



Стратегия по рынку акций Апрель 2007

Основные тенденции рынка :

- Ø Во втором квартале 2007 года положительная динамика внутреннего спроса, вследствие роста благосостояния населения станет определяющим фактором роста отраслей экономики, ориентированных на внутренний рынок. В апреле дополнительным катализатором роста на рынке станет выход отчетности предприятий за 2006 – 1 кв. 2007 г.
- Ø Рост цен на нефть в результате политической напряженности на Ближнем Востоке сейчас выступает поддержкой нефтегазового рынка. Тем не менее, в случае нормализации геополитической ситуации, существует возможность коррекции цен на нефть в сторону снижения, что влечет за собой неизбежное падение котировок акций. Несмотря на это, мы подтверждаем стратегическую привлекательность крупнейших игроков российского нефтегазового сектора – компаний Газпром, Роснефть и Лукойл.
- Ø Большинство бумаг телекоммуникационного сектора реализовало свои возможности роста и, по нашей оценке, приблизилось к своим справедливым ценам. Однако ряд компаний не теряют инвестиционной привлекательности за счет сильных фундаментальных факторов. Среди них бумаги Сибирьтелекома, Дальсвязи, Уралсвязьинформа и МТС.
- Ø IPO Внешторгбанка, намеченное на апрель, станет стимулом роста других акций банковского сектора в первую очередь - Сбербанк и Банка Возрождения.
- Ø Спрос в акциях металлургического сектора, начавшийся в начале года на фоне роста цен на цветные металлы, будет актуален, по нашим оценкам, и в апреле.

ПРОГНОЗ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СЕКТОРОВ РЫНКА

Нефтегазовый сектор	↓
Металлургия и добывающая промышленность	↑
Электроэнергетика	↑
Телекоммуникационный сектор	↑
Банковский сектор	↑
Химия и нефтехимия	↑
Транспорт	↑
Потребительский сектор	↑

Капитализация по отраслям, 1 кв. 2007 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Изменение Мсар за последний месяц, %	Доля в общем Мсар, %
Нефть и газ	571 636,86	-7,84%	53,8%
газ	262 831,64	-9,87%	24,75%
нефть-добыча	300 344,82	-5,92%	28,28%
нефть-переработка	3 566,07	-22,69%	0,34%
нефть-продажа	1 722,38	1,94%	0,16%
нефть-транспорт	3 171,95	-10,98%	0,30%
Металл. и добыв. сектор	113 117,28	17,66%	10,7%
металлургия	52 424,89	19,49%	4,94%
трубопрокатная индустрия	11 479,57	2,43%	1,08%
цветная металлургия	40 024,64	25,03%	3,77%
горнорудная промышленность	9 188,18	-5,86%	0,87%
Электроэнергетика	42 653,34	54,76%	4,0%
энергетика-генерация	33 007,83	64,39%	3,11%
энергетика-сбыт	820,10	-7,14%	0,08%
энергетика-сети	8 825,41	24,51%	0,83%
Телекоммуникации	37 111,87	-0,14%	3,5%
Банковский сектор	93 027,89	14,54%	8,76%
Химия и нефтехимия	15 802,63	6,37%	1,5%
химическая промышленность	8 688,74	20,23%	0,82%
производство удобрений	7 113,90	-10,55%	0,67%
Транспорт	4 123,65	30,47%	0,4%
транспорт	2 917,33	31,36%	0,27%
транспортная инфраструктура	1 206,32	28,33%	0,11%
Потребительский сектор	18 007,79	6,72%	1,7%
пиво	8 167,29	14,64%	0,77%
пищевая промышленность	3 668,10	4,86%	0,35%
Потребительские товары	6 172,40	-2,65%	0,58%

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Макроэкономика: начало года – продолжение роста</i>	Стр. 7
<i>Нефтегазовый сектор</i>	Стр. 8-18
<i>Черная металлургия</i>	Стр. 19-22
<i>Цветная металлургия</i>	Стр. 23-27
<i>Добывающая промышленность</i>	Стр. 28-30
<i>Химия и нефтехимия</i>	Стр. 31-32
<i>Телекоммуникации и медиа</i>	Стр. 33-35
<i>Банковский сектор</i>	Стр. 36-38
<i>Сектор розничной торговли</i>	Стр. 39-40

СТРАТЕГИЯ АПРЕЛЬ 2007: РЕЗЮМЕ

Начало апреля 2007 года прошло под знаком оживления спроса в нефтегазовом секторе и металлургии. Обострение иранской проблемы стало причиной роста цен на нефть на мировом рынке и, как следствие, роста котировок нефтегазовых компаний. Однако стоит отметить, что рост цен на нефть в данном случае крайне нестабилен. При урегулировании геополитической обстановки цены на нефть, демонстрирующие рост с 23 марта, могут также быстро скорректироваться, что, в свою очередь, создаст негативные колебания в секторе нефтяных бумаг.

Несмотря на это, мы положительно оцениваем перспективы роста крупнейших российских нефтегазовых компаний – **Газпрома (GAZP)**, **Лукойла (LKOH)** и **Роснефти (ROSN)**. Кроме этого, мы отмечаем значительную недооценку в некоторых компаниях нефтеперерабатывающего сектора и сектора дистрибуции нефтепродуктов. К таким компаниям мы в первую очередь относим предприятия башкирского **ТЭК - Уфимский НПЗ (UNPZ)**, **Новоил (NUNZ)**, **Башкирнефтепродукт (BANP)**, а также **Красноярскнефтепродукт (KRNF)** и **Лукойл-Нижегороднефтеоргсинтез (NGNS)**.

В секторе газораспределительных компаний, на наш взгляд, недооценка сохраняется у предприятий, расположенных в центральной части России, таких как **Брянскоблгаз (BROG)**, **Костромаоблгаз (KOOG)** и **Тверьоблгаз (TVEO)**.

На рынке продукции черной металлургии в феврале - апреле мы наблюдаем некоторое оживление цен. С учетом возможного повышения цен на сталь во втором квартале, мы полагаем, что акции металлургического сектора в апреле также могут показать положительную динамику. Тем не менее, мы склонны полагать, что основным драйвером роста будет фактор M&A. Размещение ММК также способствует росту инвестиционного спроса в металлургии, хотя мы довольно скептически в отношении самого IPO. Нашим фаворитом в секторе, по-прежнему, являются акции **НЛМК (NLMK)**. 17 апреля 2007 года будут озвучены финансовые показатели по МFCO этой компании. Мы надеемся, что выход фактических данных позволит нам повысить справедливую стоимость акций, которая на данный момент составляет 2.97 долл.

Основным фактором роста **Норильского никеля (GMKN)** в марте стали отнюдь не цены на никель, а события, связанные с приобретением акций ОГК-3, и озвученные планы по созданию компании с условным названием Norilsk Power. По нашим расчетам, если 205 долларов за акцию – справедливая цена основного бизнеса компании, то энергетические активы суммарной стоимостью 6.7 млрд. долларов и мощностью 4 533 Мватт увеличивают справедливую стоимость компании до 240 долларов за акцию. Рекомендация Покупать. Во втором эшелоне наиболее интересным для нас остается **ВСМПО – АВИСМА (VSMO)**.

