



Стратегия по рынку акций август 2008

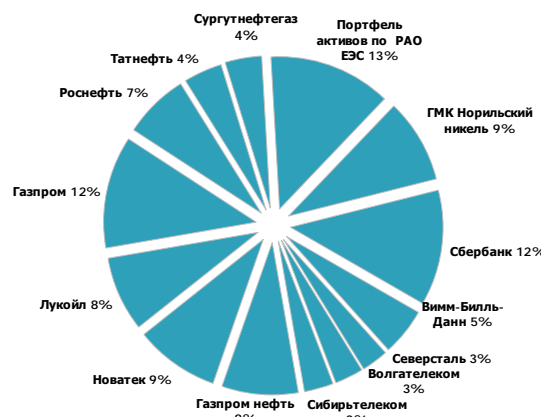
Основные тенденции рынка :

- Ø Коррекция на российском рынке продолжается. Для нефтегазового сектора российского рынка дополнительный негатив несет снижение на рынке нефти, последовавшее в результате снижения спроса на углеводороды развитых стран. Несмотря на то, что в ближайшем месяце снижение рынка, скорее всего, продолжится, некоторые нефтяные бумаги вполне могут показать рост котировок.
- Ø В июле акции компаний энергетического сектора показали негативную динамику. Как и ожидалось, бывшие акционеры РАО начали активно продавать акции начисленных компаний, что привело к существенному снижению котировок выделенных компаний.
- Ø В телекоммуникационном секторе в июне наблюдался дефицит корпоративных новостей. В условиях падающего рынка инвесторы пытались использовать акции телекомов в качестве «защитных» бумаг, однако в итоге масштабная коррекция затронула и их.

В августе мы ожидаем публикацию финансовых результатов за первое полугодие сотовых операторов, что должно скорректировать сильно подешевевшие телекомы в сторону их реальной фундаментальной стоимости. В сегменте фиксированной связи новостей будет еще меньше, чем в июле. Вероятно, динамика цен МРК будет отражать настроения на рынке в целом.

Модельный портфель ликвидных акций

- ожидаемая доходность: 31,7%
- динамика с начала года: -13,7%
- динамика индекса РТС с начала года: -15,2%



Капитализация по отраслям, янв. – июль 2008 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Изменение Мсар за месяц, %	Изменение Мсар с начала года, %
Нефть и газ	631 404	-12,1%	-8,4%
газ	310 043	-13,1%	-13,4%
нефть-добыча	312 504	-11,4%	-2,2%
нефть-переработка	4 365	-3,8%	-33,0%
нефть-продажа	1 087	-4,8%	19,7%
нефть-транспорт	1 975	-4,2%	-36,2%
нефть-сервис	1 430	1,8%	47,1%
Банковский сектор	112 698	-4,0%	-28,1%
Электроэнергетика	64 600	-16,0%	-58,2%
энергетика-генерация	25 679	-19,2%	-37,9%
энергетика-сбыт	1 155	-8,8%	53,3%
энергетика-сеть	3 820	-13,2%	-48,0%
Энергетика	33 946	-13,9%	-67,7%
Металлургия и добывающая пром.	161 789	-18,4%	-7,9%
металлургия	72 900	-24,6%	-3,0%
трубопрокатная индустрия	13 629	-8,5%	-25,9%
цветная металлургия	45 465	-12,3%	-22,1%
горнорудная промышленность	10 292	1,4%	4,8%
Уголь	19 503	-21,4%	39,9%
Телеком	161 789	-18,4%	-7,9%
Потребительский сектор	24 681	-3,0%	0,6%
пиво	6 877	-1,6%	-16,2%
пищевая промышленность	9 888	-2,0%	12,3%
потребительские товары	7 917	-5,4%	5,1%
Химия и нефтехимия	68 497	-20,2%	61,8%
химическая промышленность	12 270	-4,0%	18,2%
производство удобрений	56 227	-23,1%	75,9%
Машиностроение и электроника	28 423	-14,6%	-2,9%
Транспорт	14 744	-1,5%	-0,2%
транспорт	11 001	2,3%	11,4%
порт	3 743	-11,2%	-23,7%
Недвижимость	14 170	-11,1%	-19,4%
Строительство	15 249	-3,2%	41,6%
Прочее	31 092	-15,0%	-14,0%

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Календарь выхода важнейших макроэкономических данных</i>	Стр. 7
<i>Сырьевые рынки</i>	Стр. 8 – 9
<i>Макроэкономика</i>	Стр. 10 – 11
<i>Нефтегазовый сектор</i>	Стр. 12 – 19
<i>Химия и нефтехимия</i>	Стр. 20
<i>Электроэнергетика</i>	Стр. 21 – 26
<i>Телекоммуникации</i>	Стр. 27 – 30
<i>Транспорт</i>	Стр. 31 – 32
<i>Банковский сектор</i>	Стр. 33 – 34

СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ

Пожалуй, самый драматичный июль на российском рынке на нашей памяти... Неправильно было бы говорить, что именно слова, произнесенные в адрес «Мечела» и его главного акционера стали основной причиной падения российского фондового рынка, но «направление движения» было указано довольно четко. Объяснять то, что уже случилось всегда просто. Целая совокупность факторов играла против рынка. Мы видели переоценку политических рисков инвестирования в Россию со стороны иностранных инвесторов, видели выход инвесторов из нефти и большинства товарных позиций, на которых держится экономика России, и наконец, мы видели снижение в Европе и Америке на фоне истории с господдержкой ипотечных брокеров Fannie Mai и Freddie Mac. Вот примерно на таком фоне индекс РТС пробовал отметку 1800 пунктов.

Теперь трудная часть. Что ждать дальше?

Во - первых, опасения дальнейших масштабных списаний ипотечных активов с баланса крупнейших инвест. банков сильно трансформировались после того, как Merrill Lynch указал «правильный» путь, продав 30 – ти миллиардный пакет CDO (ипотечные облигации) «Одинокой звезде» (Lone Star Fund) за 22 цента за доллар номинала и финансировав 75% сделки. Ничего, кроме как списание, это не означает, зато было преподнесено как результат титанических усилий менеджмента по снижению рисков. По такому же пути могут пойти и Lehman Brothers, и Citi Group. Правда, есть угроза того, что более мелкие банки не смогут выдержать давления на финансовых рынках и уйдут в историю, но если вспомнить пример с Indy Mac, то в принципе экономическое сообщество довольно легко перенесет эти потери.

Во – вторых, коррекция нефти и других товарных позиций, в случае если она продолжится, должна снизить инфляционное давление на экономику ведущих держав, что позволит в дальнейшем центральным банкам быть более гибкими в сдерживании удорожания кредитных ресурсов. Это подтверждается заявлением по итогам вчерашнего заседания ФРС, где инвест. сообществу четко дали понять, что роста ставок не будет, несмотря на то, что инфляционное давление в США все еще продолжает быть очень серьезным.

В - третьих, на фоне ослабления денежно-кредитной политики можно ожидать возвращения инвесторов в фондовые активы Европы и Америки. При этом, на наш взгляд, в фаворитах могут оказаться компании потребительского сектора, которые за последние полгода не давали усомниться в своем финансовом положении.

Что касается России, то здесь, на наш взгляд, прослеживается явная конкуренция со стороны других стран BRIC, а именно Индии и Китая. Китайский индекс Shanghai Composite скорректировался со своих исторических максимумов на 56,8%. Индийский индекс Sensex – на 39,8%, в тоже время бразильский и российские индексы – на 24,4% и 27,3% соответственно. В условиях снижения цен на сырье выбор инвесторов очевиден. Тем не менее, всегда есть отрасли, которые смогут расти в России и в условиях снижения цен на нефть. Мы имеем ввиду, прежде всего, электроэнергетику и потребительский сектор. По нашему мнению, эти отрасли в наибольшей степени защищены как от внешних, так и от внутренних негативных факторов и могут стать соломинкой, за которую можно ухватиться.

А. Фетисов
AFetisov@eastkom.ru

ЧТО ПОКУПАТЬ В РОССИИ

Коррекция российского рынка, наряду со снижением мирового рынка нефти негативно отразились на капитализации нефтегазового сектора. Так, за прошлый месяц суммарная капитализация компаний, входящих в этот сектор рынка, снизилась более чем на 10%, а с начала года падение составило, по нашим оценкам, -8,4%. Несмотря на то, что негативный фон мировых рынков не позволит российским бумагам быстро восстановить утерянные позиции, все же существуют бумаги, выглядящие более устойчиво в условиях коррекции. К ним мы, в первую очередь, относим Роснефть (целевая цена **16,4 долл.**, рекомендация **Покупать**), акции которой по итогам прошлого месяца демонстрировали наименьшее снижение (-5,8%) среди всех нефтяных бумаг. Кроме этого, на фоне ожиданий роста финансовых показателей по итогам 1-го полугодия 2008 года, ожидаются покупки в бумагах ЛУКОЙЛа. Наша целевая цена по акциям компании **118,4 долл.**, рекомендация **Покупать**.

Мы полагаем, что в электроэнергетическом секторе наиболее привлекательно для покупки выглядят акции ФСК и ГидроОГК. В настоящее время эти компании торгуются на уровнях далеких от своих справедливых цен. По-прежнему, привлекательно выглядят акции тепловых ОГК. Мы рекомендуем к **Покупке** акции всех компаний данного сегмента. Мы также полагаем, что миноритарным акционерам **ТГК-8** необходимо использовать последнюю возможность зафиксировать прибыль и продать свои акции в рамках проводимого выкупа (15 августа заканчивается срок подачи заявлений на оферту).

Кроме этого, мы не исключаем, что в августе владельцам акций **ТГК-14** может поступить оферта от Энергопросбыта. Мы считаем, что цена выкупа будет соответствовать справедливой стоимости компании, поэтому рекомендуем участвовать в предстоящем выкупе.

По итогам июля котировки акций мобильных операторов продолжили движение вниз вслед за индексами. Мы ожидаем, что бумаги как МТС, так и Вымпелкома, чьи полугодовые результаты ожидаются уже в ближайшие недели, могут продемонстрировать хорошую динамику, независимо от ситуации на рынке. Мы рекомендуем **Покупать** акции **МТС (MTSS)** с целевой ценой на конец 2008 года **16,84 долл.** за акцию.

В результате продолжающейся коррекции многие акции МРК показали существенное снижение. Мы считаем, что компании фиксированной связи незаслуженно испытывают давление со стороны продавцов: МРК фундаментально сильно недооценены, а кризисные явления в США имеют только опосредованное влияние на бизнес компаний. Среди наиболее привлекательных активов мы выделяем акции **Волгателекома (NNSI)** и **Сибирьтелекома (ENCO)**. Мы выставляем рекомендацию **Покупать** по обеим бумагам с целевыми ценами на конец 2008 года **7,45** и **0,162 долл.** за акцию

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, АВГУСТ 2008

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Нефть и газ добыча			
Газпром нефть	SIBN	8,8	36,4%
Новатэк	NVTK	9,5	23,5%
Башнефть	BANE	20,0	15,3%
Башнефть, ап	BANEP	13,7	34,0%
Лукойл	LKOH	118,4	41,8%
Газпром	GAZP	18,90	57,8%
ТНК-ВР	TNBP	2,4	22,4%
Роснефть	ROSN	16,4	54,7%
Татнефть	TATN	9,1	51,7%
Татнефть, ап	TATNP	5,0	69,5%
Сургутнефтегаз	SNGS	1,7	87,8%
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,9	120,0%
Сектор: Нефть переработка			
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,26	-10,6%
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,64	-12,3%
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	162,30	86,6%
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	81,15	42,5%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	1,42	59,6%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,49	20,2%
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	2,21	36,4%
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,13	55,9%
Сектор: Нефть дистрибуция			
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	127,61	11,0%
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	37,43	8,5%
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	17,3	18,2%
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	9,7	13,1%
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	55,78	82,9%
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	32,54	30,2%
Сектор: Минеральных удобрений			
ОАО Уралкалий	URKA	11,90	6,7%
ОАО Апатит, ао	APAT	880,0	17,7%
ОАО Апатит, ап	APATP	358,9	1,8%
ОАО Азот, ао	AZOP	971,2	5,0%
ОАО Акрон, ао	AKRN	141	46,9%
ОАО Сильвинит, ао	SILV	1372,0	-22,7%
ОАО Сильвинит, ап	SILVP	771,3	-9,3%
Сектор: Банки			
Сбербанк, ао	SBER	4,92	85,6%
Сбербанк, ап	SBERP	2,97	85,6%
Сектор: Транспорт			
Аэрофлот	AFLT	4,9	53,1%
Ютэйр	TMAT	1,1	74,6%

