7	7.3	6.9	22.8	13.7	10.2
Median							1.4	1.1	0.9	5.3	5.0	5.7	10.5	11.8	6.3
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ															
Полиметалл	PMTL	5.05		REV		Пересмотр	6.3	6.1	4.2	13.7	31.6	0.0	31.6	33.0	9.7
Полюс Золото	PLZL	41.25	2%	66.9	62%	Покупать	9.2	8.0	7.8	19.9	37.8	16.4	37.8	32.8	33.0
Average							7.7	7.1	6.0	16.8	34.7	8.2	34.7	32.9	21.4
Median							8.7	7.7	7.2	18.8	36.8	13.6	36.8	32.9	29.1

Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ															
ВСМПО-АВИСМА	VSMO	284.0		REV		Пересмотр	4.6	3.6	3.1	12.9	9.3	7.6	20.2	14.9	12.4
Норильский Никель	GMKN	221.7	0%	299.9	35%	Покупать	3.4	2.2	3.0	6.2	3.7	4.6	8.2	5.3	6.6
Уралэлектромедь	UELM	94.50	-3%	REV		Пересмотр	0.8	0.7	0.8	2.4	2.6	3.3	2.8	4.5	9.7
ЧЦЗ	CHZN	119.0	-2%	210.5	77%	Покупать	1.5	1.2	1.3	4.5	3.7	3.9	13.6	5.5	5.9
Электроцинк	ELTZ	115.1		234.0	103%	Покупать	0.9	1.7	1.9	3.2	3.5	3.3	3.4	4.0	3.8
Average							2.2	1.9	2.0	5.8	4.6	4.5	9.7	6.8	7.7
Median							3.4	2.3	2.9	6.6	4.1	4.7	9.0	6.0	7.0
ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ															
ММК	MAGN	1.12		1.14	2%	Держать	2.5	1.6	1.6	7.5	5.4	5.9	4.3	8.8	8.2
Евраз	EVR LI	51.40	2%	REV		Пересмотр	2.5	1.9	1.8	8.3	6.0	6.4	13.0	9.0	8.7
Мечел	MTL US	44.55	2%	REV		Пересмотр	1.5	1.2	1.2	7.0	4.5	5.3	12.5	7.9	7.4
НЛМК	NLMK	3.22	-2%	2.68	-17%	Продавать	3.4	2.6	2.6	7.2	6.1	6.3	11.2	9.5	10.6
Северсталь	CHMF	17.00	-2%	REV		Пересмотр	1.7	1.2	1.2	6.6	4.9	4.7	11.1	9.5	9.7
Average							2.3	1.7	1.7	7.3	5.4	5.7	10.4	8.9	8.9
Median							2.5	1.8	1.8	7.4	5.5	5.8	10.5	9.1	9.2
УГОЛЬНЫЙ СЕГМЕНТ															
Белон	BLNG	40.25		N/A		Пересмотр	1.8	1.3	1.0	15.7	9.8	5.9	10.3	10.1	91.7
Воркутауголь	VOUG	161.0	-5%	N/A		Пересмотр	0.9	0.9	1.1	2.4	2.6	5.3	2.5	2.9	6.7
Кузбассразрезуголь	KZRU	0.326	-4%	0.48	46%	Покупать	2.5	1.8	1.7	21.9	11.0	7.4	n/a	29.6	14.0
Распадская	RASP	3.020	1%	3.06	1%	Держать	5.7	3.9	3.5	10.7	7.0	6.3	23.2	12.0	11.0
Южный Кузбасс	UKUZ	38.00	12%	REV		Пересмотр	1.5	2.1	2.1	8.3	23.5	5.6	11.3	10.6	8.5
Average							2.5	2.0	1.9	11.8	10.8	6.1	9.5	13.0	26.4
Median							3.2	2.5	2.3	13.1	12.3	6.3	11.5	16.0	16.3
ТРУБНЫЙ СЕГМЕНТ															
Выксунский МЗ	VSMZ	1 540		1 719	12%	Покупать	1.6	1.2	1.2	7.8	6.0	5.4	12.1	6.8	6.2
Первоуральский НТЗ	PNTZ	30.0		44.6	49%	Покупать	1.1	1.0	0.9	5.1	3.7	3.6	9.9	5.3	4.8
Северский ТЗ	SVTZ	10.7		16.9	58%	Покупать	1.2	0.9	1.1	n/a	3.9	2.7	6.2	5.7	4.0
Синарский ТЗ	SNTZ	107	0%	103.3	-3%	Держать	1.1	0.9	0.8	3.2	3.5	3.0	6.3	6.4	5.5
ТМК	TRMK	9.70	7%	8.6	-11%	Продавать	2.6	2.2	1.9	11.0	9.0	7.3	17.4	15.2	12.9