В течение 4-ех предыдущих месяцев большинство бумаг телекоммуникационной отрасли реализовало свои возможности для бурного краткосрочного роста и, по нашей оценке, приблизилось к своим справедливым ценам. Однако телекоммуникации не теряют инвестиционной привлекательности: фундаментальные факторы способствуют росту стоимости компаний в среднесрочном и долгосрочном периоде. Наиболее привлекательными телекоммуникационными активами мы считаем бумаги **Сибирьтелекома (ENCO)**, **Дальсвязи (ESPR)**, **Уралсвязьинформа (URSI)** и **МТС (MTSS)**.

Информация о сроках и параметрах размещения Внешторгбанка России вызвала настоящее банковское ралли на российском рынке. Объявление сроков проведения IPO ВТБ практически совпало с объявлением об итогах дополнительной эмиссии, что позволило участникам оценить стоимость Сбербанка после IPO. В апреле мы обновили наши целевые цены по банковской отрасли. Так, нашим фаворитом по-прежнему остается **Сбербанк (SBER)**, целевая цена которого была изменена с 3 765 до 4 240 долларов за акцию. Рекомендация «Покупать». Изменения в методике оценки немного скорректировали справедливую стоимость Банка **«Возрождение» (VZRZ)** с 69.69 долл. за акцию – до 66.75 долл. за обыкновенную акцию и 46.07 долл. за привилегированную акцию. В связи со значительным ростом цены мы меняем рекомендацию с «Покупать» на «Держать».

В марте акции потребительского сектора продолжили рост на фоне достаточно слабой динамики других секторов. Отчасти, опережающий рост акций потребительского сектора был вызван опубликованными финансовыми результатами компаний за 2006 год. В секторе розничной торговли достаточно уверенно росли акции **Магнита – (MGNT)**. Лидером роста сектора стали акции **Аптечной сети 36.6 (АПТК)**, катализатором роста которых стала опубликованная отчетность за 2006 год. В то же время фактические финансовые результаты **Седьмого континента (SCON)** оказались лишь немного ниже наших прогнозов. Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям «Седьмого континента». Индикативная стоимость 32.2 долл.

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, АПРЕЛЬ 2007

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Нефть и газ добыча			
Газпром	GAZP	10,10	-2,79%
Роснефть	ROSN	7,92	-3,53%
Лукойл	LKOH	92,50	9,34%
Башнефть, ао	BANE	16,80	23,08%
Сектор: Нефть и газ переработка			
Новойл, ао	NUNZ	1,78*	98,1%
Новойл, ап	NUNZP	1,13*	88,3%
Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	2,80*	71,8%
Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,60*	76,5%
Сектор: Нефть дистрибуция			
Красноярскнефтепродукт, ао	KRNF	115,48	37,47%
Красноярскнефтепродукт, ап	KRNFP	63,10	40,23%
Башкирнефтепродукт, ао	BANP	20,32*	65,19%
Башкирнефтепродукт, ап	BANPP	14,70*	68,02%
Сектор: Газ дистрибуция			
Тверьоблгаз, ао	TVEO	302,00*	54,8%
Костромаоблгаз, ао	KOOG	335,48*	17,7%
Брянскоблгаз, ао	BROG	695,13*	73,8%
Краснодаргоргаз, ао	KRGG	71,9*	39,7%
Сектор: Металлургия			
БКО	BKOG	3580,86	70,52%
Белорецкий металлургический комбинат, ао	BMKK	24,55	63,67%
Белорецкий металлургический комбинат, ап	BMKKP	11,46	63,67%
Чусовской металлургический завод, ао	CHMZ	88,05	18,19%
ГМЗ, ао	GUMZ	52,65	-4,27%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ао	METZ	178,61	-19,18%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ап	METZP	71,93	-19,18%
Динур, ао	PDNZ	30,63	22,51%
Семилукский огнеупорный завод, ао	SMLU	22,21	-1,13%
Ашинский метзавод, ао	AMEZ	0,62	27,57%
Северсталь	CHMF	11,52	-20,28%
ММК	MAGN	0,70	-34,83%
НЛМК, ао	NLMK	3,13	-1,54%
Сектор: Цветная металлургия			
Уралэлектромедь	UELM	157,76	27,20%
ГМК Норильский никель	GMKN	240,00	17,10%
Корпорация ВСМПО-АВИСМА	VSMP	487,00	51,20%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2007 г.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Добывающая промышленность (сегмент добыча руд)			
Гайский ГОК, ао	GGOK	856,32*	70,20%
Коршуновский ГОК, ао	KOGK	899,84*	60,00%
Олкон, ао	OGOK	690,57*	45,40%
Учалинский ГОК, ао	UGOK	16,84*	30,10%
Высокогорский ГОК, ао	VGOK	0,22*	8,90%
Сектор: Добывающая промышленность (сегмент добыча угля)			
Разрез Березовский-1, ао	RBEZ	932,00*	97,20%
Разрез Бородинский, ао	RBOR	1 308,00*	59,50%
Алтай-кокс, ао	AKKS	0,43*	161,20%
Шахта Полосухинская, ао	PLSU	14 052*	212,10%
Шахта Воргашорская, ао	VORG	471,00*	79,50%
Воркутауголь, ао	VOUG	207,70	19,70%
Сектор: Химия и нефтехимия (производители удобрений)			
Невинномыский Азот	NEAZ	2,20	32,20%
НАК Азот	NMAZ	679,0*	61,10%
Сектор : Телекоммуникации и медиа			
Центртелеком, ао	ESMO	0,84*	-7.9%
Центртелеком, ап	ESMOP	0,63*	4.8%
Северо-западный телеком, ао	SPTL	1,84*	5.5%
Северо-западный телеком, ап	SPTLP	1,38*	11.0%
Волгателеком, ао	NNSI	6,24*	0.4%
Волгателеком, ап	NNSIP	4,48*	4.0%
Южный телеком, ао	KUBN	0,22*	6.9%
Южный телеком, ап	KUBNP	0,18*	19.8%
УРСИ, ао	URSI	0,05*	-21.3%
УРСИ, ап	URSIP	0,04*	-11.5%
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,15*	16.4%
Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,11*	13.6%
Дальсвязь, ао	ESPR	6,02*	30.8%
Дальсвязь, ап	ESPRP	6,32*	27.9%
МГТС, ао	MGTS	32,18*	11.0%
МГТС, ап	MGTS	28,96*	13.6%
Ростелеком, ао	RTKM	6,07*	-30.2%
Ростелеком, ап	RTKMP	3,95*	12.8%
Комстар-ОТС, ао	CMST	8,64*	-2.9%
Ситроникс (акции)	SITR	0,27*	29.7%
МТС	MTSS	11,08*	9.7%
Вымпелком	VIMP	103,37*	7.7%
СТС-Иедиа	CTCM	27.30	4.1%
Сектор: Банки			
Сбербанк, ао	SBER	4242,20*	8,44%
Сбербанк, ап	SBERP	59,57*	-12,16%
Банк Возрождение, ао	VZRZ	66,77*	4,70%
Банк Возрождение, ап	VZRZP	46,07*	4,70%
Банк Москвы, ао	MMBM	44,60*	-31,38%
Росбанк, ао	ROSB	5,29*	-23,40%
Уралсиб, ао	USBN	0,022*	-43,16

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2007 г.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Потребительский			
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	47,00*	19,0%
Магнит, ао	MGNT	42,00*	-5,0%
Седьмой Континент, ао	SCON	32,30*	8,0%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2007 г.

