



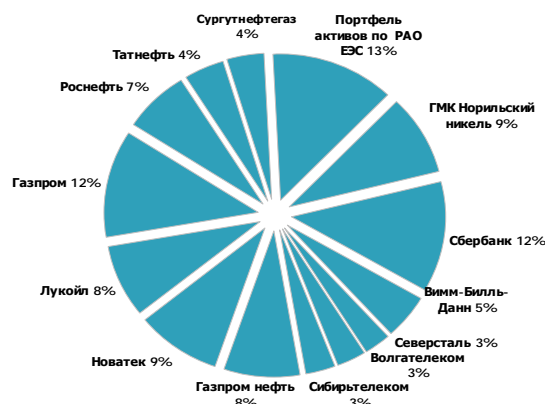
## Стратегия по рынку акций сентябрь 2008

### Основные тенденции рынка :

- Ø Всего за неделю с начала сентября индекс РТС потерял около 20%, при этом в дальнейшем инвесторы не застрахованы от продолжения распродаж. В то же время, в случае стратегического инвестирования на срок более 1,5 лет текущие уровни цен позволяют игрокам рынка надеяться на получения существенного дохода в будущем.
- Ø Настроения инвесторов в настоящее время диктует политическая ситуация, сложившаяся на Кавказе. Конфликт в Южной Осетии, а также признание независимости Абхазии и Южной Осетии вылился в политическую и дипломатическую напряженность, обострение отношений РФ с США и странами Евросоюза. В результате чего, корпоративные события, происходящие в потребительском секторе, остаются незамеченными и не находят отражения в котировках акций компаний. По фундаментальным показателям акции потребительского сектора выглядят привлекательными для покупки, однако мы не исключаем дальнейшего снижения котировок, что связано с политическими рисками. Мы по-прежнему считаем, что акции ориентированные на внутренний спрос должны присутствовать в портфеле в качестве защитных бумаг.
- Ø Мы полагаем, что в настоящее время наиболее недооцененным сегментом в энергетическом секторе являются компании распределительного комплекса. Переход на RAB и сохранение платы за тех. присоединение, которая будет иметь место до 2011 года, позволит существенно улучшить финансовые показатели сетевых компаний, что в перспективе будет способствовать росту их капитализации.

### Модельный портфель ликвидных акций

- ожидаемая доходность: 31,7%  
- динамика с начала года: -38,3%  
- динамика индекса РТС с начала года: -43,3%



### Капитализация по отраслям, янв. – август 2008 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Изменение Мсар за месяц, %	Изменение Мсар с начала года, %
<b>Нефть и газ</b>	449 647	-28,8%	-34,7%
газ	217 233	-29,9%	-39,3%
нефть-добыча	225 062	-28,0%	-29,6%
нефть-переработка	3 164	-27,5%	-51,4%
нефть-продажа	1 190	9,5%	31,1%
нефть-транспорт	1 057	-46,5%	-65,8%
нефть-сервис	1 941	35,7%	99,6%
<b>Банковский сектор</b>	74 885	-33,6%	-52,2%
<b>Электроэнергетика</b>	51 882	-19,7%	-66,4%
энергетика-генерация	19 464	-24,2%	-52,9%
энергетика-сбыт	5 275	356,8%	600,2%
энергетика-сеть	5 138	34,5%	-30,1%
Энергетика	22 004	-35,2%	-79,1%
<b>Металлургия и добывающая пром.</b>	113 509	-29,8%	-35,4%
металлургия	52 323	-28,2%	-30,4%
трубопрокатная индустрия	10 702	-21,5%	-41,8%
цветная металлургия	27 561	-39,4%	-52,8%
горнорудная промышленность	8 454	-17,9%	-13,9%
Уголь	14 469	-25,8%	3,8%
<b>Телеком</b>	57 315	-15,0%	-35,0%
<b>Потребительский сектор</b>	19 452	-21,2%	-20,7%
пиво	5 355	-22,1%	-34,8%
пищевая промышленность	7 770	-21,4%	-11,7%
потребительские товары	6 327	-20,1%	-16,0%
<b>Химия и нефтехимия</b>	43 420	-36,6%	2,5%
химическая промышленность	10 599	-13,6%	2,1%
производство удобрений	32 821	-41,6%	2,7%
<b>Машиностроение и электроника</b>	21 564	-24,1%	-26,3%
<b>Транспорт</b>	12 246	-16,9%	-17,1%
транспорт	9 706	-11,8%	-1,7%
порт	2 540	-32,1%	-48,2%
<b>Недвижимость</b>	10 153	-28,3%	-42,2%
<b>Строительство</b>	17 419	14,2%	61,7%
<b>Прочее</b>	22 590	-27,3%	-37,5%

---

**СОДЕРЖАНИЕ**

<i>Календарь выхода важнейших макроэкономических данных</i>	<b>Стр. 7</b>
<i>Сырьевые рынки</i>	<b>Стр. 8</b>
<i>Макроэкономика</i>	<b>Стр. 9 – 10</b>
<i>Нефтегазовый сектор</i>	<b>Стр. 11 – 18</b>
<i>Электроэнергетика</i>	<b>Стр. 19 – 21</b>
<i>Потребительский сектор</i>	<b>Стр. 22 – 26</b>

---

## **СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ**

В июле, когда у инвесторов еще теплилась надежда, что рынок протестировав отметку 1800 пунктов вернется в положительную область, мало кто ожидал, что падение может принять столь драматичный характер. Всего за неделю с начала сентября индекс РТС потерял около 20%, с начала августа снижение российского рынка достигло 31,3%.

Ситуация с Мечелом и последовавший за этим отток активов иностранных инвесторов, стала лишь отправной точкой для вывода средств иностранных игроков. Военная операция на Северном Кавказе и жесткая позиция мирового сообщества и, в частности США, по отношению к России стала весомым катализатором для массивных распродаж российских активов. Только за прошлый месяц отток капитала по различным оценкам составил от 4,6 млрд. до 15 млрд. долл.

В сентябре мы не видим предпосылок для кардинального изменения сложившейся ситуации. Положение экономики США остается достаточно шатким о чем свидетельствуют данные статистики. При этом ситуация с временной «национализацией» крупнейших ипотечных брокеров Fannie Mai и Freddie Mac, является, по нашим оценкам, лишь временным решением и в конечном счете окажет негативное влияние на американскую экономику. Принимая на себя гигантский размер обязательств этих компаний американская экономика наращивает объем государственного долга или в противном случае будет вынуждена компенсировать расходы за счет увеличения денежной массы, что приведет к очередному падению курса иностранной валюты.

Ситуация на сырьевых рынках также не способствуют восстановлению позиций российской торговой площадки. Нефть, подешевевшая с исторических максимумов более чем на 30%, сегодня становится все менее зависимой от факторов, которые еще недавно были определяющими для ее динамики. Конфликт на Северном Кавказе и возможность сокращения поставок по нефтепроводу Баку-Тбилиси-Джейхан лишь временно остановили падение нефтяных котировок, в равной степени как и решение ОПЕК сократить добычу. Сейчас «медвежий» настрой на сырьевых рынках настолько силен, что даже влияние климатических факторов (сезон ураганов в Мексиканском Заливе) оказывает лишь сдерживающее влияние на падающие котировки нефтяных фьючерсов.

На этом фоне ближайшее будущее российского рынка нельзя назвать оптимистичным. Все более реалистичным представляется снижения российского рынка до уровня 1100 – 1000 пунктов по индексу РТС. Несмотря на значительную фундаментальную стоимость и потенциал большинства российских компаний, текущая конъюнктура рынка не позволит реализовать этот потенциал в течение ближайших месяцев. Одной из основных надежд инвесторов становится средства Фонда национального благосостояния, которые могут быть в перспективе использованы для поддержки финансового рынка. При этом с учетом необходимых изменений в законодательстве финансовых рынков в ближайшие несколько месяцев, по нашим оценкам, этой помощи ждать не стоит.

## **ЧТО ПОКУПАТЬ В РОССИИ**

На фоне массированных распродаж и значительного снижения цен по всему спектру ликвидных бумаг российского рынка практически невозможно дать ориентиры и указать привлекательные акции для покупки. Несмотря на то, что фундаментальный потенциал по российским бумагам все еще достаточно велик и уровни справедливых цен значительно превышают текущие котировки, инвесторы не застрахованы от продолжения распродаж в этих акциях.

В то же время, в случае стратегического инвестирования на срок более 1,5 лет текущие уровни цен позволяют инвесторам надеяться на получения существенного дохода в будущем. В нефтегазовом секторе мы делаем ставки, прежде всего на акции государственных монополий, таких как Газпром (GAZP) и Роснефть (ROSN) на долю которых, по нашему мнению, будут приходиться основные инвестиции государственных средств в будущем.

В настоящее время акции потребительского сектора значительно скорректировались, и по фундаментальным показателям выглядят недооцененными. Однако в сложившейся ситуации в силу затрудненности привлечения кредитных ресурсов мы рекомендуем обратить внимание на компании не сильно зависящие от долгового финансирования. Кроме того, также мы считаем, что компании ориентированные на внутренний спрос во время кризиса будут себя чувствовать комфортнее, чем экспортоориентированные предприятия.

Таким образом, мы рекомендуем обратить внимание на акции фармацевтических компаний. В частности Верофарм, по нашему мнению, обладает существенным потенциалом роста. Целевая цена по бумагам Верофарма составляет 70,2 долл.

Мы полагаем, что в настоящее время необходимо с осторожностью инвестировать в акции компаний торговых операторов в силу того, что именно ритейл является наиболее капиталоемкой отраслью и потребности в финансировании масштабных инвестиционных программ перекрывают собственные внутренние возможности. Это заставляет компании выходить на рынки капитала. Однако мы сохраняем позитивный настрой в отношении роста капитализации российских ритейлеров. Мы рекомендуем к покупке акции X5 Retail Group с целевой ценой 41,28 долл. Также, по нашему мнению, на текущих уровнях привлекательно для покупки выглядят акции Магнита (целевая цена 60,85 долл.). Очень достойно ведут себя акции Седьмого Континента (SCON, целевая цена 32,8 долл.).

В электроэнергетическом секторе мы по-прежнему выделяем акции ФСК. По нашему мнению бумаги этой компании уже достаточно долго торгуются существенно ниже своей справедливой цены. Мы рекомендуем к Покупке акции ФСК. Мы также не исключаем увеличение активности по бумагам РусГидро, поскольку полагаем, что в настоящее время акции компании сильно перепроданы. При этом, мы не видим каких-либо фундаментальных причин для такого снижения и рекомендуем к Покупке акции компании.

В то же время, наиболее недооцененными нам кажутся акции распределительного комплекса. Переход на RAB существенно улучшит финансово-экономические показатели сетевых компаний, что в свою очередь будет способствовать росту их капитализации. Мы рекомендуем к покупке акции МРСК Северо-Запада (MRKZ), МРСК Центра и Приволжья (MRKP), МРСК Сибири (MRKS), МРСК Центра (MRKC), МРСК Северного Кавказа (MRKK), МРСК Юга (MRKY), МРСК Волги (MRKV), МРСК Урала (MRKU).

**СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, СЕНТЯБРЬ 2008**

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Нефть и газ добыча</b>			
Газпром нефть	SIBN	8,8	134,7%
Новатэк	NVTK	9,5	57,5%
Башнефть	BANE	-	Пересмотр
Башнефть, ап	BANEP	-	Пересмотр
Лукойл	LKOH	118,4	83,6%
Газпром	GAZP	18,90	129,1%
ТНК-ВР	TNBP	2,4	54,8%
Роснефть	ROSN	16,4	118,7%
Татнефть	TATN	9,1	120,6%
Татнефть, ап	TATNP	5,0	115,1%
Сургутнефтегаз	SNGS	1,7	203,6%
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,9	185,7%
<b>Сектор: Нефть переработка</b>			
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,26	14,5%
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,64	28,0%
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	162,30	231,2%
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	81,15	65,8%
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	2,21	138,9%
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,13	126,0%
<b>Сектор: Нефть дистрибуция</b>			
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	127,61	16,0%
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	37,43	84,8%
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	17,3	39,5%
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	9,7	25,2%
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	55,78	102,8%
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	32,54	44,6%

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Потребительский сектор</b>			
ОАО Магнит	MGNT	60,85	64,5%
ОАО Седьмой Континент	SCON	32,80	28,9%
Группа Х5	FIVE LI	41,28	71,4%
Группа Дикси	DIXY	16,90	65,7%
Аптека 36,6	APTK	51,75	115,6%
М.Видео	MVID	9,03	80,6%
Концерн КАЛИНА	KLNA	-	Пересмотр
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	64,44	68,7%
ОАО Вимм-Биль-Данн	WBDF	75,73	99,3%
ОАО Вимм-Биль-Данн	WBD	108,19	64,1%
ОАО Лебедянский	LEKZ	88,02	0,6%
ОАО Балтика	PKBA	47,92	35,0%
ОАО Балтика	PKBAp	32,92	9,7%
ОАО Верофарм	VRPH	70,20	73,3%
ОАО Фармстандарт	PHST	82,54	35,9%
ОАО Фармстандарт	PHST	29,48	47,4%
ОАО Синергия	SYNG	64,68	25,6%
Группа Разгуляй	GRAZ	8,90	85,4%
Группа Черкизово	CHE LI	16,95	46,4%
<b>Сектор: Электроэнергетика</b>			
ОГК-1	OGKA	0,13570	178%
ОГК-2	OGKB	0,14200	218%
ОГК-3	OGKC	0,14410	92%
ОГК-4	OGKD	0,13880	125%
ОГК-5	OGKE	0,15110	48%
ОГК-6	OGKF	0,13870	263%
ТГК-1	TGKA	0,00110	75%
ТГК-2	TGKB	0,00107	10%
Мосэнерго	MSNG	0,23517	124%
ТГК-4	TGKD	0,00112	8%
ТГК-5	TGKE	0,00140	150%
ТГК-6	TGKF	0,00152	130%
ТГК-7	TGKG	0,15122	191%
ТГК-8	TGKH	0,00149	-4%
ТГК-9	TGKI	0,00038	130%
ТГК-10	TGKJ	3,20093	-29%
ТГК-14	TGKN	0,00035	-17%

**КАЛЕНДАРЬ ВЫХОДА ВАЖНЕЙШИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ДАННЫХ 01 – 30 СЕНТЯБРЯ 2008 г.**

Дата	Время (Мск)	Объект статистики/ страна	Наименование события	Анализируемый период	Предполагаемое значение	Значение предыдущего периода
02/09/08	13:00	Еврозона	Индекс цен производителей	Июль 2008	9,1%	8,0%
04/09/08	16:30	США	Уровень безработицы	Август 2008	5,7%	5,7%
10/09/08	06:00	Китай	Индекс цен производителей	Август 2008	9,8%	10,0%
10/09/08	07:30	Китай	Торговый баланс	Август 2008	-	15,4%
10/09/08	06:00	Китай	Индекс цен потребителей	Август 2008	5,4%	6,3%
11/09/08	16:30	США	Торговый баланс	Июль 2008	-58,0	-56,8
12/09/08	16:30	США	Индекс цен производителей	Август 2008	10,2%	9,8%
16/09/08	16:30	США	Индекс цен потребителей	Август 2008	5,5%	5,6%
16/09/08	13:00	Еврозона	Индекс цен потребителей	Август 2008	3,8%	3,8%
17/09/08	13:00	Еврозона	Торговый баланс	Июль 2008	-3,0B	-0,1B
18/09/08	16:30	США	Первичные обращения за пособиями	14 сентября 2008		
24/09/08	18:00	США	Продажи существующего жилья	Август 2008		5,00M
25/09/08	16:30	США	Первичные обращения за пособиями	21 сентября 2008		
26/09/08	16:30	США	ВВП	2 кв. 2008		1,2%
26/09/08	16:30	США	Личные расходы	Август 2008		1,7%
29/09/08	16:30	США	Личные доходы	Август 2008		-0,7%

Источник: данные Bloomberg

## СИТУАЦИЯ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ

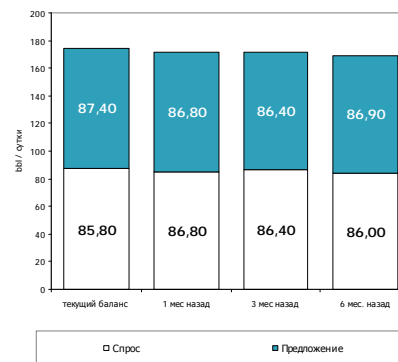
### Нефть: медвежий тренд сохраняется...

За прошедший месяц нефть продолжила демонстрировать понижающий тренд. Нефтяные котировки (light sweet CL1), снизившись в начале месяца с уровней 120-125 долларов за баррель в дальнейшем продолжили консолидироваться на отметке 110-115 долл. Существенного влияния на котировки углеводородного сырья не оказали ни военные действия на Северном Кавказе, ни возможность срыва поставок «черного золота» по нефтепроводу Баку-Тбилиси-Джейхан. В этом случае можно сказать, что события в Южной Осетии лишь незначительно сдержали нефть от дальнейшего падения, позволив рынку взять тайм-аут перед очередными распродажами.

В начале сентября, по мере охлаждения геополитической напряженности нефтяные котировки вновь продолжили падение на фоне значительного укрепления американской валюты. Сейчас котировки остановились на уровне 100-105 долларов за баррель, при этом «медвежие» настроения на рынке настолько сильны, что на котировки практически не оказывают влияния ни данные по запасам, ни климатические факторы, ни информация о сокращении добычи со стороны стран ОПЕК.

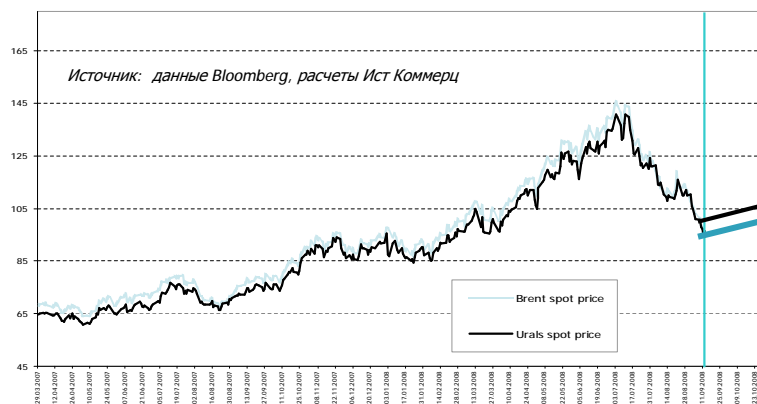
Для сложившейся ситуации на рынке нефти существует несколько причин. Основная из них такова, что за последний месяц усилилась диспропорция между уровнем спроса и уровнем предложения на мировом рынке. Сейчас уровень спроса на нефть составляет около 85,8 млн. баррелей в сутки, тогда как уровень предложения практически не изменился и продолжает находиться в пределах 87,40-87,8 млн. баррелей. Условно говоря, если месяц назад из 100% предлагаемой нефти потреблялось 98,8%, то сейчас это отношение снизилось до 97,7%. Дополнительное давление на инвесторов продолжает оказывать и доллар, укрепляющийся на новостях о нормализации ситуации в ипотечном секторе США. Перед началом предвыборной гонки в США мы ожидаем продолжения укрепления американской валюты. Мы считаем, что в сентябре рынок продолжит консолидироваться на достигнутых уровнях, при этом наиболее весомым фактором, влияющим на котировки, останется ситуация на валютном рынке.

Динамика и баланс мирового спроса-предложения на нефть, млн. ббл./сутки



Источник: данные Bloomberg

Изменение цены (spot price) на нефть марок Brent и Urals с начала 01/2007 г. - 10/2008 (долл. / ббл)



**МАКРОЭКОНОМИКА**

*Темп роста инфляции за 9 месяцев 2008 года – 9,7%...*

За 9 месяцев с начала года потребительская инфляция в России достигла 9,7 %. Таким образом, чтобы соответствовать прогнозам Минэкономразвития (12,4%) накопленная инфляция за оставшиеся 3 месяца года должна составить 2,7%, или в среднем по 0,9% в месяц. Это представляется нам достаточно маловероятным, учитывая тенденцию к ускоренному росту потребительских цен в осенние месяцы.

В то же время, по информации Федеральной службы по статистике объем ВВП за второй квартал 2008 года составил в текущих ценах 10, 275 трлн. рублей. Темп роста его реального объема относительно аналогичного периода прошлого года составил 7,5%. Наибольший рост добавленной стоимости во II квартале 2008 года наблюдался в рыболовстве (20,2%), торговле (11,7%), транспорте и связи (9,4%), строительстве (18,7%). Падение зафиксировано только в одной из основных отраслей экономики - добыче полезных ископаемых (-1%).

В целом объем ВВП за полугодие составил в текущих ценах 19 трлн. 112,8 млрд. рублей, увеличившись к тому же периоду прошлого года на 8% - это на 0,2 процентного пункта больше, чем год назад. Ускорение темпов роста ВВП по итогам полугодия достигнуто благодаря высоким результатам первого квартала, когда увеличение ключевого макроэкономического показателя составило 8,5% против 7,4% в январе-марте 2007 года.

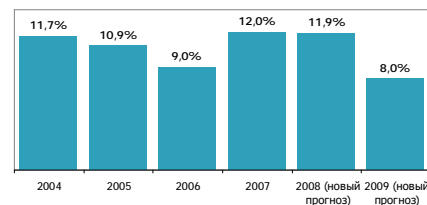
*Отток капитала продолжается...*

Военный конфликт в Южной Осетии, Грузии и последовавшее за этим охлаждение отношений между Россией и мировым сообществом и, в первую очередь, с США стало мощным катализатором, побудившим большинство иностранных инвесторов выводить активы из российского рынка. По оценкам агентства S&P с начала военного конфликта отток иностранного капитала составил около 2% от ВВП, при этом лишь только за август эта величина составила 1% от величины внутреннего валового продукта страны. В текущем месяце, по оценкам первого заместителя председателя правления ЦБ РФ Алексея Улюкаева отток капитала с российских финансовых рынков не превысит уровня августа, когда он составил около 4,6 млрд. долл.

В то же время, несмотря на сложившуюся ситуацию Центробанк России не намерен менять свои прогнозы по чистому притоку капитала в экономику России, который прогнозируется на уровне 40 млрд. долл.