Наименование	Тикер	Индикативная* / справедл. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Телекоммуникации и медиа			
ВолгаТелеком	NNSI	7,45	109,3%
ЮТК	KUBN	0,179	37,7%
Уралсвязьинформ	URSI	0,0788	62,5%
Сибирьтелеком	ENCO	0,162	118,9%
МТС	MTSS	16,85	47,5%
Вымпелком	VIP US	38,25	51,6%
Сектор: Потребительский сектор			
ОАО Магнит	MGNT	60,01	30,5%
ОАО Седьмой Континент	SCON	32,80	21,5%
Группа X5	FIVE LI	41,28	35,8%
Группа Дикси	DIXY	17,54	27,6%
М.Видео	MVID	8,45	26,1%
Концерн КАЛИНА	KLNA	50,31	97,3%
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	64,44	46,5%
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	89,15	25,6%
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBD	127,36	41,4%
ОАО Лебедянский	LEKZ	88,02	5,8%
ОАО Балтика	PKBA	-	Пересмотр
ОАО Балтика	PKBAp	-	Пересмотр
ОАО Верофарм	VRPH	70,20	40,4%
ОАО Фармстандарт	PHST	86,18	18,0%
ОАО Фармстандарт	PHST	30,78	-57,9%
Группа Разгуляй	GRAZ	8,90	21,9%
Группа Черкизово	CHE LI	16,95	27,9%
Сектор: Электроэнергетика			
ОГК-1	OGKA	0,13570	90%
ОГК-2	OGKB	0,14200	104%
ОГК-3	OGKC	0,14410	70%
ОГК-4	OGKD	0,13880	122%
ОГК-5	OGKE	0,15110	30%
ОГК-6	OGKF	0,13870	120%
ТГК-1	TGKA	0,00110	-18%
ТГК-2	TGKB	0,00107	4%
Мосэнерго	MSNG	0,23517	74%
ТГК-4	TGKD	0,00112	1%
ТГК-5	TGKE	0,00140	103%
ТГК-6	TGKF	0,00152	108%
ТГК-7	TGKG	0,15122	96%
ТГК-8	TGKH	0,00149	-11%
ТГК-9	TGKI	0,00038	100%
ТГК-10	TGKJ	3,20093	-33%
ТГК-14	TGKN	0,00035	17%

КАЛЕНДАРЬ ВЫХОДА ВАЖНЕЙШИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ДАННЫХ 01 – 31 АВГУСТА 2008 г.

Дата	Время (Мск)	Объект статистики/ страна	Наименование события	Анализируемый период	Предполагаемое значение	Значение предыдущего периода
01/08/08	16:30	США	Уровень безработицы	Июль 2008	5,6%	5,5%
04/08/08	16:30	США	Личные доходы	Июнь 2008	-0,2%	1,9%
04/08/08	18:00	США	Промышленные заказы	Июнь 2008	0,7%	0,6%
04/08/08	13:00	Еврозона	Индекс цен производителей	Июнь 2008	0,8%	1,2%
05/08/08	22:15	США	Заседание ФРС (процентная ставка)	6 августа 2008	2,0%	2,0%
07/08/08	16:30	США	Первичные обращения за пособиями	3 августа 2008	425 К	448 К
11/08/08	06:00	Китай	Индекс цен производителей	Июль 2008	9,1%	8,8%
12/08/08	06:00	Китай	Индекс цен потребителей	Июль 2008	6,5%	7,1%
12/08/08	16:30	США	Торговый баланс США	Июнь 2008	- 61,4 м. долл.	-59,8 м. долл.
14/08/08	06:00	Китай	Промышленное производство	Июль 2008	16,0%	16,0%
14/08/08	16:30	США	Индекс цен потребителей	Июль 2008	0,4%	1,1%
14/08/08	13:00	Еврозона	Индекс цен потребителей	Июль 2008	-	4,0%
14/08/08	13:00	Еврозона	ВВП	2 кв. 2008	-	2,1%
15/08/08	17:15	США	Промышленное производство	Июль 2008	0,0%	0,5%
19/08/08	16:30	США	Индекс цен производителей	Июль 2008	-	9,2%
21/08/08	16:30	США	Первичные обращения за пособиями	17 август 2008	-	-
25/08/08	18:00	США	Продажи существующего жилья	Июль 2008	-	4,86 М
26/08/08	18:00	США	Индекс потребительского доверия	Август 2008	-	51,9 М
27/08/08	16:30	США	Заказы на товары длительного пользования	Июль 2008	-	0,8%
28/08/08	16:30	США	ВВП (квартал)	2 квартал 2008	-	1,9%

Источник: данные Bloomberg

СИТУАЦИЯ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ

Нефть: долгожданная коррекция...

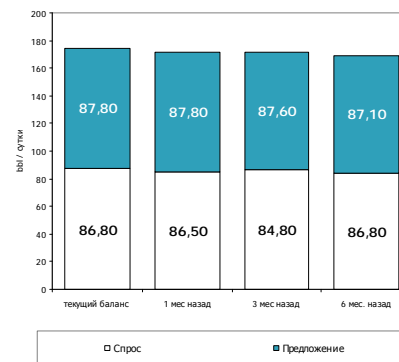
Без коррекции невозможен дальнейший рост. Это утверждение можно применить относительно текущей ситуации на рынке нефти. Достигнув очередного максимума в 147,27 долл. за баррель цены на нефть скорректировались до отметки 120-125 долл. Основной причиной коррекции стали опасения игроков рынка относительно дальнейшего сокращения спроса на нефть и нефтепродукты со стороны экономики США. Так, потребление нефтепродуктов в США за последний месяц составило в среднем 20,2 млн. баррелей в сутки, снизившись более чем на 2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Подобная ситуация наблюдается и в странах Европы: в результате увеличения розничных цен спрос на нефтепродукты снизился в Германии и во Франции. Кроме этого, несмотря на сохранение высоких темпов роста промышленного производства, за последние месяцы сократились закупки и у таких крупнейших Азиатских потребителей нефти и нефтепродуктов как Индонезия, Китай и Малайзия.

Мы склонны полагать, что данная коррекция была необходима рынку для дальнейшего роста. Через достаточно короткое время рынок углеводородов полностью восстановится и будет вновь готов для преодоления новых максимумов. С одной стороны, действительно, со стороны развитых стран можно наблюдать снижение спроса, однако падение потребления развитых экономик может быть по итогам года компенсировано развивающимися странами. Так, по прогнозам Международного Энергетического Агентства (МЭА), потребление нефти в мире в текущем году ожидается на уровне 86,85 млн. баррелей в сутки (прогноз был увеличен на 8,5%), при этом основную роль в этом сыграют быстрорастущие экономики Индии и Китая - рост потребления только в Китае ожидается на уровне 5,6% по сравнению с 2007 годом. Дополнительным фактором для роста нефти становится и тот факт, что скорректировавшись рынок нефти больше не дает повода странам ОПЕК для дальнейшего увеличения квот на добычу. Вопрос об этом будет рассмотрен на встрече членов картеля в начале сентября.

Стоит отметить, что снижение потребления развитых стран в настоящее время достаточно «успешно» замещается спекулятивным спросом. Так, при рассмотрении сложившейся ситуации в комитете по безопасности Сената США была дана справка, что в течение последних пяти лет активы, постоянно размещенные в сырьевые индексы, выросли с 13 млрд. долл. до 200 млрд. долл. или более чем в 15 раз. В настоящее время уровень фактического спроса на нефть (исключая спекулятивные инвестиции) находится на уровне 86 млн. баррелей в сутки, в то время как предложение уже превысило уровень 87 млн. баррелей. В таких условиях сокращение поставок нефти в результате влияния политических и климатических факторов отходит на второй план и является, скорее, «психологическим» фактором для биржевых спекулянтов, нежели создает реальную угрозу снижения предложения.

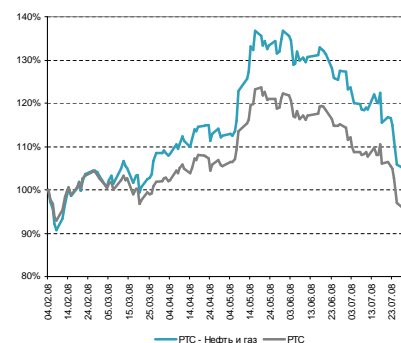
Фактически, крупнейшие потребители нефти смирились с существованием искусственно раздутого «нефтяного пузыря», поскольку в настоящее время не существует действенных мер, способных усмирить нефтяное ралли без негативных последствий для мирового рынка.

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



Источник: данные Bloomberg

Динамика индекса РТС и РТС «нефть и газ»



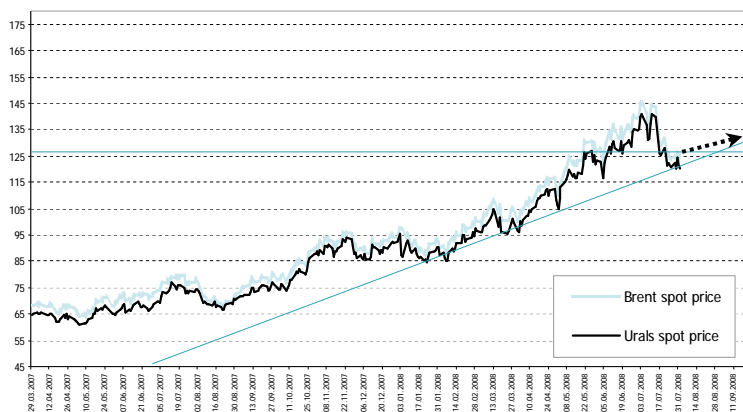
Источник: данные РТС

Так, искусственное ограничение инвестиций в сырьевые рынки, достигаемое путем повышения учетной ставки ФРС и роста стоимости доллара относительно других валют, способно несколько охладить рынок нефти, но, в последствии, эта мера может усугубить рецессию американской экономики, которая в настоящее время выглядит достаточно неустойчиво. Вероятность рецессии экономики США остается очень высокой, что подтверждается нестабильными макроэкономическими показателями наряду с разочаровывающими результатами крупнейших компаний Северной Америки.

Сегодня с достаточной степенью уверенности можно говорить о том, что для правительства США неприемлем данный вариант решения проблемы и ставка останется на уровне 2% как минимум до конца 2008 года, что позволит валютным спекулянтам играть на понижение американской валюты и найдет свое отражение в росте нефтяных котировок.

В краткосрочной перспективе новыми катализаторами роста нефти в следующие несколько месяцев могут стать как климатические факторы (сезон ураганов в США еще не закончен), так и сохраняющиеся «горячие точки» - Иран и Нигерия. Так, за последнее время информация о готовящейся военной операции против Ирана и остановках нефтедобычи на месторождениях Royal Dutch Shell в Нигерии не раз становилась причинами взлета нефтяных котировок. В дальнейшем ситуация, по нашему мнению, вряд ли изменится, учитывая довольно агрессивные заявления президента Ирана. Под воздействием вышеназванных факторов в следующем месяце котировки «черного золота» могут вновь достигнуть уровней в 130 долл. за баррель.

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



МАКРОЭКОНОМИКА

Кредитный рейтинг повышен, но риски остаются...

В июле международное рейтинговое агентство Moody's повысило кредитный рейтинг России до «Ваа1» с «Ваа2». Вместе с этим был повышен потолок странового рейтинга РФ по депозитам в иностранной валюте до «Ваа1» с «Ваа2». Прогноз рейтингов – «позитивный».

По мнению аналитиков рейтингового агентства, за последние 9 лет Правительство России и Центробанк смогли аккумулировать большой объем резервов в иностранной валюте, при этом значительно сократив обязательства по внешнему долгу. После проведения в марте 2008 года президентских выборов у России возросли шансы на проведение необходимых структурных реформ в экономике страны. Несмотря на это, риски высокой инфляции и перегрева экономики в настоящее время являются основными ограничивающими факторами для дальнейшего повышения странового рейтинга.

Безусловно, повышение рейтинга Moody's позитивно влияет на инвестиционный климат в России, позволяя инвесторам надеяться на сохранение экономикой России высоких темпов роста по сравнению с развитыми рынками при том, что ситуация на рынках капитала продолжает оставаться нестабильной. Кроме этого, изменение рейтинга в перспективе позволит российским банкам надеяться на снижение стоимости зарубежных заимствований.

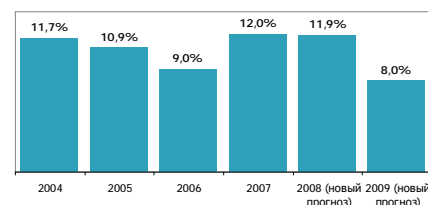
Как ни странно, изменение рейтинга лишь ненадолго остановило череду падений, захватившую российский рынок. Уже к вечеру следующего дня котировки большинства ликвидных акций вновь демонстрировали снижение под влиянием массивных распродаж.