МАКРОЭКОНОМИКА: ПРОДОЛЖЕНИЕ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ ДИНАМИКИ

Начало года характеризовалось более высокими темпами роста ВВП, чем в предыдущий год. Так, по оценкам МЭРТ в январе-феврале 2007 года прирост ВВП к аналогичному периоду 2006 года составил 8,4%. В то же время, темп накопленной инфляции за 2 месяца 2007 года составил 2,8%, что на 1,3 п.п. ниже соответствующего периода 2006 г.

Прирост промышленного производства за январь-февраль 2007 года составил 8,6%, что произошло как за счет прироста выпуска продукции обрабатывающих производств (15,7%), так и за счет добывающих секторов, продемонстрировавших прирост в 4,3%.

Прирост инвестиций в основной капитал за два месяца составил более 21%. В то же время, на фоне роста реальных доходов населения (+12,7%) и реальной заработной платы (+17,5%), прирост оборота розничной торговли был равен 13,9%.

Процессы происходящие в экономике России в 2006 – 1 кв 2007 года можно объяснить рядом причин. Укрепление рубля с одной стороны, приводит к росту импорта и торможению развития собственного производства в стране. С другой стороны, внутренний спрос вследствие роста благосостояния населения и инвестиционной активности стал в 2007 году определяющим фактором роста экономики.

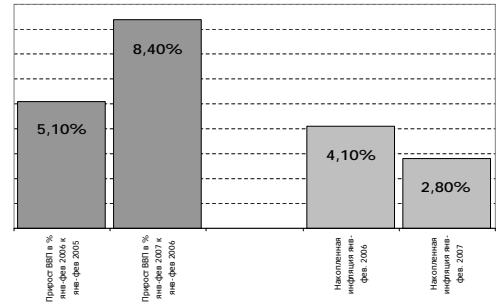
Конъюнктура мирового рынка продолжает благоприятно сказываться на темпах роста российской экономики. За первые два месяца 1-го квартала экспорт составил 43 млрд. долл., что на 0,3% превышает показатели прошлого года. Основными статьями экспорта оставались энергоносители и продукция металлургического сектора, при этом отмечается тенденция снижения доли энергоносителей в общей доле экспорта.

Поддержанию значительных объемов экспорта углеводородов способствовал ценовой фактор. Сохранение политической напряженности на Ближнем Востоке и снижение запасов нефтепродуктов в США вследствие сбоя в работе ряда НПЗ стали причиной скачка цен на нефть и их стабилизации в коридоре 58-60 долл. за баррель. Цены на газ также продолжали демонстрировать рост. Так, средняя контрактная цена газа (тыс. куб. метров) только за февраль при поставке в страны Западной Европы выросла на 24,1% по сравнению с февралем 2006 года и на 1,8% к январю 2007 г.

Тенденция роста цен на стальной прокат, начавшаяся еще в начале года, нашла свое отражение и в марте. Из-за достаточно теплой зимы в отрасли строительства не произошло сезонного спада спроса на продукцию металлургии, что позволило поддерживать стабильный объем поставок. По данным МЭРТ, экспорт металлов в стоимостном выражении вырос на 20,3%, а удельный вес этой группы в общей сумме экспорта вырос на 2,3 п.п.

Тенденция роста была заметна и в цветной металлургии. Экспорт меди и никеля в натуральном выражении увеличился на 40% и 5,9% соответственно.

Сравнительная динамика прироста ВВП и темпов инфляции в 2007-2006 гг.



Источник: данные МЭРТ РФ

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

За 1 квартал добыча нефти сохранила положительную динамику. Суммарный объем добычи нефти за 1 квартал 2007 года составил более 121 млн. тонн, что на 4,4% превышает уровень прошлого года. Лидерами по росту объемов добычи в первом квартале продолжали оставаться НК «Роснефть» (рост добычи +12,4%), Лукойл (+4,97%) и Газпромнефть (+4,25%). По прочим крупным компаниям, среди которых ТНК-ВР, Башнефть и Славнефть была зафиксирована отрицательная динамика добычи.

Если проанализировать среднегодовой темп прироста добычи за три года (январь-февраль 2005, 2006, 2007), то наибольший темп прироста был достигнут Роснефтью и Лукойлом, которые наращивали добычу в среднем на +9,4% и +3,84% каждый год соответственно. Кроме этого, к лидерам роста можно добавить Сургутнефтегаз, который в среднем за три года наращивал добычу на 2,06% в год, хотя в 1 квартале 2007 года она выросла всего на +0,13%.

Ценовая конъюнктура рынка, безусловно, подогревала желание нефтяных компаний максимально увеличить производство. Весь месяц стоимость нефти марки Brent не опускалась ниже 60 долл. за баррель, а обострение Иранской проблемы в конце месяца, вывела цены на углеводородное сырье на уровень в 68 долл. за баррель.

Рост добычи при поддержке высоких цен стимулировал увеличение экспорта нефти за рубеж. Так, за 1 квартал 2007 года экспорт нефти вырос на 4,9% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года, составив 53,078 млн. тонн. Прирост был достигнут за счет стран дальнего зарубежья, тогда как экспорт в страны СНГ продолжал снижаться: объем поставок нефти в Белоруссию был сокращен на 30%, на Украину на 14,5%.

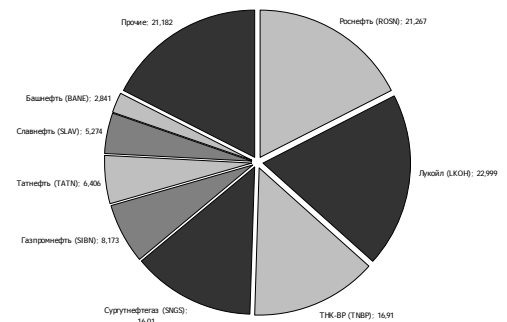
Прогноз ситуации на рынке

Тлевший до последнего времени конфликт с Ираном разгорелся с новой силой 23 марта, причиной чему стало задержание британских моряков и удержание их в плену. Возможность военного вмешательства и, как следствие, накал напряженности в регионе, подняли нефтяные фьючерсы на уровень выше 65 долл. за баррель.

Иран, в данном случае, не склонен к военному решению конфликта, о чем не раз заявлял глава государства, понимая последствия дальнейшей конфронтации. Тем не менее, похоже, что военная машина США уже запущена и проведение военной операции, в том или ином масштабе, более чем возможно. Сейчас США взяли двух месячный тайм-аут для дипломатического разрешения данного конфликта, при этом сохраняющиеся высокие цены на нефть говорят, что мало кто из участников рынка надеется на мирное урегулирование иранской проблемы.