В дальнейшем можно предположить, что в случае принятия решения размещения средств Фонда благосостояния на российском рынке, можно будет говорить о замещении средств иностранных инвесторов государственными деньгами. При этом, учитывая необходимость совершенствования современного законодательства в отношении фондового рынка данный процесс, по нашим оценкам, может начаться не раньше середины 2009 года.

**Темп прироста потребительской инфляции в 2004 - 2009 (Е) гг., %**



Источник: данные МЭРТ

**Темп прироста ВВП России в 2007 - 2011 (Е) гг., %**



Источник: данные МЭРТ

*Рейтинги России остаются неизменными...*

Несмотря на обострение внешнеполитических отношений между Россией и странами запада, суверенный и кредитный рейтинг нашей страны не подвергся изменению. Так, накануне Международное рейтинговое агентство Standard & Poor's (S&P) подтвердило суверенные кредитные рейтинги России по долговым обязательствам в иностранной и национальной валюте: долгосрочные рейтинги - на уровне «BBB+/A-», краткосрочные рейтинги - на уровне «A-2», сообщается в пресс-релизе агентства. Прогноз рейтингов остается «позитивным».

На заключение аналитиков рейтингового агентства оказали влияние следующие факторы:

□ руководство страны продолжает резервировать значительную часть доходов от продажи энергоресурсов. Совокупный объем двух ныне существующих резервных фондов составляет около 175 млрд. долл., или около 10% ожидаемого в 2008 году объема ВВП, и продолжает неуклонно расти.

□ внешние активы (золотовалютные резервы) РФ также очень значительны и продолжают увеличиваться. Объем резервов составляет 582 млрд. долл. - это третий в мире показатель, к концу 2008 года он достигнет 630 млрд. долл., составив 1,2х совокупного внешнего долга.

□ в 2008 году профициты бюджета и счета текущих операций увеличатся соответственно до 4% и 7% ВВП, превысив прежние ожидания Standard & Poor's (0,6% и 4,2% ВВП соответственно).

Тем не менее, несмотря на позитивные ожидания роста экономики России в долгосрочной перспективе, события на Северном Кавказе показывают, что давление властей на акционеров и их права может стать в значительной степени непредсказуемым, снижая привлекательность России с точки зрения прямых иностранных инвестиций. Дальнейшие признаки значительного ухудшения инвестиционной обстановки могут дестабилизировать приток инвестиций и усилить отток средств в еще большей степени. Аналитики S&P не исключают, что в случае развития тенденции оттока капитала прогноз суверенного кредитного рейтинга России может быть понижен до «стабильного».

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (PТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
Газпром нефть	SIBN	3,20	4,30	3,75	20 388	8,8	134,7%	Покупать
Новатэк	NVTK	5,50	6,50	6,00	19 736	9,5	57,5%	Покупать
Башнефть	BANE	11,80	12,50	12,15	2 411	20,0	64,6%	Покупать
Башнефть, ап	BANEP	7,75	8,70	8,23	2 411	13,7	66,6%	Покупать
Лукойл	LKOH	64,00	65,00	64,50	54 861	118,4	83,6%	Покупать
Газпром	GAZP	8,20	8,25	8,25	195 306	18,90	129,1%	Покупать
ТНК-ВР	TNBP	1,52	1,57	1,55	24 563	2,4	54,8%	Покупать
Роснефть	ROSN	7,43	7,55	7,50	79 486	16,4	118,7%	Покупать
Татнефть	TATN	4,05	4,20	4,13	9 200	9,1	120,6%	Покупать
Татнефть, ап	TATNP	2,10	2,55	2,33	9 200	5,0	115,1%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGS	0,56	0,58	0,56	22 433	1,7	203,6%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,31	0,43	0,32	22 433	0,9	185,7%	Покупать

Источник: расчеты Ист Коммерц

## Льгот для нефтяников не будет ?!

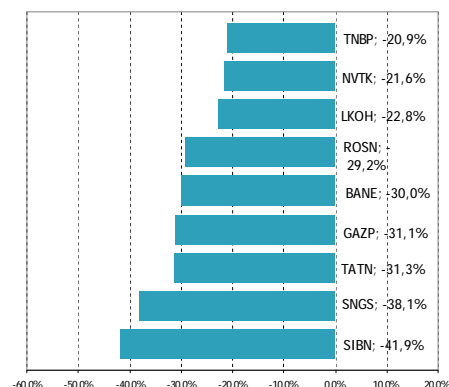
В ближайшее время Минэнерго намерено внести в правительство предложения по увеличению минимально необлагаемой цены нефти в расчете НДС с 15 долл. до 25 долл. за баррель. В числе других нововведений планируется выравнивание экспортной пошлины на темные и светлые нефтепродукты, снижение акцизов и увеличение амортизационной премии нефтяным компаниям.

В то же время, инициативы Минэнерго не встретили понимания со стороны Министерства финансов. Так, глава ведомства Алексей Кудрин разрушил надежды нефтяников на предоставление с 2010 года дополнительных налоговых льгот, которые могли бы освободить для развития отрасли дополнительно не менее 400 млрд. руб., что смогло бы стать источником для инвестиций в разведку и разработку новых месторождений. Стоит отметить, что по мнению представителей крупнейших нефтяных компаний 130 млн. руб. – именно эта сумма смогут сэкономить в среднем нефтяники в результате введения с начала будущего года новых условий расчета ставки НДС, не сможет кардинально исправить ситуацию со стагнацией добычи в российском нефтегазовом секторе. Так, только за январь-август 2008 года объем добычи нефти российскими компаниями снизился по сравнению с аналогичным периодом 2007 года на -0,6% и составил 325,154 млн. тонн.

Напомним, что весной 2008 года Госдума одобрила предложение правительства повысить с начала будущего года необлагаемый минимум в цене нефти при расчете НДС с 9 до 15 долл., ввести налоговые каникулы для новых месторождений за Полярным кругом, на шельфах Каспийского и Азовского морей, в Тимано-Печорской провинции, на Ямале, на континентальном шельфе.

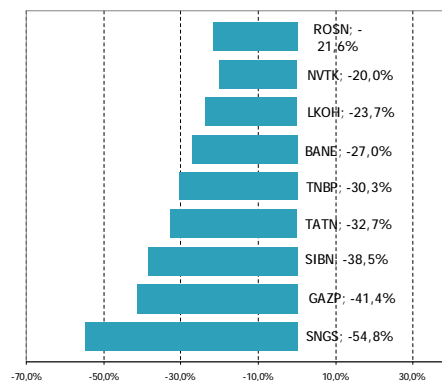
Несмотря на пессимистичные заявления Кудрина относительно невозможности введения нового необлагаемого минимума по НДС с 2010 года рынок ожидает, что вновь к вопросу о дополнительных льготах для нефтяников правительство вернется в середине следующего года, когда станет понятно, что реализованных ранее мер недостаточно для роста добычи в нефтегазовом секторе.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные PТС, расчеты Ист Коммерц

*Падение нефти на мировом рынке приводит к закономерному снижению экспортной пошлины ...*

Ввиду снижения цен на нефть на внешнем рынке экспортная пошлина на нефть с 1 октября снизится впервые в этом году и составит 482,9-487,3 долл. за тонну. Экспортная пошлина на светлые нефтепродукты с 1 октября снизится с 346,4 долл. до 337,7-340,7 долл. за тонну, на темные - с 186,6 долл. до 182-183,5 долл. за тонну.

Стоит отметить, что в случае резкого роста цен на нефть мы вполне можем ожидать ситуации лета 2008 года, когда относительно низкие пошлины стимулировали отечественные ВИНК к максимизации экспорта нефти и нефтепродуктов, что привело к дефициту топлива на внутреннем рынке.

*Разочаровывающие результаты Татнефти...*

В конце прошлого месяца ОАО «Татнефть» (TATN) отчиталась за 1-ый квартал 2008 года. В соответствии с отчетностью компании чистая прибыль «Татнефти» (TATN) по стандартам US GAAP в I квартале 2008 года составила 6,335 млрд рублей.

Опубликованный результат оказался существенно ниже среднерыночных ожиданий. Консенсус-прогноз, составляемый Агентством нефтяной информации (АНИ) по итогам опроса трех аналитиков (UBS, Банк Москвы и Citi), составил 10,985 млрд. рублей. Также значительно разошелся с консенсусом (19,365 млрд. рублей) и показатель EBITDA - 11,165 млрд рублей, при этом выручка компании - 109,052 млрд. рублей - практически совпала с консенсус-прогнозом аналитиков (108,663 млрд рублей).

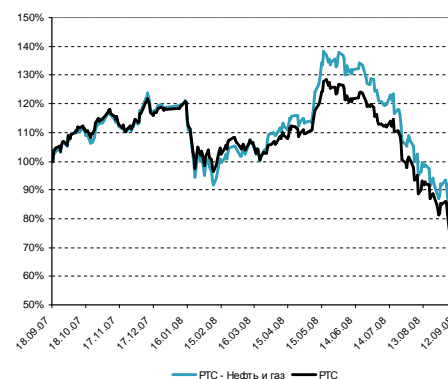
Среди главных сюрпризов вышедшей отчетности оказалось непредвиденное удвоение коммерческих, общехозяйственных и административных расходов (по итогам I квартала 2008 года они составили 436 млн. долл., тогда как в I полугодии 2007 года они были 434 млн., а во II - 440 млн.). Возможными объяснением этому могла бы быть реклассификация между статьями затрат, либо это выплата ежегодных бонусов персоналу. Кроме этого, выше ожиданий оказались затраты компании на приобретение нефти и нефтепродуктов.

*Чистая прибыль Сургутнефтегаза в 1-ом полугодии выросла на 85%.*

В августе ОАО «Сургутнефтегаз» (SNGS) опубликовал данные финансовой отчетности РСБУ по 1-му полугодии 2008 года. Так, выручка нефтяной компании за отчетный период выросла на 9,5% до 321 354 млн. руб., с 321 354 млн. руб. за аналогичный период прошлого года. В то же время, несмотря на рост выручки, себестоимость реализованной продукции продемонстрировала достаточно «неожиданное» снижение с 222 022 млн. долл. до 197 195 млн. руб. – на 11,1%. Таким образом, валовая прибыль компании выросла на 73,9% до 124 159 млн. руб. Рентабельность валовой прибыли составила 38,6%, увеличившись на 14,3 (!) п.п. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Снижение себестоимости оказала влияние и на операционную прибыль, которая также продемонстрировала рост на 88,9% до уровня 106 589 млн. руб. Чистая прибыль по итогам 1-го полугодия выросла на 85% с 39 283 до 72 656 млн. руб. Рентабельность чистой прибыли за отчетный период составила 22,6% (в 1-ом полугодии 2007 г. – 13,4%).

**Динамика индекса РТС и РТС «нефть и газ»**



Источник: данные Bloomberg

**Финансовые результаты Сургутнефтегаза за 1-ое полугодие 2008 года.**

Млн. руб.	1 п. 2008	1 п. 2007	Изменен., %
Выручка	321 354	293 404	9,5%
Валовая прибыль (ВП)	124 159	71 381	73,9%
Рентабельность ВП, %	38,6%	24,3%	-
Операционная прибыль (ОП)	106 589	56 412	88,9%
Рентабельность ОП, %	33,2%	19,2%	-
Чистая прибыль (ЧП)	72 656	39 283	85,0%
Рентабельность ЧП, %	22,6%	13,4%	-

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Чистая прибыль «Башнефти» выросла в 1,6 раза.