ЧТПЗ	CHEP	4.21	0%	3.0	-29%	Продавать	1.5	1.3	1.2	9.6	6.9	5.6	20.1	11.6	8.5
Average							1.5	1.3	1.2	6.1	5.5	4.6	12.0	8.5	7.0
Median							2.1	1.7	1.5	9.2	7.5	6.2	15.5	12.0	10.1
МАШИНОСТРОЕНИЕ															
АвтоВАЗ	AVAZ	160		REV		Пересмотр	0.9	1.0	0.9	9.3	9.5	8.9	26.0	44.7	32.2
Алмаз	ALMZ	5.13		9.85	92%	Покупать	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.7	0.0	0.0
Ижевский машзавод	igma	0.014		0.01	-48%	Продавать	93.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Иркут	IRKT	0.95		REV		Пересмотр	1.9	1.3	1.2	8.2	7.0	10.4	20.2	9.2	7.0
Казанское МПО	kpmo	8.50	-12.8%	13.30	56%	Покупать	0.6	0.5	0.4	5.3	2.1	1.2	16.7	3.6	1.9
Калужский ТЗ	kyr	210		REV		Пересмотр	1.3	1.2	0.9	10.1	8.9	7.6	25.9	26.5	17.2
Камаз	kmaz	4.43		REV		Пересмотр	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.3	0.3	0.2
Кировский завод	KIRZ	32.60		33.10	2%	Держать	0.9	0.8	0.8	9.3	8.8	8.7	14.8	14.0	14.2
Ковровский мехзавод	kvmz	125.0		179.00	43%	Покупать	2.3	1.1	0.9	46.6	3.5	3.0	n/a	61.9	31.0
Красный Котельщик	KRKO	1.23	1.7%	1.45	18%	Покупать	3.1	1.5	n/a	12.1	8.4	n/a	29.6	16.9	n/a
МЗ "Арсенал"	arse	15.00		30.30	102%	Покупать	n/a	0.5	0.5	n/a	4.3	2.6	n/a	5.5	3.4
Нефтекамский АЗ	nfaz	16.03		21.57	35%	Покупать	0.5	0.5	0.4	7.7	6.6	6.4	0.5	0.3	0.2
Нижегородский МЗ	nmsz	4.725		REV		Пересмотр	2.8	n/a	n/a	21.4	n/a	n/a	76.0	n/a	n/a
НПО Сатурн	satr	0.132		0.16	23%	Покупать	2.9	2.2	1.9	13.1	11.5	9.5	29.3	14.4	25.9
Промтрактор	PRTA	170.0		247.70	46%	Покупать	0.4	0.3	n/a	2.2	1.9	n/a	9.5	7.8	n/a
Северсталь-Авто	svav	41.8	0.6%	REV		Пересмотр	1.5	1.0	0.8	11.5	7.6	5.8	19.8	15.8	11.3
Силовые Машины	SILM	0.200	4.3%	REV		Пересмотр	2.9	2.2	1.7	58.9	28.1	18.1	n/a	40.0	40.0
Туламашзавод	tuma	0.090		REV		Пересмотр	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Average							6.4	0.8	0.6	12.0	6.0	4.6	15.6	14.5	10.3
Median							2.2	1.3	1.0	18.2	11.9	9.6	19.2	31.3	24.9
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР															
Аптека 36°6	APTK	77.70	-2.3%	REV		Пересмотр	2.1	1.1	0.8	35.1	26.4	14.7	33.5	5.4	20.8
Балтика	PKBA	48.45	1.6%	55.30	14%	Покупать	4.7	3.2	2.9	17.8	10.3	9.6	21.7	16.0	14.4
Верофарм	vrph	44.40	-1.3%	REV		Пересмотр	4.6	3.5	2.7	16.0	11.4	8.5	23.4	16.7	12.2
Вимм Биль Данн	WBDF	81.10	2.1%	REV		Пересмотр	2.4	1.8	1.4	25.5	12.6	9.6	39.0	26.4	17.8
Калина	KLNA	36.20	-0.8%	52.60	45%	Покупать	0.05	0.04	0.04	8.3	7.6	6.6	11.4	11.2	10.0
Лебедянский	LEKZ	90.25	3.7%	REV		Пересмотр	3.0	2.1	1.8	14.2	11.4	9.6	19.3	17.5	14.9