Мы оцениваем два очевидных варианта развития ситуации на нефтяном рынке: в случае мирного урегулирования возникшей конфронтации сторон цены на нефть вернуться до уровня 55-60 долл. за баррель,

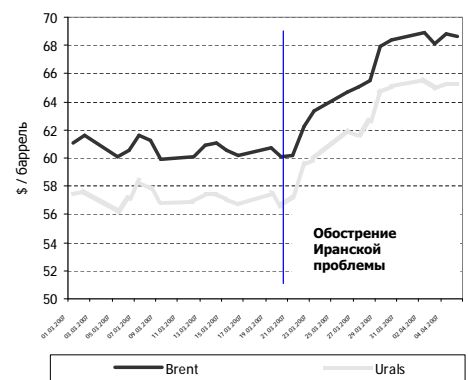
Добыча нефти крупнейшими компаниями в России в январе-марте 2007 г., млн. тонн



Динамика добычи нефти крупнейшими нефтегазовыми компаниями (янв-мар 2007 к янв-мар 2005)

Добыча нефти	янв-мар. 2005	янв-мар. 2006	янв-мар. 2007	ЗУГР, %
Роснефть (ROSN)	17,77	18,92	21,267	9,40%
Лукойл (LKOH)	21,33	21,91	22,999	3,84%
ТНК-ВР (TNBP)	17,76	18,15	16,91	-2,42%
Сургутнефтегаз (SNGS)	15,37	15,99	16,01	2,06%
Газпромнефть (SIBN)	8,29	7,84	8,173	-0,71%
Татнефть (TATN)	6,3	6,31	6,406	0,84%
Славнефть (SLAV)	5,84	5,88	5,274	-4,97%
Башнефть (BANE)	2,96	2,91	2,841	-2,03%
Прочие	18,28	18,09	21,182	7,65%

Динамика цен на нефть (Brent, Urals spot) март 2007 г.



Источник: данные Роскомстат, МЭРТ, Bloomberg

при этом, дополнительную поддержку рынку в конце весны может оказать начало сезона отпусков в США, когда потребность в нефтепродуктах резко увеличивается.

В обратном случае, военная операция США не только усугубит геополитическую ситуацию в регионе и станет политическим самоубийством администрации Дж. Буша, но и явится катализатором нового витка нефтяных цен.

Возможные перебои поставок со стороны стран Персидского залива повлечет за собой рост цен на нефть выше отметки в 70-75 долл. за баррель.

ОПЕК, в данном случае, не сможет оперативно повлиять на ситуацию путем увеличения добычи, учитывая несогласованность позиций стран – членов картеля. В частности, представители Алжира, Венесуэлы и Индонезии, в марте неоднократно высказывали стремление к сохранению текущего уровня добычи. Так, по мнению министра энергетики Алжира Шакиба Хелиля, конъюнктура рынка позволит цене на нефть стабилизироваться на уровне 50-60 долл., что, в свою очередь, даст картелю все основания не предпринимать дополнительных шагов по регулированию квот на добычу нефти. Учитывая сложившуюся ситуацию, ОПЕК прогнозирует рост потребности мировой экономики в сырой нефти в 2007 году в среднем на 1,3 млн. баррелей в сутки. Таким образом, ранее данный прогноз был скорректирован экспертами ОПЕК в сторону повышения на 0,1 млн. баррелей.

Итак, ситуация на внешних рынках пока благоприятствует российскому нефтегазовому сектору. Цены на нефть, испытывая давление политических факторов, не торопятся сдавать позиции и в начале апреля. Это, в свою очередь, создает дополнительный стимул для роста операционных и финансовых результатов российских нефтяных компаний за 2 квартал 2007 года, что закономерно отразится на росте их капитализации.

Дополнительным фактором сохранения рентабельности нефтяных компаний, даже в случае падения нефтяных цен, послужит снижение с 1 апреля размера экспортных пошлин более, чем на 11%.

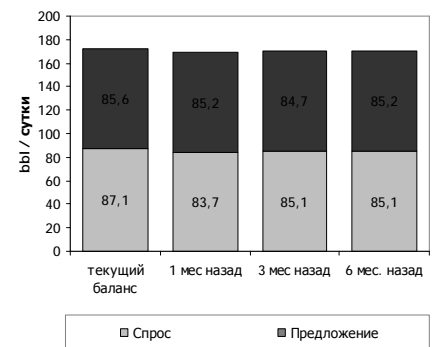
Кроме этого, дополнительной поддержкой акциям добывающих компаний в наступившем месяце станут торги по активам Юкоса: по результатам торгов можно будет говорить, по нашим оценкам, о росте капитализации, как минимум двух крупных игроков рынка – Роснефти и Газпрома.

Динамика цен нефть.
(Brent, spot) 2003-2007 гг.



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

Динамика баланс мирового спроса-предложения на нефть



Источник: данные Bloomberg

В рамках настоящей стратегии, в разделе котирующихся компаний нефтегазового сектора, мы продолжаем покрытие следующих сегментов рынка:

- 1) **Сектор добычи нефти и газа ;**
- 2) **Сектор переработки;**
- 3) **Сектор дистрибуции нефти и нефтепродуктов;**
- 4) **Сектор дистрибуции и транспортировки газа.**

Сектор добычи нефти и газа

Тенденция сохранения высоких цены на нефть, в результате обострения политической напряженности на Ближнем востоке, стала причиной повышенного спроса на акции нефтегазовых предприятий. Но, тем не менее, акции компаний не росли быстрее рынка: былой интерес к нефтяным компаниям был потерян еще в начале года.

Если индекс РТС за март вырос на 6,9%, то в нефтегазовом секторе только Лукойл, Сургутнефтегаз и Татнефть могли похвастаться ростом котировок по итогам месяца более, чем на 5%. Остальные крупные игроки нефтегазового сектора демонстрировали динамику ниже рынка: акции Газпрома выросли в цене после обвала на 3,8%, ТНК-ВР на 1,9%, Роснефть прибавила в цене всего 4,1% несмотря на начало торгов по активам Юкоса, а Башнефть по итогам месяца даже потеряла в цене - 12,2%.

По аналогии с предыдущими отчетами мы определили изменение котировок нефтяных компаний (last price) от изменения индекса РТС за последний год. Таким образом, на апрель мы сохраняем лидирующее положение 4 компаний:

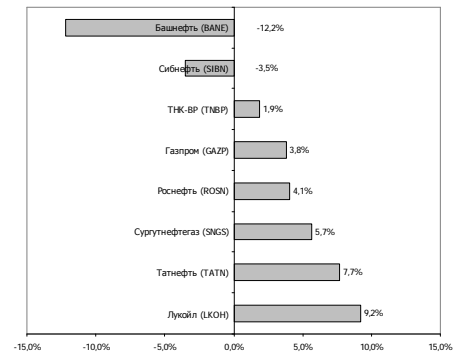
Рейтинг	Тикер	Наименование	Макс 52 нед.	Текущая цена (на 04.08.07)	Потенциал роста до 52-Мак, %	Бета., К
	RTSI	Индекс РТС	1977,3	1977,3	0,00%	1
1	ROSN	«НК Роснефть»	9,49	8,21	15,59%	0,671
2	GAZP	«Газпром»	12,8	10,39	23,20%	0,359
3	BANE	«Башнефть»	14,7	13,975	5,19%	0,334
4	LKOH	«Лукойл»	94,8	84,6	12,06%	0,227

По результатам анализа мы подтверждаем малую степень отклонения от среднерыночной динамики со стороны НК «Роснефть (ROSN), «Газпром» (GAZP), «Башнефть» (BANE) и «ЛУКОЙЛ» (LKOH).