Прогноз по инфляции пересмотрен, но этого уже недостаточно....

Показатель накопленной потребительской инфляции в России (CPI) вплотную приблизился к уровню запланированному правительством по итогам года. Так, по информации Росстата инфляция в России с начала года составила уже 9,3%, в то время как только за прошедший месяц данный показатель достиг 0,5%. В данной ситуации вполне оправданным шагом со стороны властей стал пересмотр прогнозных значений по инфляции. В конце июля Минэкономразвития направило в Минфин свои расчеты по прогнозу макроэкономических показателей на текущий год и до 2011 года, которые после согласования будут внесены в правительство РФ. Так, с большой долей вероятности можно утверждать, что прогноз по инфляции на текущий год будет повышен с существующего уровня 10,5% до 11,9%. На 2009 год прогноз также будет повышен до 7,5-8,0%.

В то же время, изменения коснутся не только темпа роста потребительских цен. На 2010-2011 гг. будут пересмотрены темпы роста ВВП с установленных ранее 6,8-7,0% до 7,1%. При этом, стоит отметить, что данные показатели относятся к оптимистичному сценарию развития экономики, при сохранении благоприятной макроэкономической конъюнктуры на мировых рынках и высоких ценах на основные энергоносители.

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



Источник: данные МЭРТ

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



Источник: данные МЭРТ

Без сомнения, пересмотр макроэкономических данных на среднесрочную перспективу несколько запоздал, учитывая, что опережающий рост инфляции был зафиксирован еще в первые месяцы текущего года. Мы полагаем, что даже названные МЭРТ показатели инфляции не будут соответствовать фактическим данным в случае продолжения роста нефтяных цен и сохранения притока денежной наличности на внутренний рынок. В то же время, используемые меры Центробанка не способны показать видимый результат до конца года. Все эти факторы позволяют предположить, что потребительская инфляция в России по итогам года превысит уровень 2007 года и составит не менее 13,5-14%.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
Газпром нефть	SIBN	6,20	6,50	6,45	30 581	8,8	36,4%	Покупать
Новатэк	NVTK	7,40	7,90	7,65	23 987	9,5	23,5%	Покупать
Башнефть	BANE	16,20	18,50	17,35	3 222	20,0	15,3%	Покупать
Башнефть, ап	BANEP	9,85	10,60	10,23	3 222	13,7	34,0%	Покупать
Лукойл	LKOH	82,50	83,00	83,50	70 597	118,4	41,8%	Покупать
Газпром	GAZP	11,93	11,98	11,98	283 609	18,90	57,8%	Покупать
ТНК-ВР	TNBP	1,95	1,97	1,96	30 901	2,4	22,4%	Держать
Роснефть	ROSN	10,60	10,70	10,60	112 341	16,4	54,7%	Покупать
Татнефть	TATN	5,95	6,05	6,00	13 420	9,1	51,7%	Покупать
Татнефть, ап	TATNP	2,80	3,10	2,95	13 420	5,0	69,5%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGS	0,88	0,90	0,91	34 979	1,7	87,8%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,39	0,43	0,41	34 979	0,9	120,0%	Покупать

Источник: расчеты Ист Коммерц

Россия: прогноз добычи нефти в 2008 году снижается

В конце прошлого месяца Минэкономразвития РФ понизило прогноз по добыче нефти в 2008 году с существовавших ранее 495-500 млн. тонн до 492 млн. тонн. Таким образом, темп прироста добычи нефти в 2008 году вместо заявленных 1,86% составит, исходя из представленных данных, около 0,2%. В свою очередь, на 2009 год прогноз по добыче нефти также был понижен до 503 млн. тонн с 507 млн. тонн, при этом на 2010-2011 год он остался прежним - 514 млн. тонн и 518 млн. тонн соответственно. Хотя снижение прогноза добычи вызвано, скорее, временными факторами, связанными с задержками ввода в строй нефтепровода ВСТО и недостаточными инвестициями в освоение месторождений Восточной Сибири, тем не менее, новость об этом может повлиять на уровень предложения нефти на мировом рынке, что, в свою очередь, отразится на динамике нефтяных котировок.

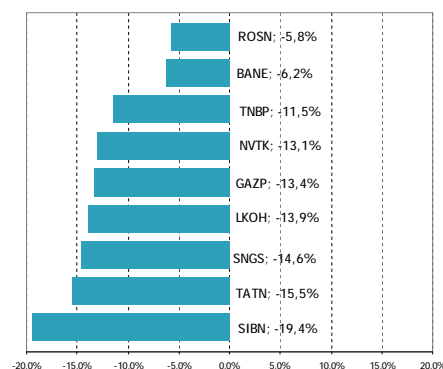
Стоит отметить, что прогноз по добыче газа на ближайшие два года остался неизменным и лишь с 2010 года незначительно повышен до 715 млрд. кубометров с существовавших ранее 711 млрд. кубометров. На 2011 год прогноз добычи был также увеличен с 724 млрд. до 725 млрд. кубометров.

Газпром нефть – результаты лучше ожиданий рынка

В июле НК «Газпром нефть» (SIBN) опубликовала результаты по US GAAP за I-ый квартал 2008 года. В соответствии с данными компании выручка в I квартале 2008 года выросла до 7,866 млрд. долл., что на 22,5% больше чем в IV квартале 2007 года (на 90% больше, чем в I квартале 2007 года). EBITDA составила 1,92 млрд. долл. и увеличилась на 15% по сравнению с предыдущим кварталом (на 83,9% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года). В свою очередь, чистая прибыль в I квартале 2008 года увеличилась на 110% по сравнению с аналогичным показателем за I квартал 2007 года и на 6,6% по сравнению с предыдущим периодом - IV кварталом 2007 года - до 1,411 млрд. долл.

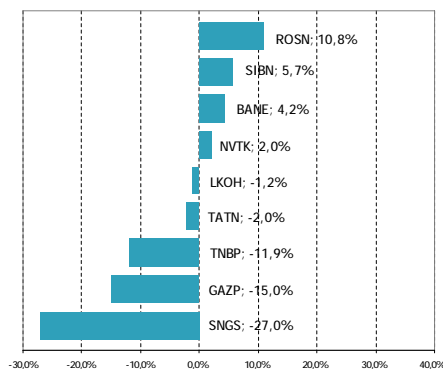
Согласно комментариям компании, рост чистой прибыли и EBITDA связан с увеличением рыночных цен на нефть, увеличением объемов реализации нефти и нефтепродуктов на экспорт и на внутреннем рынке, а также высоким уровнем маржи нефтепереработки.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

В целом вышедшие данные компании оказались выше консенсус прогноза аналитиков, прогнозировавших рост чистой прибыли нефтяной компании в среднем на 0,8% по сравнению с IV кварталом 2007 года - до 1,333 млрд. долл. Выручка компании должна была вырасти в среднем на 15% - до 7,411 млрд. долл., а EBITDA - на 13%, до 1,889 млрд. долл. В то же время, опубликованные данные оказались немного хуже наших ожиданий в разрезе показателя чистой прибыли. Учитывая динамику цен на нефть во втором полугодии 2008 года мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по бумагам компании и целевую цену на уровне **8,8 долл.** за акцию.

Газпром – целевая цена снижена до 18,9 долл. за акцию.

По итогам отчетности за 2007 год, продемонстрировавшей значительный рост операционных расходов, мы вынуждены были изменить прогноз финансовых показателей холдинга на 2008-2012 гг. Так, расходы на персонал в 2007 году по сравнению с прошлым годом увеличились на 24,7%, значительный рост показала статья расходов на покупку нефти и газа у сторонних производителей. В результате проведенных корректировок мы снизили целевую цену по акциям государственной компании с **19,4 до 18,9 долл.** за акцию. Рекомендация **Покупать** осталась без изменений.

Позитивным моментом для компании в июле стала публикация планов Газпрома по сокращению штата. Так, по распоряжению главы концерна Алексея Миллера с 1 января 2009 г. головной офис компании должен сократить 10% сотрудников - более 500 человек из числа самых высокооплачиваемых. В соответствии с планами компании сокращение должно быть проведено с 2009 г. Мы полагаем, что эффект от сокращения штата компании будет все же минимальным и найдет отражение лишь с 2010 года, учитывая необходимость выплаты компенсационных выплат сотрудникам при сокращении.

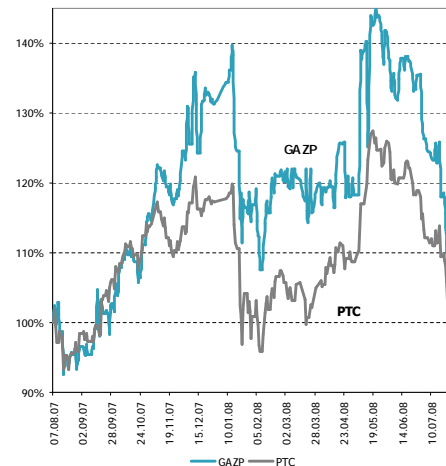
ТНК-ВР: впечатляющая динамика чистой прибыли не снижает риски

В прошлом месяце ТНК-ВР объявило предварительные неаудированные финансовые результаты за 1-ое полугодие 2008 года, которые оказались выше как наших прогнозов, так и консенсус прогноза большинства аналитиков. Чистая прибыль нефтяной компании выросла более чем в 2 раза до 4,7 млрд. долл., против 2,1 млрд. долл. за аналогичный период прошлого года. Выручка увеличилась на 66,5%, показатель EBITDA продемонстрировал рост на 97,4%, увеличившись за первое полугодие 2008 года до 7,5 млрд. против 3,8 млрд. в 1-ом полугодии 2007 года.

Помимо впечатляющей динамики выручки и чистой прибыли нефтяная компания успешно реализовывала политику контроля над затратами, что позволило повысить рентабельность. В частности, рентабельность EBITDA составила за отчетный период 26,5%, в то время как за аналогичный период прошлого года данный показатель был равен 22,4%. Рентабельность чистой прибыли, в свою очередь, выросла по сравнению с прошлым годом на 4,2 п.п. составив 16,6%.

Несмотря на впечатляющую динамику финансовых показателей компании, которая оказалась выше наших прогнозов, мы достаточно скептически смотрим на перспективы ТНК-ВР в краткосрочной перспективе, учитывая продолжающийся корпоративный конфликт между основными акционерами предприятия. В связи с этим мы рекомендуем **Держать** бумаги нефтяной компании.

Сравнительная динамика
GAZP и индекса РТС



Источник: данные Bloomberg

Предварительные финансовые результаты
ТНК-ВР за 1-ое полугодие 2008 года.

млрд. долл.	1 п. 2008 г.	1 п. 2007 г.	Измен., %
Выручка	28,3	17	66,50%
EBITDA	7,5	3,8	97,40%
Рентабельность EBITDA, %	26,50%	22,40%	-
Чистая прибыль (ЧП)	4,7	2,1	123,80%
Рентабельность ЧП, %	16,60%	12,40%	-

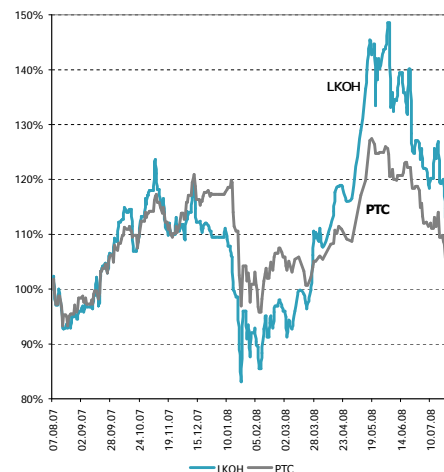
Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

ЛУКОЙЛ: рост чистой прибыли за 1-ое полугодие 2008 года может составить 89%

Американская ConocoPhillips, являющаяся крупнейшим акционером НК «ЛУКОЙЛ», опубликовала накануне отчетность, в которой отражается доля прибыли российской компании в суммарной прибыли компании. Исходя из отчета, чистая прибыль российской компании оценивается в 7,203 млрд., что на 89% выше показателя за аналогичный период 2007 года.