Магнит	MGNT	42.30	3.2%	60.10	42%	Покупать	1.4	0.9	0.7	27.2	17.3	11.9	43.7	33.4	24.9
Нутритек	NTRI	47.00	-3.1%	71.60	52%	Покупать	45.4	1.3	1.1	9.7	7.2	6.0	34.3	18.4	15.6
Пятерочка	FIVE LI	34.45	2.5%	REV		Пересмотр	2.7	1.7	1.2	29.2	16.6	12.3	55.6	36.0	26.4
Разгуляй	GRAZ	4.090	-0.2%	REV		Пересмотр	0.04	0.03	0.03	7.8	5.7	5.7	11.4	12.5	11.1
Седьмой Континент	SCON	25.30	0.7%	35.20	39%	Покупать	0.1	0.1	0.0	16.0	13.4	9.9	28.4	27.0	22.1
Черкизово	CHE LI	12.25		22.20	81%	Покупать	1.3	0.9	0.7	10.6	6.6	4.4	24.1	13.5	8.0
Average							5.6	1.4	1.1	18.1	12.2	9.1	28.8	19.5	16.5
Median							4.0	1.9	1.6	21.9	13.2	10.3	35.3	24.6	19.3
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	P/BV	EV / портфель			P/E		ROE		
		\$	за неделю	\$			2006		проектов	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
ДЕВЕЛОПМЕНТ															
AFI	AFID LI	8.80	0.2%	REV		Пересмотр	6.9		1.0	35.6	26.1	9.5	19.4%	8.1%	15.1%
Открытые Инвестиции	OIVS	280	-1.8%	314.2	12%	Покупать	2.2		1.9	72.8	34.8	15.4	3.0%	5.5%	10.6%
ПИК	PIKK	25.0		27	8%	Держать	9.5		35.7	41.4	n/a	n/a	22.9%	n/a	n/a
SYSTEM HALS	HALS	10.6	-8.9%	REV		Пересмотр	3.8		1.2	40.8	30.1	19.0	-1.3%	-0.1%	10.1%
ЦМТ-Москва	WTOM	0.69		1.23	78%	Покупать	0.9		0.7	3.0	11.1	11.5	9.4%	9.1%	6.0%
Average							4.7		8.1	38.7	20.4	11.1	10.7%	4.5%	8.4%
Median							7.1		19.5	43.3	28.5	13.4	16.5%	5.7%	12.1%
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
МЕДИЯ															
Росбизнесконсалтинг	RBCI	7.900	6.0%	11.13	41%	Покупать	0.2	0.1	0.1	16.7	12.2	9.0	25.7	20.0	17.0
СТС Медиа	CTCM	24.26	5.5%	30.73	27%	Покупать	9.2	7.0	5.4	19.9	14.8	11.4	35.5	25.6	20.0
Average							4.7	3.6	2.8	18.3	13.5	10.2	30.6	22.8	18.5
Median							7.3	5.6	4.3	19.3	14.3	10.9	33.5	24.5	19.4
ТЕЛЛЕКОММУНИКАЦИИ															
АФК "Система"	AFKS	1 280	-4.8%	1 785	39%	Покупать	1.7	1.4	1.2	4.2	3.5	3.0	13.8	n/a	n/a
Башинформсвязь	BISV	0.177		0.21	19%	Покупать	0.0	0.0	0.0	2.8	2.7	3.1	7.4	7.1	14.3
Волгателеком	NNSI	4.617	-0.1%	REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	5.7	4.8	4.4	10.7	10.1	9.7
Вымпелком	VIMP	24.98	2.4%	REV		Пересмотр	6.0	4.2	3.5	11.8	8.2	7.1	31.1	19.9	16.1
Голден Телеком	GLDN	67.86	-1.1%	REV		Пересмотр	3.6	2.5	2.0	12.5	9.4	7.0	26.3	23.2	18.1
Дальсвязь	ESPK	4.600		5.70	24%	Покупать	0.1	0.1	0.1	6.9	5.4	4.6	25.8	10.1	7.8