«Газпром» (GAZP)

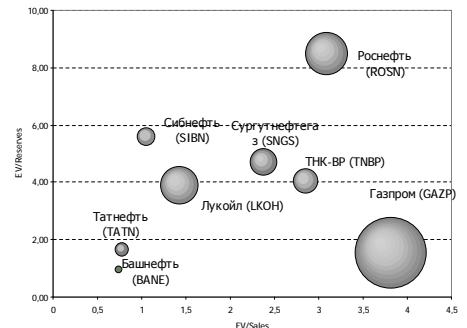
За прошедший месяц акции газового монополиста выросли всего на 6,1% на секции РТС, несмотря на явные положительные новости по компании. Так, вышедшие данные о приросте запасов компании выступили поддержкой котировкам акции, несмотря на то, что прирост разведанных запасов Газпрома составил всего 4%. Это явилось хорошим поводом утверждать, что компании удалось сломать тенденцию по недостаточному пополнению запасов углеводородного сырья.

Изменение цен за март 2007 г.



Источник: данные РТС

Распределение крупнейших нефтяных компаний России по мультипликаторам EV/S - EV/Reserves, Апрель 2007



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

В 2006-ом компании второй год удастся не только полностью заместить добытый газ, но и нарастить ресурсную базу.

Основной новостью начала апреля стал аукцион по продаже 20% Газпромнефти и 100% Арктикгаза. На рынке никто не сомневался в победе Газпрома, тем не менее, схема приобретения актива через Итальянскую ENI, стало интересным шагом газовой компании. Учитывая заключенные ранее соглашения между ENI и Газпромом, можно предположить, что Газпром намерен в будущем вести совместную с итальянской компанией разработку приобретенных активов Юкоса (кроме доли Газпромнефти).

В марте Газпром продолжил активность по покупке энергетических активов. Так, в настоящее время газовая компания рассматривает возможность покупки контрольных пакетов компаний как оптовой, так и территориальной генерации, в частности, ОГК-2, ОГК-6, а также ТГК-1, ТГК-7. Мы думаем, что Газпром не остановится только на этих предприятиях, учитывая то, что энергетическая стратегия Газпрома еще не утверждена окончательно.

В данном случае, просматривается четкая линия консолидации под Газпромом энергетических мощностей с целью контроля внутреннего рынка производства электроэнергии. Газовая компания, по нашей оценке, стремится контролировать как генерирующие компании, так и сырьевые ресурсы, потребляемые энергетической отраслью. По нашим оценкам, цель данных приобретений – создание механизма, позволяющего «корректировать» свободный рынок электроэнергии в будущем, не допуская манипуляции ценами.

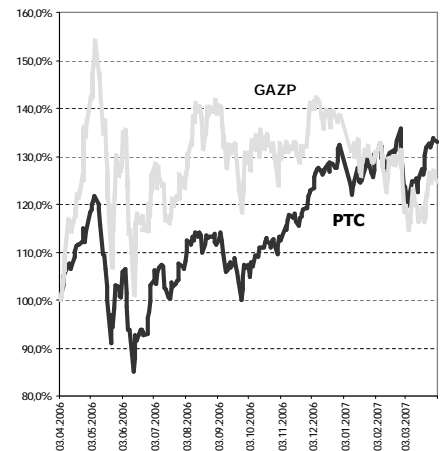
Еще одним направлением, нашедшим свое продолжение в 1 кв. 2007 года, стало углубление экспансии Газпрома в странах Европы. Так, в конце прошлого месяца газовый монополист объявил о своем интересе к приобретению долей в электрогенерирующих мощностях стран ЕС, в частности, Германии. Германия, имея общую границу с 8 странами Европы, является наиболее интересным объектом для инвестирования в энергетику. В дальнейшем, мы уверены, что Газпром продолжит данную политику, консолидируя активы и стремясь занять на энергетическом рынке Европы долю не менее 10%.

В апреле мы ожидаем движения котировок Газпрома в коридоре 9,5 - 10,5 долл. за акцию при нейтральном новостном фоне. Мы сохраняем справедливую цену по акциям Газпрома на уровне 10,1 долл. за акцию с рекомендацией «Держать».

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	3,84	3,81	3,87	3,39
EV/EBITDA	9,19	9,07	9,29	8,06
EV/EBIT	11,72	11,1	10,18	9,15
P/E	14,2	13,30	11,98	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
GAZP	10,39	10,1	-2,79%

Динамика котировок ОАО "Газпром" (GAZP) и индекса РТС (52 недели)



Источник: данные РТС, Bloomberg

НК «Роснефть» (ROSN)

Март не удивил динамикой котировок компании. За месяц акции Роснефти подорожали всего на 3,5 %, несмотря на стабилизацию цен на углеводородное сырье на мировом рынке. Несмотря на это, стоит отметить, что поддержку акциям Роснефти в ближайший месяц окажет ожидание рынка по будущим приобретениям компании. Инвесторы не торопятся продавать акции компании в расчете на будущий рост капитализации поддерживаемый новыми приобретениями Роснефти.

По сути дела, первый аукцион, состоявшийся 27 марта, не принес неожиданности на рынок. Все были настолько готовы к такому исходу торгов, что акции Роснефти по итогам торгов 27 марта даже подешевели на 1%. На торгах участвовали всего две компании «РН-Развитие», представлявшая интерес нефтяной компании, и ОАО «Самолторнефтегаз» (структура ТНК-ВР), действовавшая, скорее всего, в роли массовки. В результате Роснефть приобрела свой пакет (9,44%) за 7,59 млрд. долл., что гораздо дешевле цены, складывающейся из уровня котировок открытого рынка.

После покупки перед Роснефтью остался вопрос: «Что делать дальше с этими акциями?». Среди целей, названных самой Роснефтью, значителен обмен данного пакета на активы как в России, так и за рубежом. Тем не менее, наиболее вероятным становится размещение большей части данного пакета в результате повторного IPO, которое может быть осуществлено предприятием в конце 2007 – начале 2008 года, после роста капитализации компании в результате присоединения нефтедобывающих дочек Юкоса.

При этом основной интригой предстоящих торгов остаются два актива – Томскнефть и Самаранефтегаз. В результате распределения данных активов, прошедшего 6 апреля, Самаранефтегаз и Томскнефть будут проданы отдельными лотами. В частности, Самаранефтегаз и крупнейшие НПЗ Юкоса будут проданы 10-11 мая. Дата продажи Томскнефти еще не определена, но по всей вероятности, придется на начало июня 2007 г.

Роснефть настолько уверена в покупке нефтедобычи Юкоса, что даже повысила прогнозы по уровню добычи в текущем году. Так, прогноз компании по добыче нефти составляет 92,3 млн. тонн в месте 90 млн. тонн заявленных ранее. По нашим оценкам, если учитывать добычу бывших дочерних обществ Юкоса, данный показатель должен превысить в 2007 году 100 млн. тонн.

Мы подтверждаем рекомендацию «Держать» по акциям нефтяной компании и справедливую цену на уровне 7,92 долл. за акцию в текущем месяце. По результатам аукционов мы намерены пересмотреть справедливую цену Роснефти в сторону ее повышения.