В августе НК «Башнефть» опубликовал данный финансовый отчетности за 1-ое полугодие по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ). Так, выручка компании за отчетный период выросла более чем на 60%. С 43 409 079 тыс. руб. за 1-ое полугодие 2007 года до 70 178 885. Основной вклад в рост выручки оказала основная деятельность предприятия – добыча нефти. Так, выручка от реализации сырья продемонстрировала в 1-ом полугодии 2008 года рост на 65% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Себестоимость реализации за отчетный период росла меньшими темпами, нежели выручка, что позволило валовой прибыли увеличиться до 35 170 408 тыс. руб., или на 71%. В то же время динамику роста финансовых результатов несколько «подпортили» коммерческие расходы, увеличившись по сравнению с 1-ым полугодием 2007 года более, чем на 80%, в результате чего операционная прибыль предприятия продемонстрировала рост всего на 56,6%.

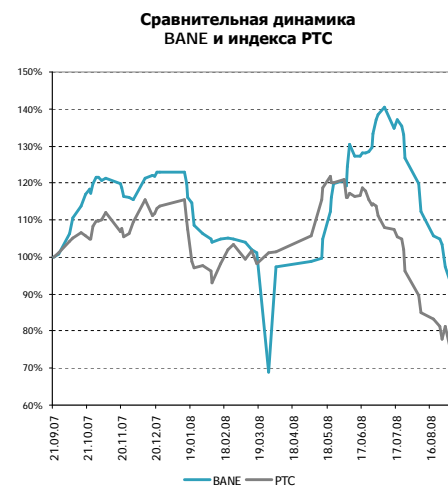
Чистая прибыль нефтяной компании за 1-ое полугодие 2008 года составила 9 412 276 тыс. руб., что на 57,3% превышает показатели аналогичного периода прошлого года. Рентабельность чистой прибыли за рассматриваемый период, в то же время, уменьшилась с 14,6% до 13,9%

Опубликованные данные в разрезе динамики выручки и валовой прибыли оказались выше наших ожиданий, в результате чего мы ставим на **Пересмотр** рекомендации по бумагам Башнефти.

*Ожидаемые рекордные дивиденды ТНК-ВР за 1 полугодие 2008 года...*

По сообщению Интерфакс-Ани, ТНК-ВР 30 сентября созывает внеочередное собрание акционеров ТНК-ВР Холдинга (ТБХ) с целью объявления выплаты промежуточных дивидендов из чистой прибыли за первую половину 2008 года.

Согласно сообщению, в случае одобрения акционеры компании получат дивиденды по результатам распределения 100% чистой прибыли, рассчитанной по российским стандартам бухгалтерского учета. Мы полагаем, что данная новость в текущем месяце станет главной поддержкой для бумаг нефтяной компании в условиях падающего рынка.



Источник: данные Bloomberg

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E
Газпром нефть	SIBN	3,75	0,97	0,77	0,60	4,18	3,12	2,32	3,51	2,66	2,02	4,29	6,99	5,11
Новатэк	NVTK	6,00	10,73	7,33	4,89	26,41	17,73	10,89	23,07	15,74	9,91	24,86	23,75	14,50
Башнефть	BANE	12,15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Лукойл	LKOH	64,50	0,74	0,60	0,51	4,55	4,74	3,83	3,91	4,15	3,38	5,77	5,93	4,76
Газпром	GAZP	8,25	2,27	2,07	1,88	6,17	5,81	5,34	5,27	4,89	4,47	6,21	6,09	5,54
ТНК-ВР	TNBP	1,55	0,69	0,93	0,88	2,41	3,26	6,60	2,15	2,80	4,57	2,75	4,04	8,62
Роснефть	ROSN	7,50	3,11	2,14	1,76	8,24	5,10	4,04	7,00	4,82	3,97	5,91	4,37	4,53
Татнефть	TATN	4,13	1,27	1,05	0,90	4,20	3,73	3,15	3,75	3,35	2,86	11,32	9,94	8,39
Сургутнефтегаз	SNGS	0,56	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## Сегмент нефтепереработки

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена предложения, \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедл. цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Новойл, ао	NUNZ	0,90	1,30	1,10	747	1,26	14,5%	Покупать
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,40	0,60	0,50	747	0,64	28,0%	Покупать
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	35,00	63,00	49,00	451	162,30	231,2%	Покупать
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	22,00	75,90	48,95	451	81,15	65,8%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,50	0,93	0,72	973	1,42	98,6%	-
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,25	0,34	0,30	973	0,49	66,1%	-
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	0,85	1,00	0,93	500	2,21	138,9%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	0,50	0,50	0,50	500	1,13	126,0%	Покупать
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	80,00	3000,00	80,00	56	236,31*	195,4%	-
ОАО Хабаровский НПЗ, ап	HNPZP	50,00	150,00	100,00	56	147,69*	47,7%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	200,00	475,00	337,50	355	347,54*	3,0%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ап	KRKNP	125,00	400,00	262,50	355	319,36*	21,7%	-

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

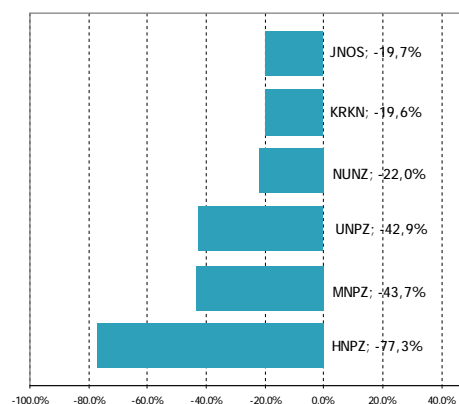
Снижение мировых цен на нефть и падение рентабельности экспортных операций, ставшее следствием высоких экспортных пошлин, не оставило никаких шансов российским нефтегазовым компаниям удержать цены на нефтепродукты на рекордно высоком уровне. Так, Лукойл еще в середине августа объявил о снижении цен на дизельное топливо и авиакеросин на 7% и 4% соответственно. В целом, за вторую половину августа эти виды топлива подешевели на российском рынке в среднем на 5%, при этом бензин демонстрировал снижение на 12%. В то же время, за первую неделю сентября бензин Аи-80 в среднем по России подешевел на 1,8%, Аи-92 - на 2,5%, Аи-95 - на 1,2% и дизтопливо - на 2,3%.

В настоящее время на фоне общего снижения рынка, когда практически все бумаги демонстрируют существенную недооценку по отношению к уровню своих справедливых цен, основной вес приобретают активы, где существует краткосрочная спекулятивная идея. Например, по сообщению с агентства Интерфакс-Ани, Moscow NPZ Holdings B.V, совместное предприятие Sibir Energy и ОАО «Газпром нефть» (SIBN), владеющая 90,02% акций ОАО «Московский нефтеперерабатывающий завод», в ближайшее время намерено сделать добровольную оферту миноритарным акционерам МНПЗ. Для этих целей партнеры внесли по 1 млн. евро в уставный капитал Moscow NPZ Holding.

Сегодня достаточно сложно определить цену по которым будут выкупаться акции НПЗ на открытом рынке, но можно достаточно уверенно говорить, что новость о грядущей оферте повысит интерес инвесторов к акциям нефтеперерабатывающего предприятия. Мы полагаем, что цена выкупа составит выше рыночных котировок компании и сохраняем рекомендацию **Покупать** по акциям Московского НПЗ.

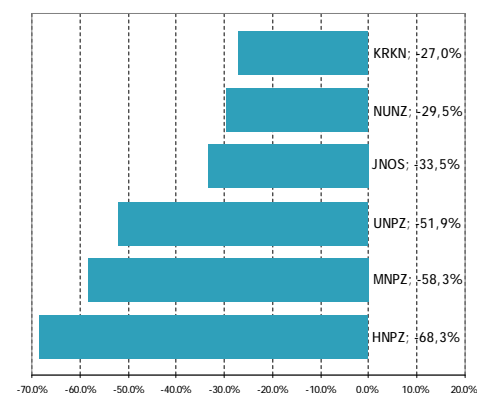
Распродажи в бумагах Башкирских активов опустили стоимость их акций на уровне достаточно интересные для покупки. И если в бумагах Уфимского НПЗ рекомендация **Покупать** сохраняется, то по бумагам Новойла рекомендация была изменена также на **Покупать**.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,10	2,24	1,94	1,69	8,43	7,29	6,37	7,53	6,61	5,84	14,63	12,66	11,06
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	0,50	1,16	1,00	0,88	3,37	2,92	2,56	2,89	2,56	2,28	4,48	3,88	3,39
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,72	3,05	2,49	2,15	21,40	11,77	8,92	7,48	5,92	5,17	16,52	8,66	6,51
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	0,93	1,31	1,13	0,99	3,29	2,85	2,49	3,02	2,58	2,23	5,25	4,55	3,97
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	80,00	1,13	0,99	0,88	7,70	6,75	5,96	4,27	3,94	3,65	57,46	49,74	43,44
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	337,50	2,49	2,15	1,88	6,68	5,78	5,06	5,36	4,77	4,26	8,81	7,62	6,66

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## Сектор сбыта нефтепродуктов

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена Предлож., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	100,00	120,00	110,00	34	127,61	16,0%	Покупать
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	20,00	20,50	20,25	34	37,43	84,8%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	11,65	13,15	12,40	167	17,3	39,5%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	7,50	8,00	7,75	167	9,7	25,2%	Покупать
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	12,50	30,00	21,25	10	43,92	106,7%	-
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ап	MYNTP	0,00	12,00	6,00	10	17,57	192,8%	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	26,00	29,00	27,50	69	55,78	102,8%	Покупать
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	20,00	25,00	22,50	69	32,54	44,6%	Покупать
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,16	0,54	0,35	153	0,52*	47,8%	-
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ап	SLNE	0,16	0,54	0,35	153	0,11*	-67,5%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	55,00	65,00	60,00	170	26,93*	-55,1%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ап	TMNPP	7,50	20,00	13,75	170	15,05*	9,4%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	4,05	15,00	9,53	29	8,14*	-14,5%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ап	HANFP	1,00	38,00	19,50	29	4,75*	-75,6%	-
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	3,00	18,00	10,50	70	12,56*	19,6%	-

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

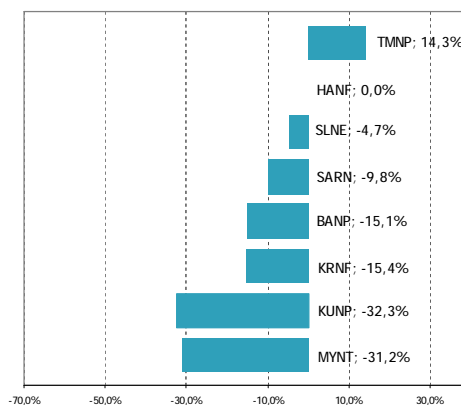
Источник: расчеты Ист Коммерц

Вслед за снижением оптовых цен на топливо в середине августа вниз пошли и розничные цены на АЗС. За прошлый месяц цены на бензин в Московском регионе снизились на 0,5%-1%. В то же время, в среднем по России цена литра бензина упала на 2 - 2,5%. Для снижения стоимости бензина существует несколько причин. Во-первых, сезонный фактор уже не играет на руку продавцам топлива – сезон сбора урожая практически закончен, автомобильный сезон также подходит к концу. Во-вторых, снизившиеся цены на топливо на оптовом рынке заставляют и розничные компании снижать планки стоимости. И в третьих, после жестких мер ФАС в отношении нефтяных компаний розничные продавцы не намерены рисковать и оставлять неизменными цены на топливо, несмотря на то, что рентабельность в секторе розничной торговли моторным топливом остается на достаточно низком уровне.