Комстар ОТС	CMST	10.25	-5.1%	REV		Пересмотр	4.8	3.7	3.4	13.5	8.9	8.1	29.0	15.7	12.9
Московская ГТС	MGTS	31.50		REV		Пересмотр	4.3	3.4	3.2	9.8	7.3	6.9	15.6	12.2	14.7
МТС	MTSS	61.24	-7.4%	58.40	-5%	Держать	4.4	3.4	3.1	8.9	6.7	6.1	18.4	12.9	11.6
Ростелеком	RTKM	9.930	0.6%	2.85	-71%	Продавать	0.1	0.1	0.1	16.3	15.8	15.2	59.6	57.0	54.3
СЗТ	SPTL	1.480	-2.4%	REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	7.7	5.9	5.1	20.3	13.3	12.9
Сибирьтелеком	ENCO	0.092	-7.1%	REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	5.3	4.1	3.8	11.0	8.5	8.3
Уралсвязьинформ	URSI	0.057	-4.2%	REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	7.7	6.5	5.6	27.4	11.2	8.4
Центртелеком	ESMO	0.900		REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	7.6	6.1	5.3	41.1	18.7	11.3
Юг Телеком	KUBN	0.170		REV		Пересмотр	0.1	0.1	0.1	6.8	5.7	5.2	28.7	28.2	13.7
Average							1.7	1.3	1.1	8.5	6.7	6.0	24.4	16.5	14.3
Median							3.5	2.7	2.3	12.1	8.8	7.5	46.0	23.8	18.9
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	P/BV			P/E			ROE		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007	2008E
БАНКИ															
Банк Москвы	mmbo	48.0	-3.5%	REV		Пересмотр	4.72	3.46	2.84	27.52	19.78	14.61	17%	20%	21%
ВТБ	VTBR LI	8.70	-5.8%	12.2	40%	Покупать	3.24	1.87	1.69	24.81	23.77	17.33	19%	13%	11%
Возрождение	vzrz	56.0		74.0	32%	Покупать	5.45	2.98	2.49	31.42	21.16	14.37	18%	17%	18%
Сбербанк	SBER	3.70	-3.6%	5.01	35%	Покупать	6.41	3.22	2.72	22.60	18.02	14.32	31%	24%	21%
Average							5.0	2.9	2.4	26.6	20.7	15.2	21%	19%	18%
Median							5.5	2.9	2.5	23.5	19.6	15.1	27%	21%	19%
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
ТРАНСПОРТ															
Авиакомпания Красэйр	avka	258		REV		Пересмотр	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Авиакомпания Сибирь	avsi	3 175		3 830	21%	Покупать	0.1	0.1	0.1	3.3	3.2	2.9	5.6	4.5	3.6
Аэрофлот	AFLT	2.74	1.1%	REV		Пересмотр	1.2	1.2	1.0	7.5	8.1	6.9	11.8	12.2	9.1
ДВМП	FESH	0.80	8.2%	0.32	-60%	Продавать	4.1	3.3	2.9	21.7	11.9	11.1	21.5	17.7	15.0
Новошип	nomp	2.47	4.2%	2.52	2%	Держать	3.5	3.2	3.2	6.0	5.6	5.6	5.9	6.2	7.8
Приморское МП	PRIM	0.40	0.6%	0.29	-28%	Продавать	2.8	2.9	2.9	8.4	7.5	6.7	18.8	13.6	32.9
Ютэйр	TMAT	0.63	11.6%	REV		Пересмотр	n/a	26.3	0.9	n/a	n/a	7.6	60.0	n/a	24.9
Average							1.7	5.3	1.6	6.7	5.2	5.8	17.7	7.7	13.3