НК «Лукойл» (LKON)

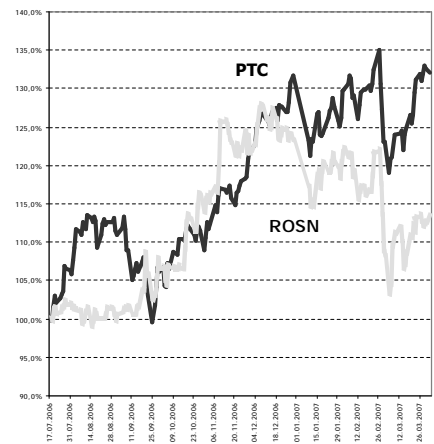
В целом акции нефтяной компании демонстрировали положительную динамику. На фоне закрепившийся выше отметки в 60 долл. за баррель цены на нефть, акции Лукойла подорожали к концу месяца на 12,2%.

Помимо достаточно удачной конъюнктуры рынка поддержку акциям Лукойла оказала вышедшая в начале марта статистика по приросту запасов нефтяной компании.

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	-	3,09	2,99	2,88
EV/EBITDA	-	13,05	10,33	10,99
EV/EBIT	-	16,62	12,82	12,57
P/E	-	25,80	20,10	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
ROSN	8,21	7,92	-3,53%

Динамика котировок
ОАО "НК Роснефть"
(ROSN) и индекса РТС (52 недели)



Источник: данные РТС, Bloomberg

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	1,14	1,42	1,28	1,29
EV/EBITDA	5,12	6,08	6,01	6,01
EV/EBIT	5,88	7,02	6,62	6,87
P/E	7,61	8,90	9,62	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
LKON	84,60	92,5	9,34%

Источник: данные РТС, Bloomberg

Согласно данным Miller&Lents за прошедший год запасы компании выросли до 20,36 млрд. баррелей нефтяного эквивалента, в том числе 15,93 млрд. баррелей нефти и 26,6 трлн. куб. футов газа. Таким образом, компания прирастила 4,1% доказанных запасов углеводородов, с учетом добытых углеводородов в течение 2006 г. В настоящее время компания продолжает лидировать среди российских компаний по объему доказанных запасов, несмотря на незначительный чистый прирост запасов, достигнутый в результате геологоразведочных работ на Севере Каспия.

Лукойл, по нашим оценкам, остается наиболее интересным активом для стратегического инвестирования. Полная прозрачность компании, низкий уровень риска корпоративного управления, а также высокие темпы роста финансовых показателей способны благоприятно влиять на динамику акций компании. Четкие инвестиционные планы Лукойла по развитию нефтепереработки и дистрибуции как в России, так и в Европе являются дополнительным козырем для акций компании.

Так, в марте Лукойл отказался от участия в строительстве завода в Турции за счет расширения мощностей завода в Бургасе, который был приобретен компанией ранее.

В данном случае выбор в пользу болгарского предприятия очевиден, учитывая ориентацию завода на будущую нефть, поступающую по нефтепроводу «Бургас-Александропулис».

На апрель мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям Лукойла, учитывая прогнозируемый рост капитализации нефтяной компании.

НК «Башнефть» (BANE)

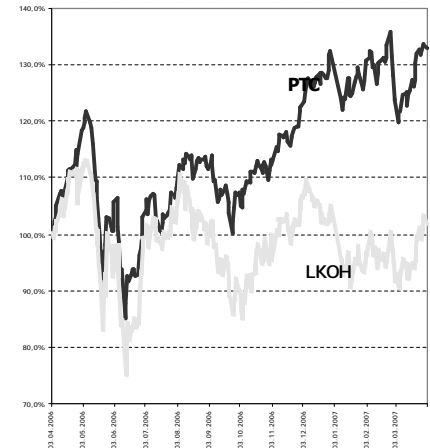
В то время как акции прочих нефтегазовых компаний демонстрировали рост котировок, Башнефть по итогам месяца снизилась на -12,2%. Меньшее снижение демонстрировали привилегированные бумаги компании (-3,2%), поддержку которым оказал рост дивидендных выплат за 2006 г.

Так, по информации, опубликованной пресс-службой компании еще 30 марта, дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям составили 25,8 руб., что превышает размер дивидендов за 2005 год по обыкновенным акциям более чем в 22 раза и в 4,5 раза по привилегированным акциям. Утверждение дивидендных выплат будет проведено на общем собрании акционеров 26 апреля 2007 г.

Стоит отметить, что подобный рост дивидендов наблюдался практически во всех предприятиях башкирского ТЭК. Данная ситуация неоднозначна. Возможно, АФК «Система», путем выплаты дивидендов намерено увеличить спрос на акции башкирских предприятий для последующей выгодной перепродажи своих пакетов при возросшей капитализации. Кроме этого, возможно, что башкирские инвесторы проводят «подготовку» для целей продажи контрольных пакетов в своих активах, несмотря на ранее сделанные заявления об обратном. В данном случае, наиболее вероятным покупателем может, по нашим оценкам стать, НК Роснефть.

В апреле мы не видим для акций компании хороших перспектив, учитывая опубликованную в начале месяца информацию о снижении темпов добычи по итогам 2006 года на 1,8%. Котировки обыкновенных акций, по нашей оценке, до конца месяца не поднимутся выше 10 долл. за акцию.

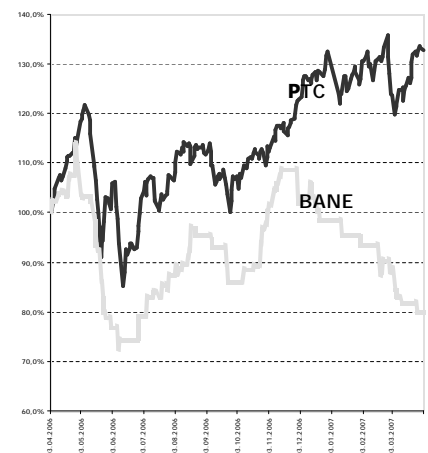
Динамика котировок ОАО НК "Лукойл" (LKOH) и индекса РТС (52 недели)



	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	0,74	0,74	0,92	0,99
EV/EBIT	5,05	-	-	-
P/E	7,03	-	-	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
BANE	13,98	17,2	23,08%

Динамика котировок ОАО "Башнефть" (BANE) и индекса РТС (52 недели)



Источник: данные РТС, Bloomberg

Сегмент нефтепереработки

В конце зимы отпускные цены на нефтепродукты продолжили свое снижение. В среднем по России оптовые цены на моторное топливо снизились на 7,2%, при этом, наибольшее снижение было отмечено в сегменте низкооктанового топлива.

Акции НПЗ в течение марта демонстрировали, в общем, отрицательную динамику. Исключением стали бумаги Саратовского НПЗ (KRKN) и Лукойл-НОРСИ (NGNS) подорожавшие на 3,7% и 1,2% соответственно.

В середине месяца НК «Лукойл» озвучила новые данные по финансированию инвестиций в нефтепереработку. Так, до 2017 года компания намерена инвестировать в НПЗ около 6,2 млрд. долл., что предусматривает проведение комплексной модернизации практически на всех нефтеперерабатывающих предприятиях группы. Сегодня предприятия Лукойла являются, пожалуй, одними из наиболее перспективных среди прочих НПЗ компаний-конкурентов.