Мы полагаем, что в сентябре и вплоть до начала отопительного сезона цена на топливо, скорее всего будет подчиняться динамике оптового рынка и не претерпит значительного роста.

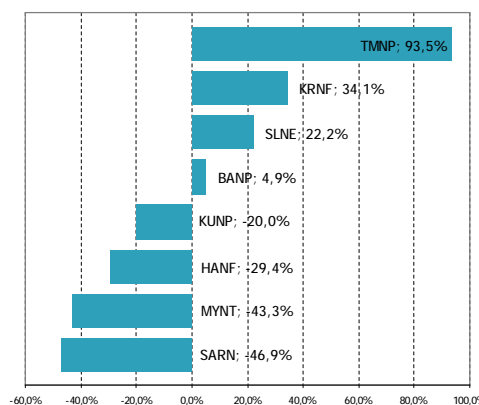
В секторе розничной торговли топливом, несмотря на снижение последнего месяца, с начала года неплохую динамику демонстрируют акции Красноярскнефтепродукта (KRNF) и Башкирнефтепродукта (BANP), средняя цена по бумагам которых увеличилась по отношению к началу года на 34,1% и 4,9% соответственно. В то же время, если Красноярскнефтепродукт практически достиг уровня своих целевых цен, то текущее снижение рынка сделало бумаги Башкирнефтепродукта достаточно привлекательными для инвестирования. Потенциал роста по обыкновенным акциям по состоянию на начало месяца составляет 39,5%, по привилегированным 25,2%.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	110,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	12,40	0,29	0,25	0,22	2,52	2,14	1,88	2,35	2,00	1,75	5,73	4,74	4,18
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	21,25	0,11	0,10	0,09	6,00	5,44	4,91	4,32	3,82	3,42	12,65	11,83	10,51
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	27,50	0,11	0,10	0,09	1,40	1,52	1,78	1,24	1,28	1,39	3,08	3,33	3,86
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,35	0,08	0,07	0,06	1,33	1,40	1,42	1,25	1,30	1,31	4,73	4,95	5,07
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	60,00	0,32	0,28	0,24	2,31	1,98	1,72	2,12	1,84	1,61	3,13	2,71	2,37
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	9,53	0,09	0,09	0,08	3,81	3,65	3,50	3,09	2,99	2,88	6,15	5,91	5,67
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	10,50	0,07	0,06	0,05	1,87	1,62	1,41	1,78	1,55	1,36	2,13	1,85	1,61

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

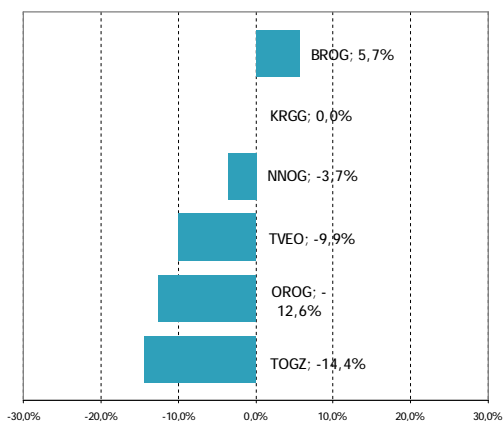
## Сектор газораспределения

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Индикативная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	100,00	240,00	170,00	2	203,00	19,4%	-
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	600,00	750,00	675,00	93	841,78	24,7%	-
ОАО Ростовоблгаз,ап	RTBGP	370,00	450,00	410,00	93	412,47	0,6%	-
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	1,75	3,50	2,63	78	5,29	101,5%	Покупать
ОАО Саратовгаз	SROG	7,00	14,00	10,50	51	290,50	2666,7%	Покупать
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	180,00	185,00	182,50	33	39,40	-78,4%	Покупать
ОАО Кастрмаоблгаз	KOOG	335,00	370,00	352,50	19	489,79	38,9%	Продавать
ОАО Брянскоблгаз	BROG	400,00	530,00	465,00	45	608,07	30,8%	Покупать

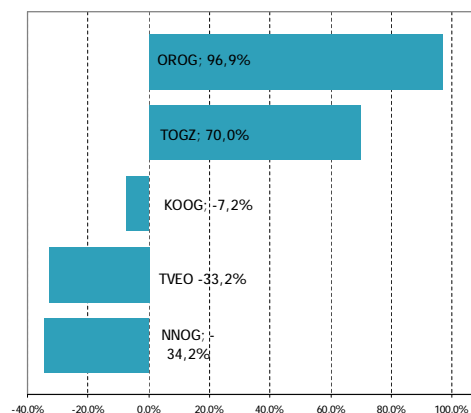
\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций за месяц, %



Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E	2007	2008 E	2009 E
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	170,00	0,38	0,33	0,29	5,12	4,45	3,90	4,42	3,88	3,43	19,22	16,63	14,53
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	675,00	1,27	1,10	0,96	4,94	4,26	3,70	4,35	3,77	3,30	6,33	5,48	4,78
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	2,63	0,88	0,75	0,65	2,15	1,83	1,58	2,04	1,75	1,52	3,20	2,77	2,42
ОАО Саратовгаз	SGAZ	10,50	0,21	0,17	0,14	0,54	0,45	0,37	0,49	0,41	0,34	1,62	1,41	1,23
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	182,50	1,37	1,23	1,11	3,54	3,19	2,87	2,62	2,35	2,10	4,78	4,34	3,94
ОАО Кастрмаоблгаз	KOOG	352,50	0,86	0,74	0,64	4,30	3,69	3,19	3,44	3,03	2,68	5,62	4,86	4,25
ОАО Брянскоблгаз	BROG	465,00	1,29	1,15	1,07	6,86	5,89	5,39	6,09	5,24	4,78	11,27	9,53	8,74

Источник: расчеты Ист Коммерц

**ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА**

Наименование компании	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/ Средняя цена, долл.	Капитализация, млн. долл.	Целевая цена	Потенциал роста	Рекомендация
ОГК-1	OGKA	0,044500	0,053000	0,0488	1 986 622	0,13570	178%	Покупать
ОГК-2	OGKB	0,044000	0,045300	0,0447	1 440 249	0,14200	218%	Покупать
ОГК-3	OGKC	0,070000	0,080000	0,0750	3 324 160	0,14410	92%	Покупать
ОГК-4	OGKD	0,060200	0,063000	0,0616	3 793 630	0,13880	125%	Покупать
ОГК-5	OGKE	0,100100	0,103500	0,1018	3 540 727	0,15110	48%	Покупать
ОГК-6	OGKF	0,036400	0,040000	0,0382	1 174 357	0,13870	263%	Покупать
ТГК-1	TGKA	0,000560	0,000700	0,0006	2 156 537	0,00110	75%	Покупать
ТГК-2	TGKB	0,000960	0,000990	0,0010	1 401 057	0,00107	10%	Держать
Мосэнерго	MSNG	0,095000	0,115000	0,1050	3 776 189	0,23517	124%	Покупать
ТГК-4	TGKD	0,001020	0,001060	0,0010	1 967 928	0,00112	8%	Держать
ТГК-5	TGKE	0,000510	0,000610	0,0006	627 430	0,00140	150%	Покупать
ТГК-6	TGKF	0,000650	0,000670	0,0007	1 208 699	0,00152	130%	Покупать
ТГК-7	TGKG	0,048000	0,056000	0,0520	1 438 804	0,15122	191%	Покупать
ТГК-8	TGKH	0,001520	0,001600	0,0016	3 133 592	0,00149	-4%	Продавать
ТГК-9	TGKI	0,000130	0,000200	0,0002	1 017 179	0,00038	130%	Покупать
ТГК-10	TGKJ	4,250000	4,740000	4,4950	3 734 709	3,20093	-29%	Продавать
ТГК-14	TGKN	0,000240	0,000600	0,0004	186 707	0,00035	-17%	Продавать

Источник: РТС, расчеты ИстКоммерц

В августе акции энергетического сектора продолжили снижение, которое было вызвано как массовыми продажами выделенных активов со стороны бывших акционеров РАО, так и негативным внешним фоном.

В сегменте тепловой генерации, наибольшее падение показали акции ОГК-6, которые потеряли за месяц 35% стоимости. Не менее удручающее снижение продемонстрировали бумаги ОГК-1 и ОГК-2, бумаги которых потеряли в цене 32% и 33% соответственно. Даже котировки компаний в которых продолжает действовать оферта показали разнонаправленную динамику. Так, акции ТГК-8 и ТГК-4 подешевели на 8% и 6% соответственно, а бумаги ТГК-2 выросли на 1%.

Положительную динамику продемонстрировали так же, котировки РусГидро, которые за истекший месяц выросли на 2%, а вот бумаги ФСК разочаровали инвесторов и снизились на 3,65%.

Следует отметить, что в августе в системе РТС Board появились акции РАО Энергетические системы Востока. В настоящее время у нас нет рассчитанной целевой цены по бумагам этой компании. Тем не менее, теперь можно оценить сколько стоит корзина энергетических активов исходя из котировок выделенных из РАО ЕЭС компаний. По нашим оценкам, агрегированная стоимость энергоактивов образованных в результате ликвидации РАО составляет 0,92 долл.

Мы по прежнему сохраняем позитивный взгляд на бумаги ФСК (целевая цена 0,02965 долл.) и ГидроОГК (целевая цена 0,1045 долл.) и рекомендуем к покупке акции обеих компаний. В то же время, мы полагаем, что в настоящее время инвесторам следует обратить внимание на акции распределительных компаний.

*Стоимость энергетических активов выделенных из РАО по текущим ценам*

Целевые компании	КК	Цена (bid)	Стоимость выделяемых активов
ОГК-1	0,962	0,04450	0,04281
ОГК-2	0,501	0,04400	0,02204
ОГК-3	0,411	0,07000	0,02880
ОГК-4	1,027	0,06020	0,06185
ОГК-6	0,584	0,03640	0,02124
ТГК-1	38,233	0,00056	0,02141
ТГК-2	12,983	0,00096	0,01246
Мосэнерго	0,336	0,09500	0,03192
ТГК-4	15,865	0,00102	0,01618
ТГК-6	15,326	0,00065	0,00996
Волжская ТГК	0,334	0,04800	0,01605
ЮГК ТГК-8	17,262	0,00152	0,02624
ТГК-9	67,335	0,00013	0,00875
ТГК-10	0,009	4,25000	0,03766
ТГК-11	1,000	0,00060	0,00060
Кузбассэнерго	0,699	0,01070	0,00748
Енисейская ТГК	1,723	0,00461	0,00794
ТГК-14	9,714	0,00024	0,00233
ФСК	10,106	0,01320	0,13339
ГидроОГК	3,453	0,06650	0,22964
ИнтерРАО (Сочинская ТЭС)	41,864	0,00061	0,02554
Холдинг МРСК	1,000	0,14350	0,14350
РАО Энергетические системы Востока	1,000	0,00800	0,00800
<b>Итого на обыкновенную акцию РАО</b>			<b>0,92</b>

### МРСК и Холдинг МРСК

Мы полагаем, что в настоящее время наиболее недооцененными бумагами являются акции распределительных сетевых компаний. Мы выделяем следующие драйверы роста капитализации данного сегмента.