Median							2.3	3.3	1.8	10.3	7.9	7.5	15.7	11.6	11.9
ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ															
Акрон	AKRN	23.00	-4.2%	28.47	24%	Покупать	1.5	1.4	1.3	6.4	6.4	6.1	8.7	8.5	8.1
Дорогобуж	DGBZ	0.22		0.37	68%	Покупать	1.1	1.0	1.1	5.0	5.2	6.2	7.1	5.0	11.1
Кемеровский Азот	AZKM	29.00	7.4%	53.31	84%	Покупать	1.2	1.3	1.2	11.8	10.8	10.8	60.1	40.8	285.3
Куйбышев Азот	kazt	1.89		1.52	-20%	Продавать	8.9	n/a	n/a	46.2	n/a	n/a	7.6	0.4	0.7
Невинномысский Азот	neaz	2.00		1.78	-11%	Держать	1.6	1.4	1.3	4.7	4.4	4.7	6.7	6.6	8.4
Новомосковский Азот	nmaz	400.0		REV		Пересмотр	n/a	0.9	0.9	n/a	2.9	3.9	n/a	5.0	5.8
Сильвинит	SILV	380.0	1.9%	REV		Пересмотр	6.0	4.9	4.1	12.4	10.3	8.1	20.0	15.6	12.4
Тольяттиазот	TLAZ	8.00		9.00	13%	Держать	n/a	1.6	1.7	n/a	4.3	4.4	n/a	5.7	6.2
Уралкалий	URKA	2.91	-1.4%	REV		Пересмотр	8.0	6.2	5.0	21.2	14.8	11.6	34.0	25.8	19.5
Череповецкий Азот	CHEA	35.50		32.30	-9%	Держать	n/a	1.0	1.0	n/a	4.0	4.0	n/a	9.2	9.7
Average							2.8	2.0	1.8	10.8	6.3	6.0	14.4	12.3	36.7
Median							5.7	4.4	3.7		10.6	8.6	22.5	17.8	17.8
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	EV/sales			EV/EBITDA			P/E		
		\$	за неделю	\$			2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	2006	2007E	2008E
СТРОИТЕЛЬСТВО															
Бамтоннельстрой	btst	2 050		2 515	23%	Покупать	1.2	1.1	1.0	5.5	7.3	6.7	9.6	18.1	16.6
Метрострой	metp	420.0		413	-2%	Держать	0.3	0.2	0.2	6.3	2.9	2.2	11.6	4.9	3.9
Мостоотряд №19	msot	3 000		4 450	48%	Покупать	0.7	0.6	0.5	18.4	8.1	5.5	75.8	37.9	12.0
Мостострой-11	msts	2 250		2 414	7%	Держать	1.0	0.9	0.8	5.0	10.5	12.7	8.5	17.7	15.2
Мостотрест	msst	493.0	0.6%	526	7%	Держать	1.3	0.9	0.8	13.4	6.1	3.6	970.2	40.8	14.6
Average							0.9	0.7	0.7	9.7	7.0	6.1	215.1	23.9	12.4
Median							1.1	0.8	0.7	11.3	7.0	5.6	463.0	30.9	13.8
Компания	Тикер	Тек. цена	Изм-е	Target	Потенциал	Рек-я	P/BV		EV / уст-ые		P/E				
		\$	за неделю	\$			2006		мощности		2006				
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА															
Астраханьэнерго	asre	0.288		0.2	-31%	Продавать	4.4		n/a		51.1				
Брянскэнерго	BREN	11.00	10.0%	15.9	45%	Покупать	3.4		n/a		n/a				
Волгоградэнерго	vgen	0.950		1.2	26%	Покупать	1.4		n/a		108.7				
Воронежэнерго	VZEN	2.700	-5.3%	5.66	110%	Покупать	1.1		n/a		435.8				
Дагэнерго	DGEN	0.026	1.2%	0.07	175%	Покупать	0.5		n/a		n/a				
ДЭК	dvec	0.110	-1.8%	0.21	94%	Покупать	n/a		n/a		n/a				
Кировэнерго	KIRE	0.061		0.11	80%	Покупать	1.2		n/a		72.4				
Костромаэнерго	KOSG	0.225		0.37	64%	Покупать	7.8		n/a		16.7				
Курскэнерго	kuen	0.120		0.25	108%	Покупать	1.3		n/a		19.2				
Ленэнерго	lsng	1.550		2.32	50%	Покупать	0.8		n/a		n/a				
Мариэнерго	MIEN	0.525		1.03	96%	Покупать	1.1		n/a		n/a				
Новгородэнерго	NGNR	0.525		1.07	104%	Покупать	0.9		n/a		115.0				
ОГК-1	ogka	0.102		0.10	-2%	Держать	n/a		482.7		45.1				
ОГК-2	ogkb	0.155	-1.0%	0.16	6%	Держать	n/a		486.2		97.0				
ОГК-3	ogkc	0.136	-6.6%	0.13	-4%	Держать	n/a		758.9		214.7				
ОГК-4	ogkd	0.119	0.4%	0.11	-8%	Держать	n/a		674.1		n/a				
ОГК-5	ogke	0.154	-1.9%	0.14	-10%	Держать	n/a		593.1		n/a				