Учитывая то, что, как правило, данные, приведенные в отчете ConocoPhillips, близки к реальным финансовым показателям нефтяной компании, мы считаем, что новости о значительном росте чистой прибыли станут для компании хорошим драйвером роста в следующем месяце, при этом до выхода официальной отчетности российской компании мы не можем вносить изменения в прогнозную финансовую модель компании. Мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по акциям ЛУКОЙЛа с целевой ценой **118,4 долл.**

Сравнительная динамика
LKOH и индекса РТС



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	6,45	1,58	1,26	0,98	6,79	5,07	3,77	5,71	4,32	3,28	7,38	6,99	5,11
Новатэк	NVTK	7,65	10,73	7,33	4,89	26,41	17,73	10,89	23,07	15,74	9,91	31,69	23,75	14,50
Башнефть	BANE	17,35	0,95	0,77	0,66	5,62	3,40	2,71	4,41	2,96	2,38	8,36	4,77	3,77
Лукойл	LKOH	83,50	0,94	0,76	0,64	5,75	4,74	3,83	4,95	4,15	3,38	7,47	5,93	4,76
Газпром	GAZP	11,98	3,17	2,89	2,63	8,61	8,11	7,45	7,36	6,83	6,24	9,02	8,84	8,04
ТНК-ВР	TNBP	1,96	0,86	1,15	1,09	3,00	4,06	8,22	2,67	3,48	5,68	3,49	5,12	10,94
Роснефть	ROSN	10,60	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	6,00	1,87	1,54	1,33	6,18	5,48	4,64	5,51	4,93	4,21	11,32	9,94	8,39
Сургутнефтегаз	SNGS	0,91	1,51	1,22	1,02	7,35	5,48	4,19	4,94	3,93	3,15	10,62	7,65	5,95

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Сегмент нефтепереработки

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена предложения, \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедл. цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,32	1,50	1,41	1 192	1,26	-10,6%	Продавать
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,70	0,76	0,73	1 192	0,64	-12,3%	Продавать
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	65,00	109,00	87,00	670	162,30	86,6%	Покупать
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	38,00	75,90	56,95	670	81,15	42,5%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,85	0,93	0,89	999	1,42	59,6%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,38	0,44	0,41	999	0,49	20,2%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,45	1,79	1,62	951	2,21	36,4%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	0,68	0,77	0,73	951	1,13	55,9%	Покупать
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	105,00	600,00	352,50	56	345,92*	-1,9%	-
ОАО Хабаровский НПЗ, ап	HNPZP	90,00	150,00	120,00	56	216,20*	80,2%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	365,00	475,00	420,00	355	451,08*	7,4%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ап	KRKNP	300,00	400,00	350,00	355	414,51*	18,4%	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

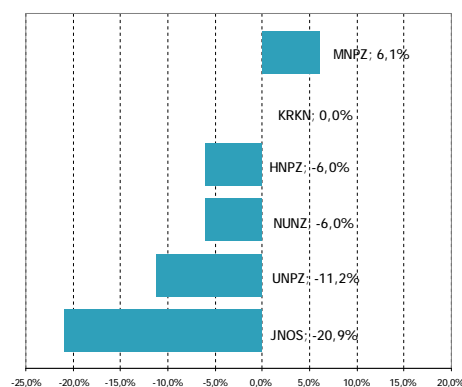
Источник: расчеты Ист Коммерц

В первой половине июля оптовые цены на топливо продолжили свой рост. При этом, в среднем стоимость бензина марок АИ-80, АИ-92, летнего дизельного топлива и авиационного керосина выросла незначительно - всего на 0,1-0,7%. Можно утверждать, что данная динамика, зафиксированная в начале месяца, объясняется продолжением увеличения экспорта нефтепродуктов в результате диспропорции цен на внешнем рынке и размера экспортных пошлин, а также высоким спросом на топливо, в особенности высокооктановые бензины.

В то же время, во второй половине июля, снизившиеся нефтяные котировки заставили внутренний рынок впервые с февраля текущего года продемонстрировать снижение оптовых цен на топливо. Так, за последнюю неделю месяца большинство производителей снизили цены на низкооктановый бензин А-76(80) и АИ-92(93). По данным «Кортес» цены на дизельное топливо снизились в среднем на 0,66%, на автобензин - на 0,16%. Насколько данная тенденция продолжится будет зависеть, в первую очередь, от дальнейшей динамики цен на нефтепродукты на мировом рынке. В случае их снижения экспортная пошлина на нефтепродукты, вводимая с 1-го августа и увеличенная более чем на 20%, заметно снизит рентабельность экспорта, что, в свою очередь, благоприятно повлияет на уровень насыщения российского рынка и приведет к дальнейшему снижению оптовых цен на топливо.

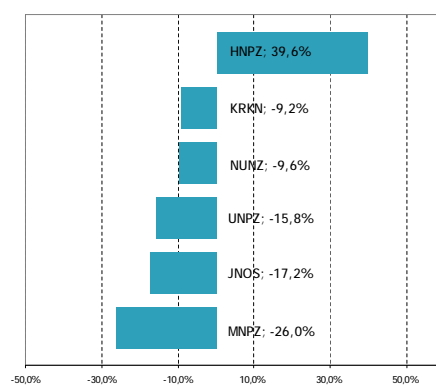
Вслед за бумагами нефтедобывающих компаний вниз скорректировались и акции перерабатывающих предприятий. Наибольшее снижение было зафиксировано в акциях Славнефть - ЯНОС, которые подешевели по итогам месяца на -20,9%. В то же время, лучше сектора выглядели бумаги Московского НПЗ, которые подорожали на 6,1%, несмотря на то, что остальные бумаги сектора демонстрировали отрицательную динамику котировок. После значительного падения в последние несколько месяцев акции Московского НПЗ оказались значительно перепроданы, поэтому их рост был достаточно предсказуем. Несмотря на рост котировок, в настоящее время акции Московского НПЗ торгуются все еще ниже своих целевых уровней. На август мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по бумагам Московского НПЗ. Кроме этого в текущем месяце мы рекомендуем обратить внимание на бумаги Башкирских предприятий.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Несмотря на сохраняющиеся риски национализации активов Башкирского ТЭК в ближайшие полгода, Уфимский, Ново-Уфимский НПЗ, а также Уфанефтехим могут показать рост производственных результатов, в частности производства наиболее востребованных рынком высокооктановых бензинов. Так, в середине июля компания завершила реконструкцию установок изореформинга, что позволит предприятиям производить компоненты автомобильного бензина, соответствующего стандартам Евро-5. Среди башкирских предприятий наибольшее снижение в прошлом месяце было зафиксировано по бумагам Уфимского НПЗ (UNPZ), которые подешевели на -11,2%. Сейчас акции предприятия торгуются на достаточно привлекательных уровнях для покупки. Наша целевая цена по акциям UNPZ – 2,21 долл. за обыкновенную и 1,13 долл. за привилегированную акцию. Рекомендация **Покупать** на август остается неизменной.

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	1,41	2,90	2,51	2,19	10,90	9,44	8,24	9,75	8,56	7,56	18,86	16,33	14,26
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	0,73	1,80	1,56	1,36	5,22	4,53	3,96	4,48	3,97	3,53	7,27	6,29	5,49
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,89	3,49	2,85	2,46	24,48	13,46	10,21	8,55	6,77	5,92	20,83	10,93	8,21
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,62	2,34	2,02	1,77	5,87	5,08	4,44	5,38	4,61	3,97	9,09	7,87	6,87
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	352,50	2,47	2,15	1,89	16,80	14,62	12,84	9,31	8,55	7,86	221,44	191,67	167,41
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	420,00	3,12	2,70	2,36	8,37	7,25	6,34	6,72	5,97	5,34	11,12	9,63	8,41

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	110,00	120,00	115,00	51	127,61	11,0%	Покупать
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	25,00	44,00	34,50	51	37,43	8,5%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	14,20	15,00	14,60	202	17,3	18,2%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	8,15	9,00	8,58	202	9,7	13,1%	Покупать
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	27,00	34,75	30,88	13	44,26*	43,4%	-
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ап	MYNTP	10,60	13,00	11,80	13	16,56*	40,3%	-
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	63,00	73,00	68,00	60	74,50*	9,6%	-
ОАО Оренбургнефтепродукт,ап	ORNEP	0,00	125,00	62,50	60	-	-	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	26,00	35,00	30,50	73	55,78	82,9%	Покупать
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	20,00	30,00	25,00	73	32,54	30,2%	Покупать
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,16	0,57	0,37	153	0,52*	40,6%	-
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ап	SLNE	0,16	0,57	0,37	153	0,12*	-68,3%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	50,00	55,00	52,50	155	42,92*	-18,2%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ап	TMNPP	14,10	20,00	17,05	155	23,98*	40,7%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	4,05	15,00	9,53	29	11,12*	16,7%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ап	HANFP	2,00	40,00	21,00	29	6,49*	-69,1%	-
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	13,00	18,00	15,50	70	17,05*	10,0%	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

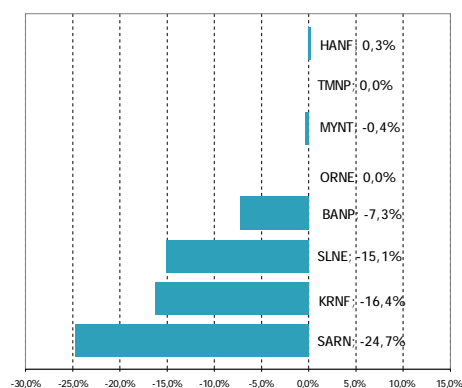
Источник: расчеты Ист Коммерц

Несмотря на наметившуюся тенденцию снижения оптовых цен на топливо, ситуация в розничном секторе вряд ли изменится в ближайшем будущем. С одной стороны, за счет сдерживания роста розничных цен в 1-ом полугодии 2008 года рентабельность сектора сбытовых компаний остается на крайне низком уровне. С другой стороны, высокий риск государственного регулирования сектора все еще достаточно актуален, что существенно сокращает инвестиционную привлекательность сбытовых компаний для игроков рынка.

В случае дальнейшего снижения оптовых цен на топливо мы полагаем, что снижения розничных цен ждать не стоит. Сложившаяся на рынке ситуация может оказать поддержку сбытовым компаниям и отчасти компенсировать провал финансовых показателей, зафиксированный по итогам 1-го квартала 2008 года. В то же время, мы сомневаемся что дальнейшего роста розничных цен не последует. Увеличение потребления дизельного топлива со стороны сельхозпроизводителей, связанный с сезоном сбора урожая, а также дальнейший рост издержек вряд ли позволят сбытовым компаниям сохранять неизменным уровень розничных цен до конца года.

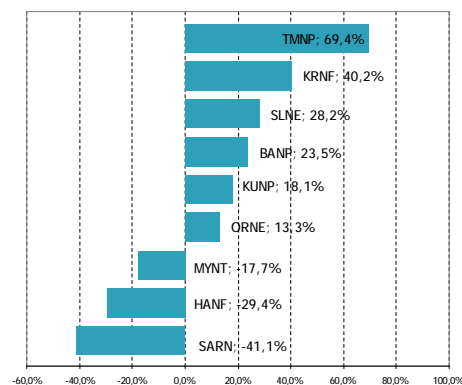
В прошлом месяце практически все крупные сбытовые компании демонстрировали снижение котировок. Лидерами падения стали бумаги Саратовнефтепродукта (SARN) и Красноярскнефтепродукта (KRNF), потеряв по итогам прошлого месяца -24,7% и -16,4% соответственно. После значительной коррекции бумаги сбытовых компаний котируются на уровнях, благоприятных для покупки. В июле мы провели переоценку бумаг ОАО Красноярскнефтепродукт (KRNF) после значительного роста финансовых показателей компании. Наша новая целевая цена по обыкновенным акциям предприятия составляет 127,61 долл., по привилегированным акциям 37,43 долл. Исходя из новых ценовых уровней потенциал роста составляет 11% и 8,5% по обыкновенным и привилегированным акциям соответственно. Рекомендация **Покупать** сохраняется.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

ФАС не дремлет...

В рамках влияния на производителей топлива Федеральная антимонопольная служба только за последнее время возбудило около дюжины дел, касательно картельных заговоров и не собирается останавливаться на достигнутом. Так, для ограничения роста розничных цен на топливо Федеральная антимонопольная служба предлагает принудить компании-нарушители антимонопольного законодательства заключать прямые контракты с непосредственными потребителями топлива и продавать дополнительные объемы на открытых торгах.

Впервые данную идею предполагалась реализовать в середине прошлого месяца, когда в результате существенного роста цен на авиакеросин вице-премьер Сергей Иванов предложил рассмотреть вопрос о торговле керосином на специальных биржах. ФАС предлагает распространить данное правило на всех потребителей топлива. Другое дело насколько можно осуществить идею антимонопольной службы на практике? Во первых, сам факт нарушения антимонопольного законодательства, в ситуации с ценами на бензин, достаточно трудно доказать, во-вторых, существует сложности практической организации регулярных торгов на нефтепродукты на Петербургской бирже нефтепродуктов (ПБН), механизм которых еще не отработан до конца.