- *Переход на тарифообразование на основе возврата инвестированного капитала (RAB).* Отличительной особенностью RAB регулирования является включение в тариф затрат на возврат инвестированного капитала и экономически обоснованной нормы доходности на инвестированный капитал. Мы ожидаем существенного роста финансовых показателей распределительных компаний после полного перехода на RAB.

- *Рост энергопотребления.* Следует отметить, что немаловажным фактором является рост энергопотребления. Так, согласно прогнозам Минпромэнерго РФ, энергопотребление в России будет расти в среднем на 5% в год. В свою очередь, рост потребления электроэнергии будет способствовать увеличению полезного отпуска. Положительная динамика объема передаваемой электроэнергии позитивно отразится на производственно-финансовых показателях сетевых компаний.

- *Плата за технологическое присоединение.* Плата за технологическое присоединение сохранится до 2011 года, что позволит компаниям значительно нарастить производственную базу и увеличить объем передаваемой электроэнергии.

В то же время, мы не питаем особого оптимизма в отношении акций Холдинг-МРСК. Центром консолидации денежных потоков выступают региональные МРСК, которые являются конечными бенефициарами от роста тарифов. В свою очередь, львиная доля доходов Холдинг-МРСК будет формироваться за счет дивидендных выплат дочерних компаний и выручки от управления ими.

Учитывая тот факт, что основными активами Холдинг-МРСК являются доли в капитале отдельных МРСК, разумно предположить, что капитализация МРСК Холдинг будет определяться стоимостью дочерних компаний. В то же время, это далеко не означает, что рыночная оценка МРСК Холдинг будет соответствовать справедливой стоимости ее участия в капитале МРСК. Достаточно вспомнить «судьбу» РАО ЕЭС России, акции которого до последнего дня торгов торговались с существенным дисконтом к сумме составных частей, так и не достигнув своей справедливой цены.

В целом, мы сохраняем позитивный взгляд на сетевой сегмент и полагаем, что в настоящее время именно бумаги распределительного комплекса выглядят наиболее недооцененными. Мы рекомендуем к покупки акции МРСК Северо-запада (MRKZ целевая цена 0,0144 **долл.**), МРСК Центра и Приволжья (MRKP целевая цена 0,0184 **долл.**), МРСК Сибири (MRKS целевая цена 0,0272 **долл.**), МРСК Центра (MRKC целевая цена 0,0738 **долл.**), МРСК Северного Кавказа (MRKK целевая цена 8,16 **долл.**), МРСК Юга (MRKY целевая цена 0,02 **долл.**), МРСК Волги (MRKV целевая цена 0,0115 **долл.**), МРСК Урала (MRKU целевая цена 0,0179 **долл.**).

Наименование компании	Тикер	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009
ОГК-1	OGKA	1,74	1,38	1,05	13,44	8,63	5,19	21,36	11,70	7,58	30,46	16,93	10,26
ОГК-2	OGKB	0,61	0,59	0,45	12,87	8,70	3,61	36,89	17,19	4,78	-	90,92	16,91
ОГК-3	OGKC	0,37	0,33	0,27	2,91	1,68	1,20	5,49	2,39	1,63	42,57	28,72	19,14
ОГК-4	OGKD	1,88	1,45	1,11	16,32	7,75	4,64	35,35	10,73	6,03	93,34	25,83	14,28
ОГК-5	OGKE	3,14	2,63	2,18	14,02	10,82	8,48	32,55	22,08	16,68	50,48	40,47	33,46
ОГК-6	OGKF	0,98	0,86	0,71	6,59	4,54	3,22	13,85	7,35	4,54	19,54	12,14	6,74
ТГК-1	TGKA	1,74	1,42	1,10	12,52	9,03	5,27	21,34	16,30	8,66	61,24	54,29	40,38
ТГК-2	TGKB	2,35	1,67	1,40	21,42	7,35	6,21	23,74	7,79	6,89	33,05	9,92	9,62
Мосэнерго	MSNG	1,10	0,88	0,70	10,41	5,49	3,75	63,91	144,57	12,55	126,13	218,27	18,95
ТГК-4	TGKD	2,73	2,22	1,75	15,72	11,84	8,46	33,64	21,22	18,04	51,29	27,67	35,17
ТГК-5	TGKE	0,43	0,36	0,29	3,06	2,08	1,46	4,72	3,15	2,30	21,05	19,25	18,32
ТГК-6	TGKF	1,68	1,54	1,27	13,53	8,87	6,40	52,57	20,22	16,24	93,01	30,23	23,03
ТГК-7	TGKG	0,85	0,68	0,54	5,53	3,87	2,82	7,69	5,25	3,66	21,68	13,91	8,83
ТГК-8	TGKH	3,76	3,08	2,50	43,04	27,39	18,87	87,24	44,06	33,76	185,47	68,30	53,76
ТГК-9	TGKI	0,48	0,39	0,31	4,50	2,55	1,52	6,51	3,46	2,39	31,37	11,18	7,71
ТГК-10	TGKJ	2,88	2,38	1,92	34,51	26,33	18,05	72,58	46,11	37,46	286,30	127,08	103,36
ТГК-14	TGKN	0,89	0,78	0,68	8,59	6,06	4,45	10,70	7,09	7,09	37,31	21,25	10,99

**ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР**

Август для российского фондового рынка выдался сложным. Настроения инвесторов определяла политическая ситуация, сложившаяся на Кавказе. Конфликт в Южной Осетии, а также признание независимости Абхазии и Южной Осетии вылился в политическую и дипломатическую напряженность, что в свою очередь повлекло за собой массовые распродажи российских активов. В результате индекс РТС в августе потерял более 16%. В то же время индекс РТС-потребительский сектор потерял несколько меньше – 12,1%.

В лидерах падения по итогам месяца стали Аптечной сети 36,6 (АПТК), потерявшие по итогам месяца 25%. По нашему мнению, в сложившейся ситуации в силу затрудненности привлечения кредитных ресурсов инвесторы предпочитали избавляться от акций сильно зависящих от долгового финансирования. Также негативную динамику показали акции Группы Разгуляй (GRAZ), подешевевшие на 24,4%. Вимм-Билль-Данн (WBDF, WBD US) на локальном рынке потерял 23,6%, АДР компании просели на 22,5%. Другие акции потребительского сектора также существенно потеряли за этот месяц. Следует отметить, что рынок практически не реагировал на корпоративные новости эмитентов, настроения задавали политические страхи и внешнеэкономическая напряженность. Однако ряд акций потребительского сектора умудрились не только не потерять, но даже подорожать в августе. Это, в первую очередь, акции Лебедянского (LEKZ), которые прибавили 8%. Акции компании не дала упасть сделка с PepsiCo, завершенная 28 августа 2008 года. PepsiCo выкупила 75,53% сокового бизнеса «Лебедянского» за 1 357 млн. долл., что соответствует оценке всего сокового бизнеса российской компании в 88,02 долл. за акцию. Этот уровень стал поддержкой для бумага компании. Также лучше рынка выглядели акции Верофарма (VRPH), подорожавшие на 6,7%.

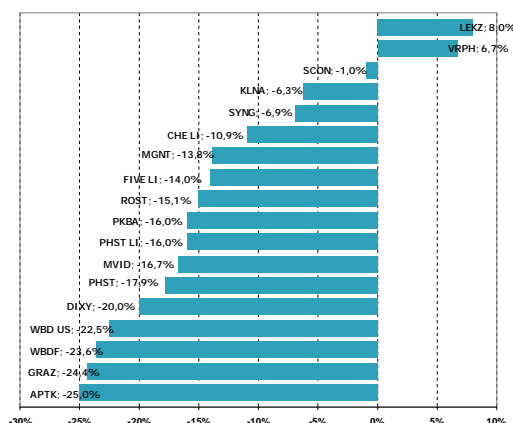
В связи со сложившейся политической обстановкой мы повысили оценку стоимости капитала российских компаний. Мы увеличили безрисковую ставку, что отражает повышение доходности суверенных облигаций. В результате корректировки WACC по анализируемым нами акциям увеличился, что в свою очередь повлияло на расчет целевой стоимости акций в сторону снижения.

Август был богат на корпоративные события, часть эмитентов отчитались за 1 полугодие 2008 года. Однако хорошие отчеты компаний остались незамеченными и итоги первого полугодия по сути не отражены в котировках акций компаний.

В августе фармацевтические компании Фармстандарт и Верофарм отчитались за 1 полугодие 2008 года.

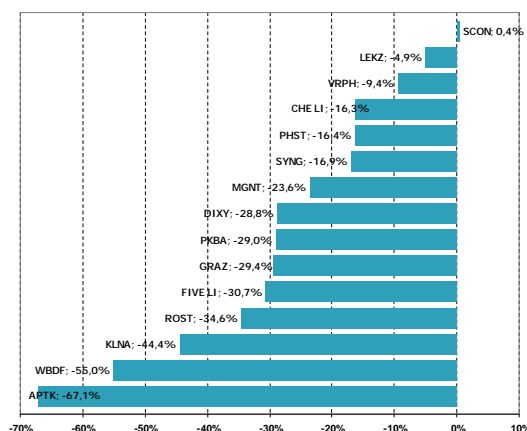
**Фармстандарт (PHST)** увеличил выручку в 1 полугодии текущего года на 52,8% по отношению к соответствующему периоду 2007 года. Мы оцениваем результаты деятельности Фармстандарта как сильные. Компания продолжает развиваться быстрее фармацевтического рынка в целом и коммерческого сектора в частности, что позволяет Фармстандарту укреплять свои лидирующие позиции. Рост выручки обусловлен как высокими темпами роста рецептурного и безрецептурного сегментов, так и запуском 8 новых препаратов в 1 полугодии 2008 года.

Динамика котировок акций за месяц, %



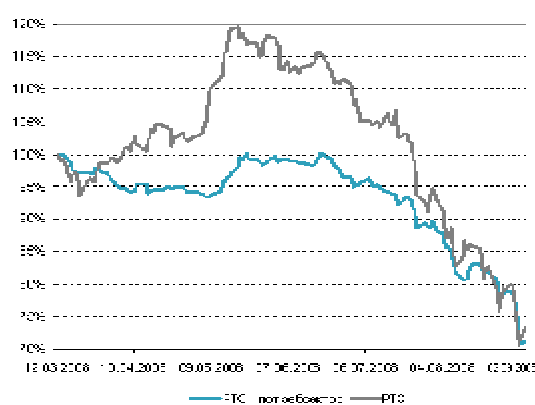
Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 года, %



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

РТС - потребительский сектор



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

В целом, результаты деятельности компании совпали с нашими ожиданиями. Фармстандарту удалось улучшить рентабельность на всех уровнях. Мы считаем, что росту валовой рентабельности в том числе способствовал эффект синергии от переноса производства брендов Мастерлека на собственные производственные площадки, а также рост продаж брендированной продукции. Несмотря на высокие маркетинговые расходы (главным образом, расходы на рекламу) в 1 полугодии 2008 года, а также возросшие расходы на оплату персонала Фармстандарт сократил долю коммерческих издержек как процент от выручки с 16,9% в 1 полугодии 2007 года до 15,5% в анализируемый период.