ОГК-6	ogkf	0.134		0.13	-1%	Держать	n/a		416.9		72.2				
Омскэнерго	omng	44.50		54.3	22%	Покупать	4.0		n/a		8.1				
Орелэнерго	OREN	0.995		0.71	-29%	Продавать	5.1		n/a		254.2				
Пензаэнерго	PNZE	0.853		1.75	105%	Покупать	1.3		n/a		1091.7				
Пермэнерго	pmng	15.00	25.0%	17.0	13%	Держать	2.2		n/a		n/a				
РАО ЕЭС России АО	EESR	1.206	-5.0%	1.63	35%	Покупать	2.1		n/a		n/a				
РАО ЕЭС России АП	EESRP	1.090	-3.5%	1.49	37%	Покупать	n/a		n/a		n/a				
Ростовэнерго	rtse	0.112		0.13	16%	Покупать	1.9		n/a		n/a				
Рязаньэнерго	rzen	0.710		1.09	54%	Покупать	1.2		n/a		163.5				
Свердловэнерго	sver	1.060		1.69	59%	Покупать	1.7		n/a		n/a				
Тамбовэнерго	TAEN	0.070	-0.1%	0.11	57%	Покупать	1.2		n/a		82.7				
Томская распредкомпания	tors	0.025		0.05	100%	Покупать	1.1		n/a		398.4				
Челябэнерго	chng	0.077		0.13	69%	Покупать	1.6		n/a		157.7				
Average							2.1		113.7		113.5				
Median							1.9		592.0		205.0				

## BCS Research Group

**Макс Шеин**

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

**Ирина Филатова**

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

**Денис Мухин**

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

**Светлана Макеева**

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

**Екатерина Кравченко**

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

**Татьяна Бобровская**

Пищепром, розница, потреб  
товары  
[tbobrovskaya@msk.bcs.ru](mailto:tbobrovskaya@msk.bcs.ru)

**Андрей Полищук**

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

**Анастасия Жданова**

Транспорт, химия  
[azhdanova@msk.bcs.ru](mailto:azhdanova@msk.bcs.ru)

**Вячеслав Жабин**

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

**Севастьян Козицын**

Машиностроение  
[skoiztsyn@msk.bcs.ru](mailto:skoiztsyn@msk.bcs.ru)

**Олег Петропавловский**

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

**Алена Чигринская**

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

**+7 495 785 5336**

## BCS Equity Sales & Trading

**Евгений Старцев**

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

**Павел Васев**

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

**Сергей Цуркан**

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

**Денис Новиков**

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

**Ольга Карельская**

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

**Евгений Тупикин**

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

**Ринат Темербеков**

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

**Андрей Бычин**

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

**Альберт Хусаинов**

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

**Александр Пименов**

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

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

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

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

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

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.