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	115,00	0,40	0,35	0,31	8,15	6,81	5,84	7,63	5,53	5,53	15,42	12,77	10,83
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	14,60	0,39	0,33	0,29	3,37	2,85	2,51	3,14	2,67	2,34	7,04	5,83	5,14
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	30,88	0,15	0,14	0,13	8,59	7,78	7,03	6,18	5,47	4,89	18,94	17,72	15,73
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	68,00	0,12	0,10	0,08	3,60	3,03	2,72	3,13	2,59	2,28	5,34	4,40	3,91
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	30,50	0,13	0,12	0,11	1,66	1,81	2,11	1,47	1,52	1,65	3,41	3,70	4,29
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,37	0,09	0,08	0,08	1,57	1,64	1,67	1,46	1,53	1,54	5,06	5,30	5,42
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	52,50	0,55	0,48	0,42	3,94	3,39	2,95	3,62	3,15	2,76	5,25	4,55	3,97
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	9,53	0,09	0,09	0,09	3,94	3,77	3,61	3,20	3,09	2,98	6,34	6,09	5,85
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	15,50	0,08	0,07	0,06	2,20	1,90	1,66	2,09	1,82	1,60	2,62	2,27	1,98

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

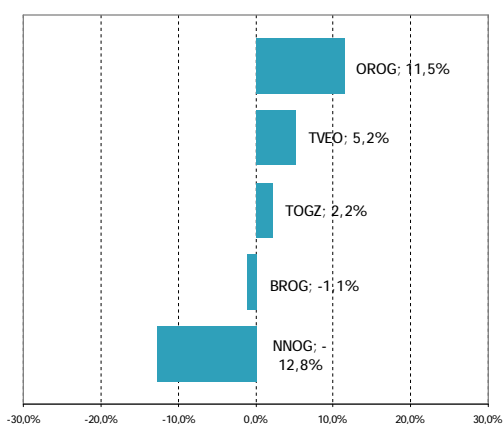
Сектор газораспределения

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мср (PTC), млн. долл.	Индикативная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	100,00	240,00	170,00	2	207,47*	22,0%	-
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	740,00	790,00	765,00	104	836,22*	9,3%	-
ОАО Ростовоблгаз,ап	RTBGP	400,00	450,00	425,00	104	409,75*	-3,6%	-
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	1950,00	2400,00	2175,00	150	1 070,93*	-50,8%	-
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	2,45	3,00	2,73	78	5,29	94,1%	Покупать
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	180,00	225,00	202,50	40	290,50	43,5%	Покупать
ОАО Кастрмаоблгаз	KOOG	340,00	540,00	440,00	20	489,79	11,3%	Продавать
ОАО Брянскоблгаз	BROG	430,00	450,00	440,00	49	608,07	38,2%	Покупать
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	60,00	79,00	69,50	52	42,50*	-38,8%	-

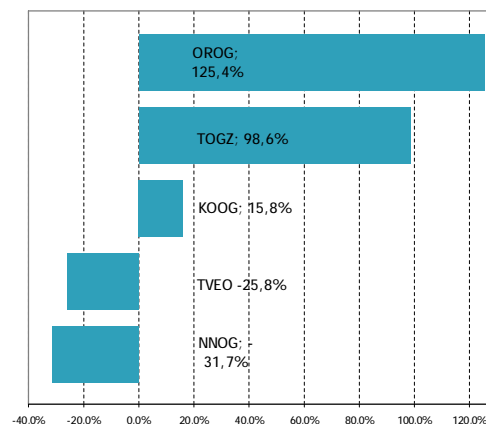
* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

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	765,00	1,40	1,21	1,05	5,45	4,70	4,09	4,79	4,16	3,64	7,11	6,15	5,37
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	2175,00	2,64	2,28	1,99	16,20	14,02	12,24	10,02	7,79	5,99	53,42	46,23	40,38
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	2,73	0,92	0,79	0,68	2,24	1,91	1,64	2,13	1,83	1,58	3,32	2,88	2,51
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	202,50	1,53	1,38	1,24	3,95	3,56	3,21	2,92	2,62	2,35	5,30	4,81	4,37
ОАО Кастрмаоблгаз	KOOG	440,00	1,09	0,94	0,81	5,44	4,67	4,05	4,35	3,84	3,41	7,01	6,07	5,30
ОАО Брянскоблгаз	BROG	440,00	1,22	1,09	1,02	6,52	5,60	5,12	5,79	4,98	4,54	10,66	9,01	8,27
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	69,50	2,84	2,46	2,15	8,28	7,16	6,26	7,37	6,46	5,70	20,21	17,49	15,28

Источник: расчеты Ист Коммерц

Сектор минеральных удобрений

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена Предлож., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Уралкалий	URKA	10,75	11,70	11,15	23 687	11,90	6,7%	Держать
ОАО Апатит, ао	APAT	600,00	895,00	747,50	5 697	880,0	17,7%	Покупать
ОАО Апатит, ап	APATP	340,00	365,00	352,50	5 697	358,9	1,8%	Держать
ОАО Азот, ао	AZOP	900,00	950,00	925,00	373	971,2	5,0%	Покупать
ОАО Аммофос	AMMO	110,00	119,00	114,50	992	231,0	101,7%	-
ОАО Акрон, ао	AKRN	92,25	96,00	96,00	4 578	141	46,9%	Пересмотр
ОАО Сильвинит, ао	SILV	1700,00	1850,00	1775,00	15 521	1372,0	-22,7%	Продавать
ОАО Сильвинит, ап	SILVP	840,00	850,00	850,00	15 521	771,3	-9,3%	Продавать

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Коррекция на российском рынке не обошла стороной и сектор минеральных удобрений. Несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру мирового рынка, большинство акций производителей как азотных, так и калийных удобрений продемонстрировали снижение котировок.

Так, за прошедший месяц лидером падения стали бумаги Аммофоса, котировки которого снизились в цене на 28,4% на фоне оферты, выставленной холдингом «Фосагро» - основным акционером предприятия. Стоимость по которой акции приобретались у миноритарных акционеров составила 1 763 руб. (74,48 долл.), что на момент выставления оферты было значительно ниже сложившихся на рынке котировок. И хотя мы полагаем, что большинство миноритариев не пошли на выкуп, заниженная цена оферты явно негативно отразилась на акциях компании: начавшиеся еще в конце июня распродажи акций Аммофоса продолжились и в июле и привели к тому, что бумага торговалась в диапазоне 105 – 115 долл. за акцию, при этом последняя цена (last price), зафиксированная по бумагам предприятия составила 99 долл.

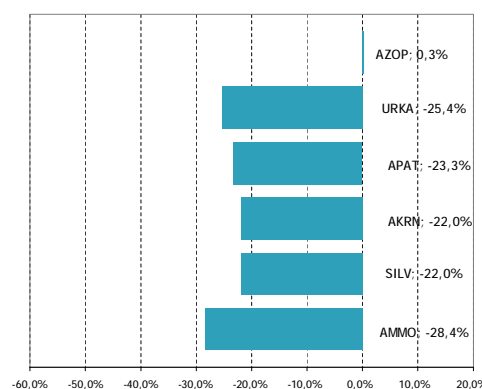
Поскольку на момент объявления оферты в собственности «Фосагро» находилось 85,03% акций Аммофоса, мы не исключаем, что в последствии бумаги предприятия будут выкупаться с рынка по существенно сниженным ценам для консолидации 95%. Исходя из этого, вторая обязательная оферта (после консолидации пакета в 95% и более) может быть проведена не раньше ноября текущего года, при этом цена выкупа может быть заведомо низкой. Базируясь на этих допущениях, мы снимаем рекомендацию *Покупать* с бумаг предприятия.

Акрон: размещение отменяется, идея остается...

Холдинг Акрон, планировавший провести вторичное размещение акций (SPO) в августе текущего года, объявило о переносе размещения, не назвав при этом конкретные сроки для «второй попытки». Компания, справедливая стоимость которой по расчетам размещающих компаний, находится в диапазоне от 8,2 до 9,4 млрд. долл. приняло такое решение под влиянием негативной динамики мирового фондового рынка и сохраняющегося кризиса ликвидности. Мы полагаем, что повторную попытку размещения группа компаний предпримет не ранее 1-го квартала 2009 года, учитывая возможный новый виток роста цен на минеральные удобрения в преддверии посевного сезона. И хотя сейчас акции ОАО Акрон (AKRN) скорректировались более чем на -20% за последний месяц мы позитивно смотрим на перспективы роста капитализации компании и рекомендуем бумаги к **Покупке** с целевой ценой 141 долл. за акцию.

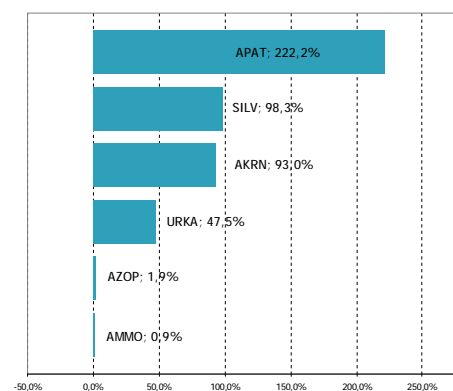
Источник: расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Наименование компании	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предал., \$	Последняя цена/ Средняя цена, долл.	Капитализация, млн. долл.	Целевая цена	Потенциал роста	Рекомендация
ОГК-1	OGKA	0,070000	0,071400	0,0707	3 125	0,13570	90%	Покупать
ОГК-2	OGKB	0,067500	0,069500	0,0685	2 209	0,14200	104%	Покупать
ОГК-3	OGKC	0,081500	0,085000	0,0833	3 870	0,14410	70%	Покупать
ОГК-4	OGKD	0,058000	0,062500	0,0603	3 655	0,13880	122%	Покупать
ОГК-5	OGKE	0,111000	0,116000	0,1135	3 926	0,15110	30%	Покупать
ОГК-6	OGKF	0,060000	0,063000	0,0615	1 936	0,13870	120%	Покупать
ТГК-1	TGKA	0,001250	0,001340	0,0013	4 814	0,00110	-18%	Продавать
ТГК-2	TGKB	0,000950	0,001030	0,0010	1 391	0,00107	4%	Держать
Мосэнерго	MSNG	0,128100	0,135000	0,1316	5 092	0,23517	74%	Покупать
ТГК-4	TGKD	0,001100	0,001110	0,0011	2 121	0,00112	1%	Держать
ТГК-5	TGKE	0,000600	0,000690	0,0006	738	0,00140	103%	Покупать
ТГК-6	TGKF	0,000710	0,000730	0,0007	1 320	0,00152	108%	Покупать
ТГК-7	TGKG	0,071000	0,077000	0,0740	2 128	0,15122	96%	Покупать
ТГК-8	TGKH	0,001560	0,001680	0,0016	3 216	0,00149	-11%	Продавать
ТГК-9	TGKI	0,000160	0,000190	0,0002	1 252	0,00038	100%	Покупать
ТГК-10	TGKJ	3,950000	4,750000	4,3500	3 471	3,20093	-33%	Продавать
ТГК-14	TGKN	0,000230	0,000300	0,0003	179	0,00035	17%	Покупать

Источник: РТС, расчеты ИстКоммерц

Июль прошел под знаком финального этапа реорганизации РАО ЕЭС России. Как и ожидалось большинство инвесторов решило зафиксировать прибыль, что привело к массовым продажам бумаг начисленных компаний. «Главный удар» приняли на себя акции ТГК-9 и Мосэнерго, бумаги которых потеряли в цене 45% и 29% соответственно.

Не избежали той же участи и акции будущих «голубых фишек» (РусГидро и ФСК), котировки которых не выдержали понижающего давления, вызванного реорганизацией РАО ЕЭС. Так, ГидроОГК потеряло 15% в стоимости, а цены на акции ФСК с момента их появления на организованном рынке упали на 14%.

Акции ТеплоОГК, потеряли за месяц от 3% (ОГК-5) до 20% (ОГК-4). В свою очередь, несколько воодушевляющую динамику продемонстрировали бумаги компаний, интерес игроков к которым подогрет предстоящей офертой со стороны стратегических инвесторов. Так, акции ТГК-2 и ТГК-4 прибавили в стоимости 2% и 5% соответственно.

Таким образом, стоимость корзины энергоактивов, которую получили акционеры РАО снизилась до 23,8 руб. для тех кто голосовал «ЗА» и 21,2 руб. для тех, кто не поддержал проводимые структурные преобразования. Такая разница в стоимости обусловлена тем, что акционер, проголосовавший «Против», получит больше государственных активов ФСК/ГидроОГК, которые в настоящее время торгуются на уровнях, далеких от своей справедливой стоимости.