В результате операционная рентабельность выросла с 32,4% до 40,1%, что является отличным результатом. Чистая прибыль компании оказалась на 4,3% выше наших прогнозов (мы прогнозировали чистую прибыль на уровне 70 млн.долл.).

Мы внесли данные 1 полугодия 2008 года в нашу базовую модель, сделав соответствующие корректировки в сторону повышения прогнозов. Однако в связи с повышением ставки дисконтирования мы вынуждены понизить целевую цену по акциям компании с 86,18 долл до 82,54 долл, по ГДР компании – с 30,48 до 29,48 долл. При этом рекомендация **Покупать** сохранена без изменений.

**Верофарм (VRPH)** в 1-м полугодии 2008 года увеличил чистую прибыль на 75,9% до 19,4 млн. долл. Выручка компании по итогам первого полугодия 2008 г достигли 86,5 млн. долл., что на 45,4% больше продаж аналогичного периода 2007 года.

Несмотря на то, что мы прогнозировали сильные результаты на основании ранее опубликованные операционных показателей, итоги первого полугодия превзошли наши ожидания. Верифарм продемонстрировал рост показателей рентабельности на всех уровнях. Главным образом, благодаря отличной динамике продаж наиболее высокомаржинального сегмента рецептурных препаратов мы увидели существенный рост валовой рентабельности компании в целом. При этом валовая рентабельность рецептурного сегмента превысила 75%. Рост рентабельности также был отмечен и в сегменте пластырей и в сегменте безрецептурных препаратов. Отметим, что коммерческие и общехозяйственные расходы компании росли темпами превышающими темп роста выручки, что, по нашему мнению, связано, главным образом, с ростом расходов на продвижение ряда препаратов, активно продаваемых в летний период.

Учитывая факт сезонности продаж фармацевтических компаний (около 55% годовой выручки приходится на второе полугодие) по итогам 2008 года выручка Верифарма может составить 190-200 млн.долл., что превосходит наш прогноз на 2-8%. Мы позитивно оцениваем данную новость и считаем, что вышедшая отчетность окажет поддержку котировкам компании. Наша целевая цена по акциям Верифарма составляет 70,2 долл., мы подтверждаем рекомендацию **Покупать** по бумагам компании.

**Вимм-Билль-Данн (WBDF)** предоставил результаты за 1 полугодие по US GAAP. Выручка ВБД в I полугодии увеличилась на 30%, до 1,492 млрд. долл., валовая прибыль - на 24,5%, до 470,4 млн. долл. Показатель EBITDA вырос на 24,9% и составил 183,8 млн.долл. Чистая прибыль в I полугодии 2008 года увеличилась на 19,4% до 78,6 млн.долл. Итоги 1 полугодия оказались хуже наших ожиданий и консенсус прогноза, рассчитанного Интерфаксом. Согласно консенсус прогнозу выручка и EBITDA ожидалась на уровне 1,515 млрд. долл. и 188,98 млн.долл. соответственно. Чистая прибыль прогнозировалась порядка

86,4 млн.долл.  
 Россия, 123517, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, блок Б;

## Потребительский сектор

Ключевые показатели деятельности Фармстандарта, 1Н 2008	1 пол. 2008			
	млн.долл.	1 пол. 2008	1 пол. 2007	изм., %
Выручка		259,51	169,85	52,8%
Валовая прибыль		152,84	97,29	57,1%
Валовая рентабельность		58,9%	57,3%	1,6%
SG&A		-54,03	-38,44	40,6%
% от выручки		-20,8%	-22,6%	1,8%
ЕБИТ		104,29	55,11	89,2%
Рентабельность по ЕБИТ		40,2%	32,4%	7,7%
ЕБИТДА		115,69	65,01	78,0%
Рентабельность по ЕБИТДА		44,6%	38,3%	6,3%
Чистая прибыль		73,56	36,92	99,2%
Рентабельность по чистой прибыли		28,3%	21,7%	6,6%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Ключевые показатели деятельности Верифарма, 1Н 2008	1 пол. 2008			
	млн.долл.	1 пол. 2008	1 пол. 2007	изм., %
Выручка		86,50	59,50	45,4%
Валовая прибыль		58,70	36,60	60,4%
Валовая рентабельность		67,9%	61,5%	6,3%
ЕБИТДА		32,40	21,50	50,7%
Рентабельность по ЕБИТДА		37,5%	36,1%	1,3%
ЕБИТ		26,35	15,17	73,7%
Рентабельность по ЕБИТ		30,5%	25,5%	5,0%
Чистая прибыль		19,40	11,00	76,4%
Рентабельность по чистой прибыли		22,4%	18,5%	3,9%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

**Ключевые показатели деятельности Вимм-Билль-Данна, 1Н 2008**

Результаты деятельности Вимм-Билль-Данна в 1 полугодии 2008 года мы оцениваем как скромные. На наш взгляд, основной причиной стала сложившаяся конъюнктура на сырьевых рынках: рост цен на молоко составил, по данным ВБД, на 61,9% в долларовом выражении, на яблочный концентрат – 92,2%. Это, безусловно, негативным образом отразилось на показателях рентабельности компании. Кроме того, повышение отпускных цен на молочную продукцию спровоцировало изменение потребительских предпочтений, что в том числе привело к снижению объемов производства в молочном подразделении компании. В результате мы увидели снижение валовой рентабельности в молочном (с 29,9% в 1Н 2007 до 28,3% в 1Н 2008) и соковом сегментах (с 40,8% до 38%). Исключением стал сегмент детского питания. Валовая маржа сегмента увеличилась с 45,3% до 46,7%. Однако рост рентабельности детского питания не смог нивелировать падение рентабельности молочного и сокового сегментов, в результате валовая маржа компании снизилась в 1 полугодии 2008 года до 31,5%. Мы ожидаем, что 3 квартал для ВБД станет более удачным в силу стабилизации цен на молоко.

В ходе конференц-колла председатель правления ВБД Тони Майер понизил прогноз выручки и показателя EBITDA компании на 2008 год до 2,9–3,1 млрд долл. и 370–395 млн долл., соответственно. Ранее менеджмент компании прогнозировал выручку по итогам 2008 года в пределах 3–3,2 млрд долл., а EBITDA — 410–430 млн долл. В целом результаты оказались несколько хуже нашим ожиданиям, и мы пересмотрели нашу базовую модель с учетом отчетности за 1 полугодие 2008 года, снизив прогнозные финансовые показатели на 2008 год. В результате мы снизили целевую цену по АДР Вимм-Билль-Данна на 15,1% с 127,36 долл. до **108,19 долл.**, по локальным акциям с 89,15 долл. до **75,73 долл.** Рекомендация **Покупать** сохранена без изменений.

**ОАО «Магнит» (MGNT)** предоставил отличные результаты по итогам 1 полугодия 2008 года. Выручка компании выросла на 50,8%. Рост выручки связан как с увеличением торговых площадей на 25,2% (компания за 1 полугодие открыла 124 новых магазина), так и ростом сопоставимых продаж на 28,97% в долларовом выражении. Следует отметить, что рост показателя LFL обеспечен увеличением среднего чека на 33,41% в долларах, в то время как покупательский поток в магазинах сети снизился на 3,33% в первом полугодии 2008 года. Снижение трафика можно объяснить, в том числе, и снижением дискретности покупок при росте благосостояния населения. Таким образом, снижение трафика отражается в росте среднего чека.

Валовая маржа компании увеличилась с 18,8% до 20,9%, в основном благодаря улучшению закупочных условий, реализацией эффекта масштаба и успехам компании в области совершенствования логистической составляющей бизнеса. Отметим, что до конца года компания планирует ввести в эксплуатацию еще 2 распределительных центра. Чистая прибыль росла несколько меньшими темпами – 75,3%, главным образом, за счет роста финансовых расходов, связанных с размещением допэмиссии.

Мы считаем, что Магнит продемонстрировал отличные результаты - выше наших ожиданий. Период к периоду компания демонстрирует улучшение показателей эффективности, что свидетельствует об успешности выбранной стратегии. Наша целевая цена по акциям компании составляет **60,85 долл.** Рекомендация – **покупать**.

млн.долл.	1Н2008	1Н2007	изм., %
Выручка	1492,1	1147,8	30,0%
Молоко	1105,4	858,4	28,8%
Напитки	259	212,1	22,1%
Детское питание	127,7	77,3	65,2%
Валовая прибыль	470,4	377,8	24,5%
Рентабельность по валовой прибыли	31,5%	32,9%	
Коммерческие расходы	241,1	185,9	29,7%
% от выручки	16,2%	16,2%	
Общие и административные расходы	96,8	86,3	12,2%
% от выручки	6,5%	7,5%	
ЕВИТ	126	108,4	16,2%
Рентабельность по EBIT	8,4%	9,4%	
ЕВИТДА	183,8	147,2	24,9%
Рентабельность по EBITDA	12,3%	12,8%	
Чистая прибыль	78,6	65,8	19,5%
Рентабельность по чистой прибыли	5,3%	5,7%	
Капитальные инвестиции	112,1	69,1	62,2%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

**Ключевые показатели деятельности Магнита, 1Н 2008**

млн.долл.	1Н 2008	1Н 2007	изм., %
Кол-во открытых магазинов, net	124	116	6,9%
Общее кол-во магазинов, net	2321	2009	15,5%
Общая торговая площадь, тыс. кв. м.	714,604	570,701	25,2%
Выручка	2469,9	1638,2	50,8%
Валовая прибыль	515,1	308,4	67,0%
Валовая рентабельность	20,9%	18,8%	2,0%
ЕВИТ	117,8	58,8	100,3%
Рентабельность по EBIT	4,8%	3,6%	1,2%
ЕВИТДА	157,6	82,8	90,3%
Рентабельность по EBITDA	6,4%	5,1%	1,3%
Чистая прибыль	65,9	37,6	75,3%
Рентабельность по чистой прибыли	2,7%	2,3%	0,4%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

X5 Retail Group (FIVE LI) также отчиталась о результатах деятельности в 1 полугодии 2008 года. В целом мы оцениваем отчетность как сильную. Снижение валовой рентабельности ритейлера было вполне ожидаемо, в силу экспансии в регионы и политики компании, ориентированной на потребителя. Отметим, что компания довольно эффективно контролирует издержки, что выразилось в снижении доли общих, коммерческих и административных расходов с 21,8% в 1 полугодии 2007 года до 20,4% в 1 полугодии 2008 года. Безусловно, нас порадовал рост чистой прибыли на 291% в 1 полугодии 2008 года. Мы ожидали более скромных показателей – на уровне 138 млн.долл. столь высокий рост связан, в том числе с низкой сравнительной базой. Напомним, что в 1 полугодии 2007 года компания заработала лишь 41,1 млн.долл. вследствие высоких налоговых отчислений (эффективная налоговая ставка достигла 56%). В анализируемом периоде эффективная ставка налогообложения снизилась до 33%, что в купе с 60-ти процентным ростом выручки и снижением доли коммерческих общих и административных затрат в выручке спровоцировал рост чистой прибыли.