В этой связи, наибольшей привлекательностью обладают предприятия НК «Лукойл», ориентированные на рынки центральной России, характеризующиеся высокими темпами роста спроса на ГСМ. К ним, прежде всего, относятся Волгоградский и Нижегородский НПЗ, при этом мы отдаем приоритет Нижегороднефтеоргсинтезу (Нижегородский НПЗ, Лукойл-НОРСИ), поскольку ожидаем прирост его финансовых результатов как за 2006 год, так и в 1-ом квартале 2007 года. Это будет достигаться не только за счет продолжения плановой модернизации, но и за счет переноса части нефтепереработки со стороны Волгоградского НПЗ, пострадавшего в результате пожара в начале 2007 года.

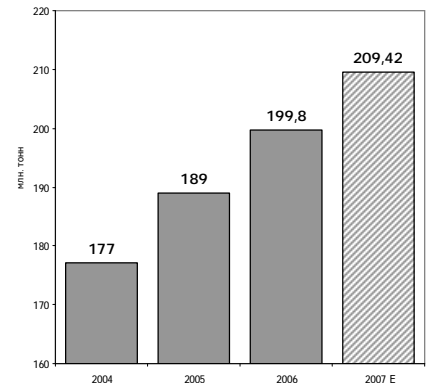
Скандалом месяца в секторе нефтепереработки стала ситуация с Московским НПЗ. Крупный акционер предприятия – Газпромнефть, обладающий 49% в УК предприятия, всерьез взялся за изучение его финансовой деятельности, что, по нашим оценкам, явилось следствием «отстранения» нефтяной компании от управления предприятием. Так, проведенное Газпромнефтью независимое исследование деятельности НПЗ показало явные недостатки корпоративного управления заводом и реальные перспективы улучшения его операционной и финансовой деятельности.

В перспективе, мы прогнозируем увеличение давления на основных акционеров предприятия с целью последующего приобретения контрольного пакета. Непрозрачность финансовых потоков НПЗ является, по нашему мнению, основным препятствием роста капитализации данного актива. Выкуп части МНК и доведение своей доли до контрольной, позволит Газпромнефти не только повысить уровень корпоративного управления, но и создать стимул для роста стоимости акций нефтеперерабатывающего завода.

В апреле, по нашим оценкам, сохраняется инвестиционная привлекательность башкирских нефтеперерабатывающих активов, в частности, Новойла (NUNZ) и Уфимского НПЗ (UNPZ), дивидендные выплаты по акциям которых возрасли в среднем в 6 раз по итогам 2006 года. Кроме этого, мы сохраняем нашу рекомендацию по Нижегороднефтеоргсинтезу (NGNS), констатируя его значительную недооценку по сравнению с текущим уровнем цен.

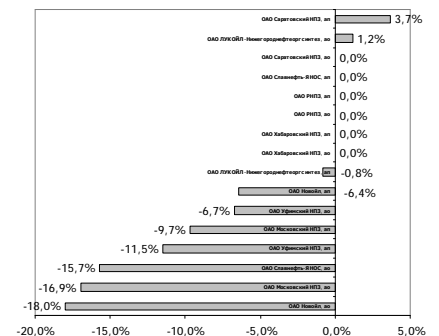
Также, к перспективным предприятиям, по которым возможен рост инвестиционного потенциала в ближайшие месяцы, мы относим Хабаровских НПЗ и Московский НПЗ.

Динамика первичной переработки нефти в России в 2004-2007 E



Источник: данные Росстат, прогнозы Ист Кэпитал

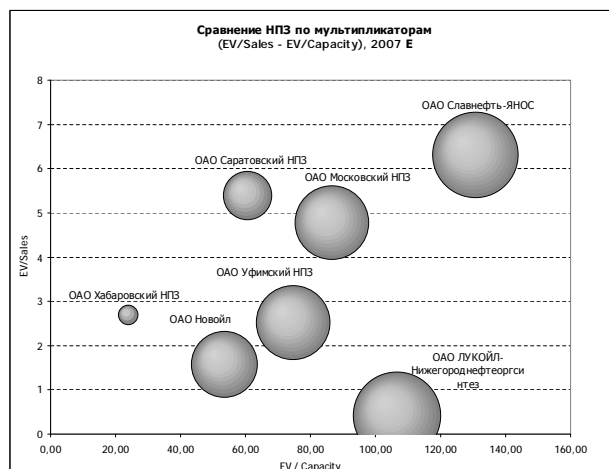
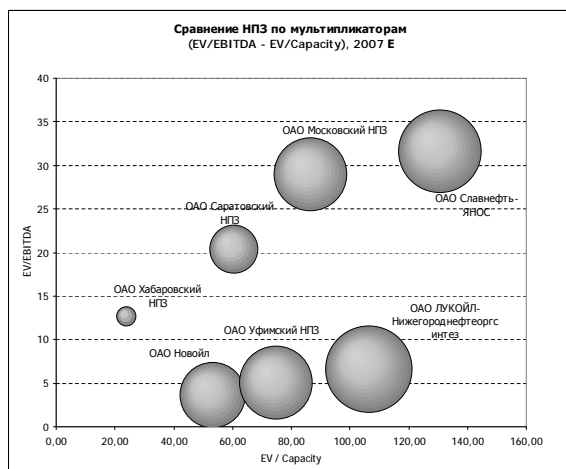
Изменение цен за март 2007 г.



Источник: данные РТС

Наименование	Тикер	Мср, млн. долл.	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/Мощность, 07
ОАО Хабаровский НПЗ	HNPZ	73 239	3,31	36,06	12,28	158,03	23,85
ОАО Московский НПЗ	MNPZ	1 146 038	5,11	69,68	32,55	355,14	116,03
ОАО ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез	NGNS	1 229 424	0,34	4,76	4,23	5,84	98,21
ОАО Новойл	NUNZ	721 508	1,40	3,39	3,20	4,33	53,28
ОАО РНПЗ	RNPZ	60 119	630,21	-804,76	-804,80	-772,53	5,01
ОАО Уфимский НПЗ	UNPZ	910 576	2,51	5,34	5,01	7,80	74,61
ОАО Славнефть-ЯНОС	JNOS	1 329 033	4,39	79,87	15,84	104,32	146,39
ОАО Саратовский НПЗ	KRKN	479 974	9,20	60,47	35,36	36,25	107,07
Медиана по нефтепереработке			3,31	36,06	12,28	36,25	98,21

** - при расчете медианного значения мы не учитывали мультипликаторы по «РНПЗ» ввиду необъективного отражения данных ФХО в следствии масштабной модернизации, проводимой на предприятии.