Мы полагаем, что понижающее давление со стороны бывших акционеров РАО может продлиться вплоть до сентября. В связи с этим, мы рекомендуем бывшим акционерам РАО ЕЭС продавать в первую очередь акции тех компаний, в которых ожидается оферта.

ФСК

16 июля на биржах начались торги акциями Федеральной сетевой компании (ФСК). При этом, динамика котировок ФСК не сильно обрадовала инвесторов. С момента своего появления на организованном рынке бумаги компании упали в цене на 22%. Более того, в настоящее время акции ФСК торгуются ниже своей номинальной стоимости. Мы полагаем, что данное снижение носит технический характер и по-прежнему считаем, что акциям ФСК по силам стать реальной заменой бумагам «ушедшего в небытие» РАО ЕЭС.

В настоящее время акции компании очень сильно перепроданы. При этом фундаментальных причин для такого снижения, на наш взгляд, не существует. В долгосрочной перспективе мы выделяем следующие драйверы роста стоимости ФСК:

Переход на прогрессивный метод тарифообразования. Предполагается, что с 2011 года ФСК перейдет на новую методику расчета тарифа, в соответствии с которой в тариф будут включаться затраты на возврат инвестированного капитала.

Рост энергопотребления. Рост энергопотребления и, как следствие, увеличение объема передаваемой электроэнергии будет способствовать росту финансовых показателей компании;

Денежные средства от продажи долей в тепловой генерации. По нашим оценкам, в результате ликвидации РАО на баланс ФСК поступит около 16 млрд. долл. (рыночная оценка гос. долей ОГК/ТГК и активов, в которые конвертировались казначейские акции РАО).

В то же время, мы не исключаем, что покупка акций ФСК сопряжена с наличием определенных рисков.

Во-первых, еще не ясно, будут ли учитываться при расчете RAB (Regulatory Asset Base) объекты, построенные за счет средств, поступивших от продажи долей в тепловой генерации и казначейских акций РАО. Если данный сценарий будет иметь место, то тарифы компании после перехода на RAB будут расти более умеренными темпами, чем планировалось ранее. На фоне масштабной инвестиционной программы, такое положение дел может негативно отразиться на стоимости ФСК.

Во-вторых, осенью компания планирует привлечь 50 млрд. руб. за счет средств федерального бюджета. Нам пока неизвестны количество бумаг и цена размещения. В то же время, мы не питаем особого оптимизма в отношении грядущей допэмиссии, поскольку она размоет доли миноритарных акционеров, что также может привести к снижению рыночной цены акций ФСК.

В-третьих, доля государства в компании не опустится ниже 75%+1 акция, поэтому в настоящее время достаточно сложно предсказать дивидендную политику компании.

Тем не менее, мы полагаем, что текущий уровень цен на акции ФСК дает инвесторам хорошую возможность для выгодного входа в состав акционеров компании. Наша целевая цена по бумагам ФСК на конец 2008 года 0,03 долл., что предполагает потенциал роста % от уровня текущего предложения в РТС рекомендация **Покупать**.

ГидроОГК

В начале прошлого месяца РусГидро опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Выручка компании в 2007 году выросла на 98% и составила 2 057 969 тыс. долл. В свою очередь операционные расходы увеличились на 59% и достигли 1 603 873 тыс. долл.

В структуре издержек наибольший удельный вес занимают расходы на покупную электроэнергию. В 2007 году издержки по данной статье выросли на 135% и составили 428 284 тыс. долл. Следует отметить, что затраты по этой статье возникают при покупке электроэнергии на свободном рынке и ее дальнейшей перепродажи для обеспечения обязательств по регулируемым договорам. Расходы по этой статье являются временными, поскольку после полной либерализации, продажа электроэнергии на ОРЭМ будет осуществляться по свободным ценам. В свою очередь, спрогнозировать объем электроэнергии который компания закупает для последующей перепродажи весьма затруднительно. Поэтому при прогнозе затрат по данной статье мы исходим из объема электроэнергии, который необходим для закачки воды Загорской ГАЭС и Загорской ГАЭС-2.

В то же время за отчетный период РусГидро продемонстрировала неплохие показатели рентабельности. Так, значение EBITDA margin и Net margin составили 38% и 14% соответственно, что существенно выше чем у других генерирующих компаний (средне по ОГК/ТТК: EBITDA margin-12% и Net margin – 6%). Отметим, что тарифообразование на свободном рынке электроэнергии находится под влиянием динамики цен на газ и уголь. В этом отношении РусГидро находится в более выгодном положении, чем ее «коллеги по цеху» (удельный вес топливных затрат в общей структуре операционных расходов тепловых станций составляет 55-70%), поскольку себестоимость производства электроэнергии на гидроэлектростанциях не зависит от динамики цен на энергоносители. Мы полагаем, что по мере увеличения доли свободного рынка рентабельность РусГидро будет неуклонно расти. По нашим оценкам, значение показателя EBITDA margin достигнет к 2011 году 50%.

В свою очередь, чистая прибыль компании составила в 2007 году 281 107 тыс. долл., что на 7% ниже нашего прогноза (302 006 тыс. долл.). Следует отметить, что в 2006 году основным источником формирования финансового результата явилось сторнирование ранее признанного убытка от экономического обесценения основных фондов. Доходы по данной статье не имеют никакого отношения к реальному движению денежных средств. В связи с этим, анализ чистой прибыли в динамике не имеет смысла.

Мы сохраняем позитивный настрой в отношении перспектив РусГидро, которая, по нашему мнению выступит, основным бенефициаром от либерализации рынка электроэнергии.

Мы внесли изменения в нашу модель оценки компании. В результате, значение целевой цены снизилось с 0,1085 долл. до 0,1045 долл. Рекомендация **Покупать** остается без изменений.

ТГК-2 удручающие показатели за 2007 год

На днях ТГК-2 опубликовала отчетность по МСФО, результаты оказались ниже наших ожиданий.

Выручка компании выросла на 39% и составила 891 417 тыс. долл. При этом следует отметить, что структура продаж претерпела существенные изменения. Так, если в 2006 году наибольший удельный вес в общем объеме поступлений занимали доходы от реализации тепловой энергии, то в 2007 году наблюдался существенный рост продаж электроэнергии, что обусловлено, по нашему мнению, увеличением доли свободного рынка.

Операционные расходы продемонстрировали рост на 20,52% и достигли 918 018 тыс. долл. Наибольший вклад в формирование затрат по текущей деятельности внесли расходы на топливо, которые составили 482 017 тыс. долл. Рентабельность EBITDA за прошедший год составила 5,9%.

По итогам деятельности в 2007 году компания получила убыток в размере 78 720 тыс. долл. При этом, сравнение операционных показателей в динамике лишено смысла, поскольку чистая прибыль 2006 года вызвана переоценкой основных средств. Данная операция носит единовременный характер и не имеет отношения к реальному движению денежных средств.

Несмотря на тот факт, что отчетность компании оказалась хуже наших ожиданий, в целом, мы полагаем, что она нейтральна для котировок компании, поскольку основное внимание игроков приковано к предстоящей оферте.

Мы внесли соответствующие изменения в модель оценки ТГК-2. Наша новая целевая цена по бумагам компании составляет 0,00105 долл., что близко к значению цены предстоящей оферты. В связи с этим мы рекомендуем миноритарным акционерам компании участвовать в предстоящем выкупе.

ТГК-4 ОНЭКСИМ выставил оферту

30 июля владельцы обыкновенных акций ТГК-4 получили оферту от ОНЭКСИМ. Цена оферты 0,001152 долл. срок действия 80 дней.

Напомним, что в апреле компания ОНЭКСИМ выкупила доп. эмиссию и гос. долю ТГК-4, по цене 0,001152 долл. (0,027 руб.), что предполагает стоимость компании в пересчете на мощность в размере 749 долл./кВт, при среднем уровне по ТГК 398 долл./кВт.

В результате покупки доп. эмиссии и гос. доли новый бенефициар компании консолидировал около 49% увеличенного капитала компании.

	Кол-во акций, тыс. шт.	Затраты тыс. долл.	Доля в УК после размещения
Акции размещаемые в пользу ОНЭКСИМ	515 680 000	594 000	48,61%
Акции приходящиеся на гос. долю	448 073 145	516 125	
Акции размещенные в пользу прочих акционеров	70 320 000	81 000	

Ожидания игроков относительно участия в предстоящей оферте (новый собственник перешагнул 30% рубеж, а значит в соответствии с действующим законодательством обязан выставить оферту) уже нашли свое отражение в текущих котировках компании. Так, в настоящее время разница между заявками на продажу в РТС и ценой выкупа составляет 2,8%.

В то же время, следует отметить, что процесс выкупа акций защитит котировки компании от негативного воздействия со стороны бывших акционеров РАО ЕЭС.

Мы полагаем, что миноритарным акционерам ТГК-4 следует принять предложение ОНЭКСИМ. Во-первых, мы не видим других факторов роста в краткосрочной перспективе, во-вторых, рассчитанное нами значение целевой цены составляет 0,00115 долл., что близко к значению цены проводимого выкупа.

Рынок мощности – проекты генерирующих компаний под угрозой

По информации Интерфакс, государство ограничило цены на мощность Мосэнерго при проведении конкурентного отбора. Камнем преткновения стало отклонение заявки ОАО «Мосэнерго» на конкурентный отбор мощности (КОМ). Цена мощности новых блоков ТЭЦ-27 и ТЭЦ-21 340 тыс. руб./МВт существенно превысила тариф для действующих станций и по мнению НП «Совет рынка» выглядит завышено и необоснованно.

Мы полагаем, что эта новость крайне негативна для всех генерирующих компаний. Рынок мощности имеет крайне важное значение, поскольку он является гарантированным источником возврата инвестиций направленных на создание новых и поддержание действующих мощностей. Предполагается, что в во время переходного периода либерализация рынка мощности будет проводится одновременно с либерализацией рынка электроэнергии. Планируется, что 25% во втором полугодии будет продаваться по свободным ценам.

Ограничения, которые государство может наложить на плату за мощность могут отрицательно отразиться на NPV проектов генерирующих компаний, что в свою очередь приведет к серьезному снижению их фундаментальной стоимости. В то же время, учитывая огромное значение рынка мощности для электроэнергетики, мы верим что государство и ген.компании придут к обоюдному соглашению.

EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E			EV/IC
2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009	2 007	2 008	2 009	
2,66	2,11	1,60	20,52	13,17	7,92	32,61	17,87	11,57	47,91	26,63	16,14	346
1,19	1,15	0,89	25,18	17,02	7,07	72,17	33,62	9,36	-	139,47	25,94	181
0,89	0,79	0,64	6,99	4,05	2,89	13,20	5,74	3,91	49,56	33,44	22,29	110
1,76	1,36	1,04	15,28	7,25	4,34	33,08	10,04	5,64	89,93	24,89	13,76	234
3,48	2,92	2,42	15,56	12,00	9,41	36,13	24,51	18,51	55,98	44,88	37,10	449
1,61	1,41	1,17	10,85	7,47	5,30	22,79	12,09	7,47	32,20	20,01	11,12	214
4,24	3,47	2,69	30,58	22,05	12,87	52,12	39,82	21,16	136,71	121,19	90,13	717
2,33	1,66	1,39	21,30	7,31	6,18	23,60	7,75	6,85	32,80	9,84	9,54	698
1,55	1,23	0,98	14,57	7,68	5,25	89,46	202,37	17,57	170,08	294,31	25,56	399
2,90	2,36	1,87	16,71	12,59	8,99	35,77	22,57	19,18	55,26	29,81	37,89	765
0,66	0,54	0,44	4,64	3,16	2,21	7,15	4,78	3,49	24,77	22,64	21,55	132
1,84	1,70	1,40	14,88	9,76	7,04	57,80	22,23	17,86	101,59	33,02	25,15	396
1,36	1,09	0,86	8,85	6,18	4,51	12,30	8,39	5,85	32,07	20,58	13,06	268
3,88	3,18	2,58	44,37	28,24	19,46	89,95	45,43	34,81	190,35	70,09	55,18	762
0,65	0,53	0,42	6,17	3,49	2,08	8,92	4,74	3,28	38,61	13,76	9,49	265
2,52	2,08	1,68	30,17	23,02	15,78	63,45	40,31	32,74	266,09	118,11	96,07	657
0,85	0,75	0,65	8,23	5,82	4,27	10,27	6,80	6,80	35,76	20,36	10,53	284