Однако следует также отметить, что X5 Retail Group понизила свой прогноз по рентабельности всего бизнеса, включив показатели сети гипермаркетов «Карусель». Рентабельность по EBITDA в 2008 году ожидается на уровне 8,4-8,6% против прогнозирувавшихся ранее без учета «Карусели» 8,8-9%. Валовая маржа может составить 25,5-25,9% вместо прежде ожидавшихся 25,8-26,2%. При этом прогноз роста выручки остался неизменным - 40%, а прогноз динамики сопоставимых продаж повышен до 20% с 17% в рублевом выражении. X5 также пересмотрела планы по затратам на интеграцию «Карусели». Если ранее компания рассчитывала потратить на интеграцию и ребрендинг сети около \$150 млн, то сейчас рассчитывает израсходовать приблизительно \$60 млн.

Мы по-прежнему с оптимизмом смотрим на возможности роста капитализации компании. В настоящий момент наша целевая цена составляет **41,28 долл.** Рекомендация – **Покупать**.

Календарь событий, ожидаемых в сентябре 2008 года мы отразили в таблице.

период	компания	событие	комментарий
1 сентября	Калина	отчет по МСФО за 1 полугодие 2008 года	
8 сентября	Группа Дикси	отчет по МСФО за 1 полугодие 2008 года	
11 сентября	Аптечная сеть 36,6	отчет по МСФО за 1 полугодие 2008 года	
18 сентября	Вимм-Билль-Данн	Внеочередное собрание акционеров	Рассмотрят вопрос об увеличении уставного капитала путем допэмиссии

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

#### Ключевые показатели деятельности X5 Retail Group, 1H 2008

млн. долл.	1H 2008	1H 2007	изм., %
Выручка	3766	2348	60,4%
Валовая прибыль	978	616,8	58,6%
Рентабельность по валовой прибыли	26,0%	26,3%	-0,3%
SG&A	769,061	511,298	50,4%
% от выручки	20,4%	21,8%	-1,4%
ЕВИТ	253,6	136,8	85,4%
Операционная рентабельность	6,7%	5,8%	0,9%
ЕВИТДА	351,3	212	65,7%
Рентабельность по ЕВИТДА	9,3%	9,0%	0,3%
Чистая прибыль	160,7	41,05	291,5%
Рентабельность по чистой прибыли	4,3%	1,7%	2,5%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсрп (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Магнит	MGNT	35,00	33,00	37,00	2664,00	60,85	64,5%	Покупать
ОАО Седьмой Континент	SCON	25,85	25,35	25,45	1908,75	32,80	28,9%	Покупать
Группа X5	FIVE LI	23,62	22,47	24,08	6539,48	41,28	71,4%	Покупать
Группа Дикси	DIXY	10,25	9,80	10,20	612,00	16,90	65,7%	Покупать
Аптечная сеть 36,6	APTK	26,00	20,00	24,00	228,00	51,75	115,6%	Держать
М.Видео	MVID	5,00	4,97	5,00	898,84	9,03	80,6%	Покупать
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	22,00	20,00	22,50	219,43	-	-	Пересмотр
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	39,75	37,25	38,20	459,56	64,44	68,7%	Покупать
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	38,00	35,00	38,00	1672,00	75,73	99,3%	Покупать
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBD	66,19	66,00	65,92	2900,48	108,19	64,1%	Покупать
ОАО Лебедянский	LEKZ	84,50	83,30	87,50	1785,99	88,02	0,6%	Продавать
ОАО Балтика	PKBA	36,00	33,00	35,50	5385,87	47,92	35,0%	Покупать
ОАО Балтика	PKBAr	25,50	18,00	30,00	5385,87	32,92	9,7%	Держать
ОАО Верофарм	VRPH	40,50	38,50	40,50	405,00	70,20	73,3%	Покупать
ОАО Фармстандарт	PHST	61,10	57,00	60,75	2295,90	82,54	35,9%	Покупать
ОАО Фармстандарт	PHST	20,01	20,00	20,00	3023,41	29,48	47,4%	Покупать
ОАО Синергия	SYNG	52,50	50,00	51,50	737,48	64,68	25,6%	Покупать
Группа Разгуляй	GRAZ	5,00	4,20	4,80	576,00	8,90	85,4%	Покупать
Группа Черкизово	CHE LI	12,00	10,80	11,58	748,11	16,95	46,4%	Покупать

Источник: расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	px Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Магнит	MGNT	37,00	1,18	0,81	0,58	26,53	17,73	10,35	19,96	10,68	6,36	33,38	23,21	13,35
ОАО Седьмой Континент	SCON	25,45	1,74	1,27	0,92	19,50	15,59	11,00	14,98	10,89	7,58	14,98	19,24	14,20
Группа X5	FIVE	24,08	1,45	0,93	0,70	22,95	16,01	12,27	16,13	10,85	7,28	42,39	27,09	18,75
Группа Дикси	DIXY	10,20	0,73	0,54	0,44	28,73	12,44	9,14	15,22	8,49	6,57	66,35	19,23	12,69
Аптечная сеть 36,6	APTK	24,00	1,17	0,80	0,61	44,61	16,02	9,01	25,11	8,29	5,03	-	-	36,38
М.Видео	MVID	5,00	0,87	0,59	0,43	26,55	15,71	9,94	21,52	13,06	8,44	46,51	25,07	14,87
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	22,50	1,07	0,91	0,80	12,13	8,08	6,49	9,08	6,36	5,27	14,83	11,29	8,64
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	38,20	2,35	1,67	1,22	21,81	14,62	9,41	16,95	11,24	7,22	35,27	23,89	14,53
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	38,00	1,68	1,30	1,06	19,11	12,61	9,54	13,61	9,57	7,36	28,22	17,26	12,72
ОАО Лебедянский	LEKZ	87,50	2,09	1,68	1,40	13,51	11,17	8,95	11,23	8,85	7,39	19,17	14,79	10,99
ОАО Балтика	PKBA	35,50	1,96	1,67	1,51	8,23	6,91	6,14	6,62	5,65	5,05	11,08	8,84	7,68
ОАО Верофарм	VRPH	40,50	4,59	3,65	2,97	17,62	12,45	9,32	15,96	11,41	8,61	24,74	16,89	12,20
ОАО Фармстандарт	PHST	60,75	5,82	4,64	3,83	16,95	12,73	10,25	15,01	11,41	9,25	23,49	16,39	12,91
ОАО Синергия	SYNG	51,50	1,83	1,50	1,27	10,32	7,76	6,16	9,42	6,83	5,33	13,93	10,40	7,94
Группа Разгуляй	GRAZ	4,80	1,11	0,96	0,85	10,67	8,68	7,21	7,92	6,53	5,51	16,91	11,89	9,23
Группа Черкизово	CHE	11,58	1,88	1,43	1,24	19,01	13,97	11,10	13,72	8,89	7,36	14,21	10,90	8,53

Источник: расчеты Ист Коммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Коммерц

Каждый аналитик, задействованный в написании данного отчета, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном отчете.

Ист Коммерц не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном отчете. Мнение Ист Коммерц может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном отчете.

Информация, представленная в отчете, основана на источниках, которые Ист Коммерц признает надежными, тем не менее, Компания не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода отчета и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений.

Обзор подготовлен Ист Коммерц для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Ист Коммерц может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном отчете и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Коммерц также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в отчете компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

**Адрес : 123317, Москва, Краснопресненская наб., д. 18, Блок Б**

**Тел.: (495) 644-1122**

**Факс: (495) 644-4797**

**Email: [research@eastkom.ru](mailto:research@eastkom.ru)**

#### *Департамент аналитических исследований*

*Head of Research*

**Фетисов Александр**

тел.: (495) 644-1122

e-mail: [AFetisov@eastkom.ru](mailto:AFetisov@eastkom.ru)

#### *Департамент продаж*

*Head of Equity Sales/  
Domestic Sales*

**Пермяков Никита**

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: [NPPermyakov@eastkom.ru](mailto:NPPermyakov@eastkom.ru)

*Equity Sales Manager/  
International Sales*

**Ашешов Ник**

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: [NAsheshov@eastkom.ru](mailto:NAsheshov@eastkom.ru)

#### *Департамент управления активами*

**Аляпкин Максим**

тел.: (495) 644-1122 доб. 2261

e-mail: [MAlyapkin@eastkom.ru](mailto:MAlyapkin@eastkom.ru)

#### *Департамент брокерского обслуживания*

*Head of Brokerage*

**Иванов Алексей**

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: [AIvanov@eastkom.ru](mailto:AIvanov@eastkom.ru)

#### *Представительства в России*

**С-Петербург**

197101, г. Санкт-Петербург, ул. Чапаева, дом 15, литер 3, оф. 413, тел.: +7 (812) 332-5085

[Peterburg@eastkom.ru](mailto:Peterburg@eastkom.ru)

**Калининград**

236040, г. Калининград, ул. Ленинградская, д.36, тел.: +7 (4012) 369-254

[Kalinograd@eastkom.ru](mailto:Kalinograd@eastkom.ru)

**Ставрополь**

355037, г. Ставрополь, ул. Доваторцев, д. 44Д, тел.: +7 (8652) 956-965

[Stavropol@eastkom.ru](mailto:Stavropol@eastkom.ru)

**Кемерово**

650025, г. Кемерово, ул.Чкалова, 10, тел.: +7 (3842) 760-542

[Kemerovo@eastkom.ru](mailto:Kemerovo@eastkom.ru)

**Липецк**

398059, г. Липецк, ул. Первомайская, д.3, оф. 24, тел.: +7 (4742) 745-523

[Lipeck@eastkom.ru](mailto:Lipeck@eastkom.ru)

**Ростов-на-Дону**

344006, г. Ростов-на-Дону, ул. Пушкинская, 104/32, офис 81/1, тел.: +7 (863) 219-0088

[Rostov@eastkom.ru](mailto:Rostov@eastkom.ru)

**Воронеж**

394000, г. Воронеж, проспект Революции, 58, оф. 406 (405), тел.: +7 (4732) 552-261

[Voronezh@eastkom.ru](mailto:Voronezh@eastkom.ru)

**Оренбург**

460000, г. Оренбург, ул. Краснознаменная, 22, офис 801, тел.: +7 (3532) 772-072

[Orenburg@eastkom.ru](mailto:Orenburg@eastkom.ru)

**Уфа**

450077, г. Уфа, ул.Пушкина, 85/1, оф.210, тел.: +7 (3472) 923-271

[Ufa@eastkom.ru](mailto:Ufa@eastkom.ru)

**Чебоксары**

428000, г. Чебоксары, ул. Петрова, д.6, оф.305, тел.: +7 (8352) 200-582

[Cheboksary@eastkom.ru](mailto:Cheboksary@eastkom.ru)

**Челябинск**

454091 г. Челябинск, ул.Кирова, 19 оф.507, тел.: +7 (351) 247-5274

[Chelabinsk@eastkom.ru](mailto:Chelabinsk@eastkom.ru)

**Владивосток**

690001, ул. Абрековская, 8в, оф.1, тел. +7 (4232) 22-36-51

[Vladivostok@eastkom.ru](mailto:Vladivostok@eastkom.ru)

#### *Представительства в Центральной Азии*

**Узбекистан**

700084, г. Ташкент, ул. Каландар, дом 20, тел.: +998 71 2672140

факс: +998 71 1385768

**Кыргызстан**

720040, г. Бишкек, ул.Логвиненко, д.37 А, тел.: +996 31 2660763

факс: +996 31 2660806