Источник: РТС, расчеты ИстКоммерц

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса	Цена предл.	Последняя цена	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена	Потенциал роста	Рекоменд.
ЦентрТелеком, ао	ESMO	0,52	0,56	0,52	999,40			
Северо-Западный Телеком, ао	SPTL	0,96	1,04	1,00	1068,82			
ВолгаТелеком, ао	NNSI	3,55	3,70	3,56	1060,11	7,45	109,3%	ПОКУПАТЬ
ЮТК, ао	KUBN	0,13	0,14	0,13	473,33	0,179	37,7%	ДЕРЖАТЬ
Уралсвязьинформ, ао	URSI	0,05	0,05	0,05	1757,52	0,0788	62,5%	ПОКУПАТЬ
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,07	0,08	0,07	1076,45	0,162	118,9%	ПОКУПАТЬ
Дальсвязь, ао	ESPK	3,60	3,80	3,70	447,16			
МГТС, ао	MGTS	29,80	39,60	34,70	3153,25			
Комстар-ОТС, ао	CMST	5,00	12,00	8,50	4597,35			
МТС, ао	MTSS	11,30	11,55	11,43	22923,25	16,85	47,5%	ПОКУПАТЬ
Вымпелком, ао	VIP US	-	-	25,23	30440,40	38,25	51,6%	ПОКУПАТЬ
СТС-Медиа, ао	CTCM US	24,67	24,73	23,11	3752,02			

Источник: расчеты Ист Коммерц

Ситуация на рынке

В прошедшем «медвежьем» месяце телекоммуникационный сектор продемонстрировал незаменимые защитные свойства на падающем рынке. В то время, как индекс РТС потерял 14,62%, индекс «РТС – телекоммуникации» просел всего на 8,56%. Фундаментально бизнес телекомов ориентирован на внутренний спрос, что делает его менее зависимым от мировой конъюнктуры на товарных рынках и рынках капитала. Однако нельзя говорить о его полной неподверженности влиянию мирового кризиса, который косвенно затрагивает и стоимость заемного капитала, активно используемого региональными телекомами, и покупательную способность населения и организаций, конечных потребителей услуг.



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Фиксированная связь

В целом прошедший месяц был небогат корпоративными новостями. Пожалуй, главной из них стала публикация сильных финансовых результатов Уралсвязьинформа за 2007 года по МСФО. Ключевые показатели деятельности компании оказались близки к нашим прогнозам, поэтому целевая цена осталась без изменений.

Ключевые финансовые показатели компании 2007 года

млн. долл.	2007	2006	изменение, %	2008 E
Выручка	1 531	1 248	22,7%	1 796
ЕБИТ	236	139	69,9%	378
Рентабельность по ЕБИТ	15,4%	11,1%		21,1%
OIBDA	490	344	42,5%	668
Рентабельность по OIBDA	32,0%	27,6%		37,2%
Чистая прибыль	90	31	194,3%	228
Рентабельность по чистой прибыли	5,9%	2,4%		12,7%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Согласно опубликованной отчетности выручка компании в долларовом выражении выросла на 22,7% и составила 1531 млн. долл. Наиболее существенный вклад в прирост доходов внес нерегулируемый сегмент, вес которого в структуре выручки за отчетный период достиг рекордного 41%. Наибольшее внимание инвесторов привлекла динамика доходов от новых услуг. Рост доходов этого сегмента составил 61,7%, что превысило наши ожидания. Доля в выручке составила уже 9%. Можно с большой

далее уверенностью утверждать, что в будущем доходы от ШПД станут наиболее быстрорастущим сегментом бизнеса Уралсвязьинформа. Мы ожидаем, что его доля к 2012 году достигнет 14%.

Доля выручки сотового дивизиона в совокупных доходах компании также возросла до 31,9% против 29,8% годом ранее. Рост доходов по этому сегменту бизнеса Уралсвязьинформа за 2007 год составил 31,3%. Достигнутая динамика была обеспечена как увеличением абонентской базы, так и ростом ARPU, наблюдавшимся в течение всего года. Дополнительные 702 тыс. абонентов Utel укрепили позиции компании на высококонкурентном рынке услуг беспроводной связи. В противостоянии с «большой тройкой» Уралсвязьинформ достигает успеха за счет предоставления более широкого покрытия. На конец года доля компании на рынке мобильных услуг в УФО составила 42%.

Доходы от местной связи выросли на 10,9% в годовом выражении, что стало результатом введения новой системы тарификации с 1 февраля 2007 года. В то же время, по итогам 2008 года и, тем более, 1 полугодия мы ожидаем более скромную динамику. Причина в том, что регулятор не повышал предельные тарифы с начала прошлого года. При этом, рост тарифов является единственным рычагом увеличения доходов по данной статье.

В настоящее время компания обладает потенциалом увеличения безлимитного тарифа на 11,9% (с 295 до 330 руб.). Однако, учитывая, что вопреки инфляции регулятор оставляет существующие цены неизменными, мы прогнозируем 10-процентное увеличение предельных ставок с 4 квартала.

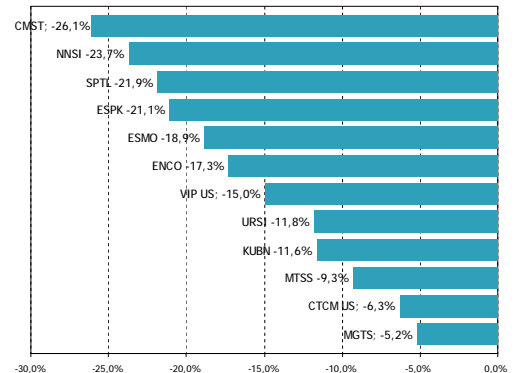
Выручка от услуг внутризональной связи продемонстрировала рост на 37,1%, что стало результатом распространения действия принципа «платит звонящий» (СРР), введенного с 1 июля 2006 года, на весь год. Стоит отметить, что этот сегмент имеет наихудшие перспективы в связи с его уязвимостью перед конкуренцией мобильных операторов. Мы полагаем, что динамика доходов от внутризональной связи будет преимущественно отрицательной, а доля в совокупной выручке упадет с нынешних 12,2% до 8% к 2010 году.

Рентабельность EBITDA выросла на 4,5 п. п. и составила 32%. Повышение эффективности является одной из приоритетных задач компании. Снижение среднесписочного штата сотрудников в этих целях составило 4,5 тыс. чел. или 14,7%. В планах компании до 2012 года сократить персонал еще на 39%, то есть до 16 тыс. чел., что предполагает рост рентабельности EBITDA до 42%.

Мы считаем, что Уралсвязьинформ продемонстрировал сильную динамику операционных показателей. В то же время, несмотря на рост рентабельности и прочих показателей, котировки акций компании продолжают торговаться существенно ниже справедливых уровней. Наша целевая цена составляет **0,0788 долл.** за акцию, рекомендация - **Покупать**.

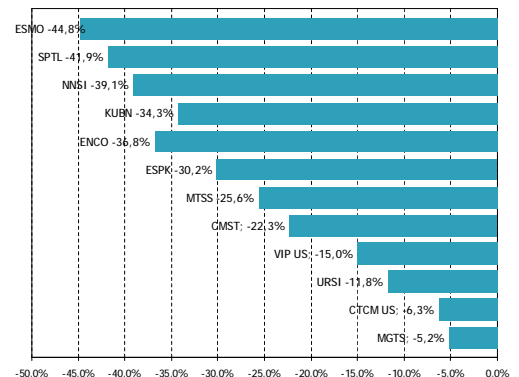
По остальным МРК мы практически не наблюдали новостей в прошедшем месяце. Мы по-прежнему рекомендуем следить за новостями вокруг вопроса о приватизации Связьинвеста, так как они будут иметь определяющее значение в среднесрочной перспективе.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала года, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Кроме того, текущие ценовые уровни дают инвесторам хорошую возможность войти в состав акционеров МРК. Мы считаем, что наиболее привлекательными бумагами среди МРК являются Волгателеком (NNSI) и Сибирьтелеком (ENCO). Целевые цены по ним составляют 7,45 и 0,162 долл. за акцию соответственно. Рекомендация – **Покупать**.

Мобильные операторы

Новостной фон вокруг сотового сегмента рынка телекоммуникационных компаний также был достаточно разрежен. На рынке акций инвесторы пытались использовать бумаги телекомов как защитные активы в условиях медвежьего тренда, однако в итоге масштабная коррекция затронула и их. Тем не менее, определенный результат данной стратегии был достигнут: потери в капитализации сектора существенно меньше остального рынка.

Вымпелком. В июле Вымпелком объявил о выходе на рынок Камбоджи. Российский холдинг Altimo продал своей дочке, Вымпелкому, 90% акций офшора Atlas Trade, владеющего камбоджийской компанией Sotelco, имеющей лицензии на оказание услуг мобильной связи и соответствующими частотами на территории Камбоджи. Сумма сделки составила 28 млн. долл. Вымпелком также заключил опцион на выкуп оставшихся акций у местного партнера.

Рынок сотовой связи Камбоджи имеет значительный потенциал роста. Проникновение мобильных услуг составляет 17%, однако покупательная способность населения остается крайне невысокой. На данный момент рынок имеет все предпосылки для того, чтобы стать высококонкурентным. Около 70% абонентской базы обслуживается оператором CamGSM, но помимо него в Камбодже действует еще 4 компании.

Мы считаем, что в условиях насыщения рынка сотовых услуг в СНГ данное приобретение является выгодным, и сыграет позитивную роль в долгосрочном росте капитализации Вымпелкома. Однако масштабы данной сделки несравнимы с аналогичной покупкой оператора во Вьетнаме прежде всего по демографическим показателям. Население Камбоджи составляет 14 млн. человек. При этом руководство Вымпелкома отмечает, что выход на рынок Камбоджи является лишь одним из последовательных шагов в развитии бизнеса в Юго-восточной Азии.

АФК Система. На прошлой неделе компания объявила о проведении реорганизации своей структуры управления. В основу новой организационной структуры АФК будет лежать модель, в соответствии с которой будут образованы три бизнес-единицы: «Телекоммуникационные активы», «Потребительские активы», «Высокие технологии и промышленность». Все руководители бизнес-единиц и комплексов будут подчиняться непосредственно президенту АФК "Система" Леониду Меламеду.

Рынок отреагировал весьма позитивно на новость о мерах нового президента АФК. Инвесторы ожидают от Леонида Меламеда повторения его управленческого успеха в МТС, когда президент компании сумел вывести теряющую рыночную долю компанию из кризиса и вывести ее



в уверенные лидеры рынка мобильных услуг в России и СНГ.

МТС. Федеральная налоговая служба (ФНС) по итогам проверки за 2005 – 2006 гг. предъявила налоговые претензии МТС на сумму в 49 млн. долл. Спор связан с различными подходами МТС и ФНС к исчислению налогов по взаиморасчетам, связанным с пропуском трафика при межсетевом взаимодействии.

Практика судебных разбирательств между налоговиками и операторами связи сложилась в пользу последних. В ходе проверки за 2003 – 2004 гг. ФНС также предъявляла претензии МТС на аналогичную сумму. Компания сумела отстоять около 94% оспариваемых средств. В похожей ситуации оказывались и другие операторы «большой тройки», Вымпелком и Мегафон, а также МРК и Ростелеком.

Причина такого богатого опыта «взаимодействия» операторов с ФНС состоит в несовершенстве законодательства. МТС использовала более выгодную для нее интерпретацию регулирующей нормативной базы.

Несмотря на то, что компания не создавала фондов резервирования по налоговым претензиям, их сумма не представляет никакой угрозы ни финансовому положению МТС, ни его инвестиционной стратегии. Для сопоставления – чистая прибыль за 2007 год составила 2,072 млрд. долл.

Данная новость нейтрально повлияла на фундаментальную привлекательность акций МТС. Мы считаем, что коррекция по бумагам компании не отражает изменений ее внутренней стоимости, а создает отличные возможности для покупки. Мы подтверждаем рекомендацию **Покупать** при целевой цене на конец 2008 года **16,85 долл.**

Наименование компаний	Тикер	Последняя цена	EV/Sales		EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
			2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
ЦентрТелеком, ао	ESMO RU	0,52	1,24	1,17	9,08	7,81	4,34	3,99	7,37	5,62
Северо-Западный Телеком, ао	SPTL RU	1,00	0,97	0,90	9,91	8,03	4,50	4,02	9,44	8,52
ВолгаТелеком, ао	NNSI RU	3,56	1,35	1,23	8,70	7,95	4,50	4,07	12,72	6,69
ЮТК, ао	KUBN RU	0,13	1,45	1,35	9,76	8,73	4,82	4,42	10,74	6,25
Уралсвязьинформ, ао	URSI RU	0,05	1,78	1,64	10,31	8,81	5,77	5,18	9,59	7,94
Сибирьтелеком, ао	ENCO RU	0,07	1,11	1,01	8,29	7,53	4,58	4,14	7,48	4,93
Дальсвязь, ао	ESPK RU	3,70	1,11	1,04	5,61	6,02	3,62	3,85	4,62	4,97
МГТС, ао	MGTS RU	34,70	n/a	n/a	6,68	6,21	5,83	5,46	9,44	8,38
Комстар-ОТС, ао	CMST RU	8,50	n/a	n/a	11,76	10,19	8,29	7,23	14,86	12,37
МТС, ао	MTSS RU	11,43	2,41	2,18	7,42	7,09	4,76	4,17	3,83	3,03
Вымпелком, ао	VIP US	25,23	3,21	2,69	11,29	9,58	7,42	6,39	12,22	10,13
СТС-Медиа, ао	CTCM US	23,11	5,38	4,19	13,93	10,85	12,62	9,92	18,20	14,20

Источник: расчеты Ист Коммерц

АВИАКОМПАНИИ

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса	Цена предл.	Последняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, долл.	Потенциал роста	Рекоменд
Аэрофлот	AFLT	3,02	3,21	3,11	3442,91	4,9	53,1%	Держать
Ютэйр	TMAT	0,56	0,63	0,60	329,01	1,1	74,6%	Покупать
S7	AVSI*	4000,00	4180,00	4090,00	417,51	6560,49*	56,9%	Покупать

* Индикативная цена, рассчитанная в рамках сравнительного подхода

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Высокие цены на авиакеросин и неблагоприятная конъюнктура на российском фондовом рынке (за прошедший месяц индекс потерял порядка 15%) не дают шанса авиакомпаниям на рост котировок. В результате они продолжают наращивать свой дисконт к уровню справедливых цен.

Лидером падения в июле стал Аэрофлот, снизившись за на 20,2%. Следом идут Красэйр и Ютэйр потерявшие 16,8% и 13,0% соответственно. Более менее удалось удержаться от падения котировкам «Авиакомпании Сибирь» и «Авиалиниям Кубани», однако данные цифры характеризуют только изменения цены midmarket, в то время как сделок в секции РТС по данным бумагам не проводилось.

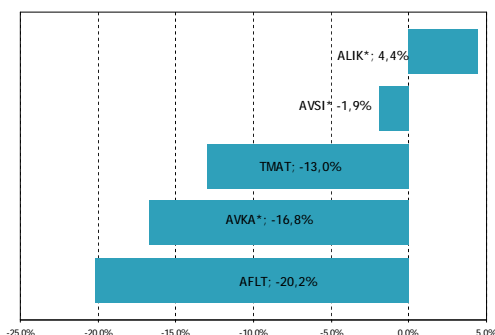
Инвесторы распродают бумаги авиаперевозчиков, не обращая ни малейшего внимания на крайне позитивную динамику производственной деятельности авиакомпаний. Так, по итогам первого полугодия пассажирооборот российских авиаперевозчиков увеличился на 19,4% до 55,6 млрд. пассажирокилометров. Подобные результаты позволяют сделать вывод, что цены на авиабилеты еще не достигли критической отметки и это должно позволить авиакомпаниям переложить часть растущих расходов на потребителя. С целью снижения влияния цен на авиатопливо, на финансовые результаты многие компании ищут альтернативные источники доходов. Так, Аэрофлот объявил о намерении увеличить прибыль от размещения рекламы на своих носителях. По подсчетам компании, доходы от данного направления достигнут \$10 млн. в год.

Еще одним позитивным фактором мы считаем активную позицию государства в отношении сложившейся ситуации. В настоящий момент вопросом о стабилизации цен на авиатопливо в той или иной мере занимаются Минтранс, Росавиация, ФАС и генпрокуратура. На проблему обратил свое внимание так же и премьер Владимир Путин.

Несмотря на высокие топливные расходы, мы считаем что компании авиаперевозчики все же обладают высокой фундаментальной привлекательностью: в результате коррекции акции авиакомпаний перевозчиков торгуются на крайне привлекательных для покупки уровнях. Так, так наша целевая цена для ценных бумаг «Аэрофлота» составляет **4,9 долл.**, что подразумевает более чем 50% потенциал роста. Акции Ютэйра, по-нашему мнению недооценены на 75% при целевой цене **1,1 долл.**

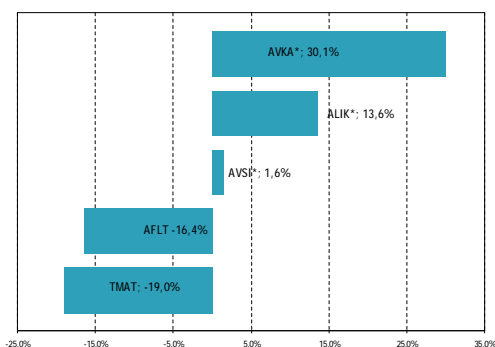
Название компни	Количесов		Пассажирооборот (млрд. пкм)	Изменение к 1 полугодю 2007
	перевезенных пассажиров млн. чел.	Изменение к 1 полугодю 2007		
Аэрофлот	4,385	16%	12,704	11%
Ютэйр	1,514	21%	2,314	20%
S7	2,812	26%	6,819	24%
ALIK	0,32	24%	0,424	13%

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Капитал

Динамика котировок акций с начала года, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

* Месячное изменение величины midmarket. Сделок в секции РТС не проводилось.

Наименование компаний	Тикер	Последняя цена	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/S		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Аэрофлот	AFLT	3,1	1,4	1,1	0,9	9,0	10,1	7,6	7,2	7,4	5,6	1,2	0,9	0,7
Ютэйр	TMAT	0,6	0,8	0,6	0,5	14,9	13,7	12,8	6,7	5,9	5,4	0,4	0,3	0,2
S7	AVSI*	4090,0	0,7	0,6	0,5	8,1	6,3	4,8	7,3	5,9	4,6	7,1	26,2	13,9
Красэйр	AVKA*	333,0	1,0	0,8	0,6	87,2	69,5	55,4	25,2	20,1	16,0	0,4	0,2	0,2
Кубанские авиалинии	ALIK*	880,0	0,5	0,4	0,3	3,7	2,8	2,2	3,6	2,7	2,1	0,5	0,4	0,3
Медиана по развивающимся странам				1,0			13,8			8,7			0,6	
Медиана по российским авиакомпаниям				0,7			3,8			12,0			0,5	

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Сбербанк – пир во время чумы

Во второй половине июля Сбербанк представил отчетность за 1 квартал 2008 года. Итоги первого квартала, в целом, можно назвать позитивными за исключением нескольких моментов. Во – первых, разочаровывают темпы роста кредитного портфеля. По итогам 1-го квартала кредитный портфель банка вырос на 8,1% по сравнению с ростом кредитного портфеля всей банковской системы на 12,7%. Что касается пассивной части, то здесь мы бы отметили опережающий рост вкладов физических лиц. Темп роста вкладов составил 3,22% по сравнению с темпами роста вкладов по банковской системе в целом на 2,9%. Как результат, можно отметить небольшой прирост доли Сбербанка на рынке вкладов физических лиц с 52% до 52,1%. Что касается средств предприятий, то здесь можно отметить более существенный прирост по сравнению с рынком – 8,5% у Сбербанка против 6,5% в среднем по рынку. Соответственно, доля Сбербанка на рынке средств предприятий продемонстрировала существенное увеличение - 16,9% до 17,2%.

Теперь о финансовых результатах. Мы позитивно оцениваем рост процентных доходов на 50,91%, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Наибольшую лепту в этот показатель внесли процентные доходы по кредитам и авансам, которые выросли на 57,7%. Этот рост вполне соотносится с темпами роста кредитного портфеля банка по сравнению с первым кварталом 2007 года, который составил 60,5%.

Процентные расходы росли более низкими темпами по сравнению с процентными доходами (+38,1% по сравнению с 1 кварталом 2007 года), в результате чего чистый процентный доход до резервов вырос на 60,2%, а чистые процентные доходы – на 44,81%.

Динамика чистых операционных доходов за год оказалась вполне достойной: +39,4%. Тем не менее, если смотреть в сравнении с 4-ым кварталом 2007 года, то операционные доходы снизились на 12,8% - за счет чистых непроцентных расходов.

В свою очередь, на значение налогооблагаемой прибыли серьезно повлияла динамика административно-хозяйственных расходов, которые за год выросли на 56,4%. Мы понимаем, что рост административно-хозяйственных расходов связан, прежде всего, с процессом реструктуризации бизнеса банка и сменой руководства. Надо отдать должное тому факту, что рост административно-хозяйственных расходов в первом квартале все же берет свое начало в четвертом квартале 2007 года. Тем не менее, если сравнивать коэффициент операционные доходы/административно-хозяйственные расходы за 1 квартал 2008 года с аналогичным коэффициентом 2007 года, то имеет место рост с 1,71 до 1,73.

По текущим котировкам Сбербанк торгуется с мультипликаторами P/BV и P/E на уровне 2,01 и 11,48 соответственно. Строго говоря, уровни, вполне приемлемые для текущего момента, исходя из мультипликаторов, полученных на основании средневзвешенных значений для развивающихся стран Восточной Европы и составляющих по мультипликатору P/BV -1,97, а по мультипликатору P/E -11,93.

Тикер	SBER SBERP
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость об. акций, долл.	4,92
Справедливая стоимость прив.акций, долл.	2,97
Потенциал роста об. акций	85,60%
Потенциал роста прив. акций	85,60%
Цена, обыкн.	2,65
Цена, преф.	1,60
прив./обыкн.	0,60
Year max	4,48
Year min	2,65
Кол-во обыкн. млн. шт	21 586,95
Кол-во прив., млн. шт	1 000,00
Капитализация, млн. долл.	58 805,41

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

По результатам публикации финансовых показателей за 1 квартал 2008 года, мы снизили оценку справедливой стоимости Сбербанка до уровня **4,92 долл.** по обыкновенным акциям и **3,04 долл.** по привилегированным акциям. Рекомендация остается прежней – **Покупать**.

Внешторгбанк

ВТБ в первом квартале 2008 года снизил чистую прибыль по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) в 2 раза - до 121 млн. долл. с 232 млн. за первый квартал 2007 года. Тем не менее, прибыль значительно превысила консенсус прогнозы аналитиков рынка. Мы должны отметить, что, как правило, в моделях аналитиков не прогнозируются результаты операций по ценным бумагам, поэтому для такого банка как ВТБ, где операции по ценным бумагам играют важную роль в формировании доходов, такое отклонение фактической чистой прибыли от ожиданий вполне допустимо.

Основными причинами снижения чистой прибыли банк называет зафиксированные убытки по торговым операциям с ценными бумагами (453 млн. долл.), отрицательную переоценку по портфелю ценных бумаг, а также переход с американского доллара на российский рубль в качестве функциональной валюты. Из положительных моментов мы бы отметили рост процентной маржи с 4,4% в 2007 году до 5,1% в первом квартале 2008 года.

Кредитный портфель банка вырос с начала года на 15,7% - до 69,4 млрд. долл. Средства клиентов в первом квартале 2008 года выросли на 17,5% - до 43,6 млрд. с 37,1 млрд. долл. в конце 2007 года. В результате доля средств клиентов в общем объеме привлеченных средств увеличилась до 53,2% с 48,7% на конец 2007 года. Средства корпоративных клиентов выросли на 5,6 млрд. долл. за первый квартал 2008 года, составив 32,1 млрд. долл., против 26,4 млрд. в конце 2007 года. Объем средств на счетах физических лиц вырос на 8,1% - до 11,5 млрд. В настоящий момент мы **Пересматриваем** целевую стоимость акций банка.

Тикер	VTBR
Рекомендация	Покупать
Целевая цена, долл.	0,0048
Потенциал роста	41,6%
Текущая цена, долл.	0,0034
Year max, долл.	0,0053
Year min, долл.	0,0033
Кол-во акций, млн. шт	6 773 838
Капитализация млн. долл.	23 031

Источник: данные Bloomberg, 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 обзора, 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 обзоре.

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

Информация, представленная в обзоре, 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 обзора 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 обзоре 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 обзоре 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

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: 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

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Аляпкин Максим

тел.: (495) 644-1122 доб. 2261

e-mail: MAlyapkin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: 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

Калининград

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

Kalinograd@eastkom.ru

Ставрополь

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

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

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

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

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

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

Воронеж

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

Voronezh@eastkom.ru

Оренбург

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

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

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

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

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

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

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

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

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

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