В результате переоценки по мультипликаторам 2007 года в список компаний с наибольшей инвестиционной привлекательностью нами был добавлен Хабаровский НПЗ, акции которого, несмотря на текущую недооценку, имеют достаточно скромный потенциал роста. Кроме того, при инвестировании в акции HNPZ, стоит учитывать низкий уровень прозрачности данной компании.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin, %)			3Y AGR	Bid	Offer	Справед.	Upside, %
		2004	2005	2006 E	2004	2005	2006 E					
HNPZ	ОАО Хабаровский НПЗ, ао	49 860	39 215	41 521	1,00%	0,30%	1,37%	-8,7%	150,6	300	345*	14,9%
HNPZP	ОАО Хабаровский НПЗ, ап	49 860	39 215	41 521	1,00%	0,30%	1,37%	-8,7%	100,6	200	230*	15,1%
NUNZ	ОАО Новойл, ао	358 115	452 627	407 816	22,68%	24,44%	36,63%	6,7%	0,86	0,9	1,78*	98,1%
NUNZP	ОАО Новойл, ап	358 115	452 627	407 816	22,68%	24,44%	36,63%	6,7%	0,545	0,6	1,13*	88,3%
UNPZ	ОАО Уфимский НПЗ, ао	339 669	485 425	347 300	22,85%	27,91%	33,54%	1,1%	1,51	1,63	2,8*	71,8%
UNPZP	ОАО Уфимский НПЗ, ап	339 669	485 425	347 300	22,85%	27,91%	33,54%	1,1%	0,861	0,905	1,6*	76,5%
NGNS	ОАО ЛУКОЙЛ-НОРСИ, ао	182 375	2 965 104	3 594 666	13,94%	2,01%	3,27%	344,0%	41	42	104,5	148,9%
NGNSP	ОАО ЛУКОЙЛ-НОРСИ, ап	182 375	2 965 104	3 594 666	13,94%	2,01%	3,27%	344,0%	30	32	77,0	140,7%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Сектор дистрибуции нефти и нефтепродуктов

В феврале 2007 года розничные цены на нефтепродукты и бензин продолжили свое снижение по сравнению с январем. Так, снижение цен на автомобильный бензин было зарегистрировано в 38 субъектах федерации, при этом наибольший процент снижения был зарегистрирован в Республике Тыва - на 8,0%. В то же время, в 48 субъектах федерации цены выросли или остались неизменными.

По сравнению с розничными ценами отпускные цены производителей моторного топлива демонстрировали большой спад - за последний месяц зимы цены на бензин в среднем опустились на 7,2%, при этом наибольшее снижение отмечалось в сегменте низкооктанового топлива.

В марте-апреле с увеличением трафика и, соответственно, спроса на бензин мы прогнозируем остановку спада на розничном рынке нефтепродуктов. Кроме этого, начало сельхозработ создаст дополнительный спрос на дизельное топливо и низкооктановый бензин.

На апрель мы подтверждаем инвестиционную привлекательность сетевых дистрибуторов нефтепродуктов – Красноярскнефтепродукт (KRNF) и Башкирнефтепродукт (BANP).

В первом случае диверсифицированная структура доходов Красноярскнефтепродукта, позволяет предприятию осуществлять поставки ГСМ как государственным структурам и сельхозпроизводителям, так и розничным покупателям, что позволяет нивелировать сезонный спад спроса на моторное топливо.

Во втором, предприятие (Башкирнефтепродукт) не только демонстрирует отличную динамику финансовых показателей и чистой рентабельности за последние 3 года, но и радует инвесторов существенной дивидендной доходностью. Размер дивидендных выплат из расчета на одну акцию вырос по сравнению с 2005 годом более чем в 11 раз, а дивидендная доходность по акциям предприятия составила (на момент публикации информации) 13 % по обыкновенным и 19% по привилегированным акциям. По итогам марта 2007 г. котировки привилегированных акций Башкирнефтепродукт выросли на 1,9%.

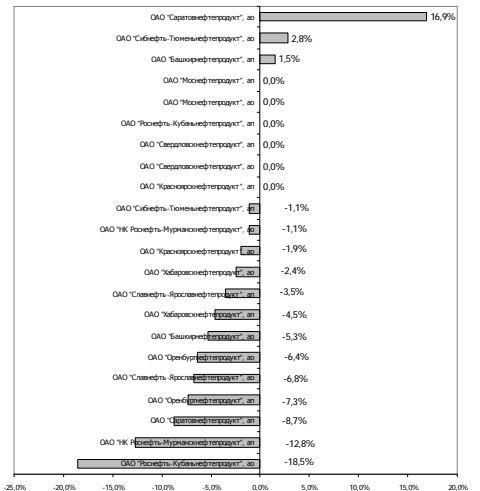
Увеличение выплат дивидендов, без сомнения, стало следствием приобретения значительной доли АФК Системой, которая в настоящее время остается крупнейшим миноритарным акционером башкирского ТЭК. С приходом крупной компании основному акционеру приходится считаться с ее интересами, что и сказывается на росте дивидендного дохода.

После заявлений правительства Башкортостана об отсутствии намерения продажи долей в данных предприятиях, мы ожидаем сохранение высокой дивидендной доходности предприятий и по результатам 2007 года.

	декабрь 2006г., %	январь 2007г., %	Февраль 2007 г., %
Индекс розничных цен			
на бензин в т.ч.:	99,8	99,9	99,4
марки А-76	99,8	99,9	99,4
марки АИ-92	99,8	99,9	99,4
марки АИ-95 и выше	99,9	99,9	99,6
на дизельное топливо	99,9	99,9	99,5
Индекс оптовых цен			
на бензин в т.ч.:	99	94,9	92,8
марки А-76	98,4	95,3	93,4
марки АИ-92	100,2	93,8	92
марки АИ-95 и выше	100,3	97,2	94,1
на дизельное топливо	100,9	97,4	99,4

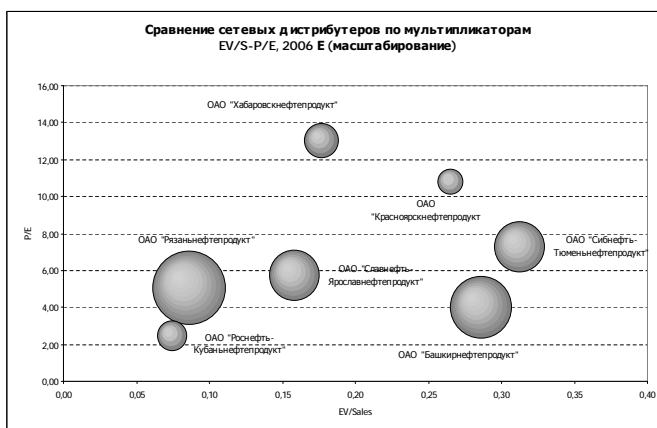
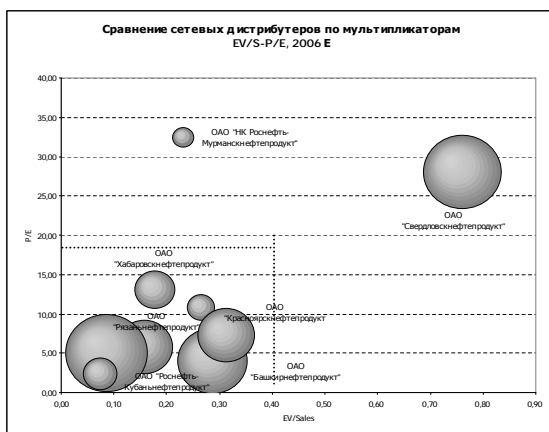
Источник: данные Роскомстат

Изменение цен за март 2007 г.



Источник: данные РТС

	Тикер	Мсрп	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07
ОАО "Красноярскнефтепродукт"	KRNF	28 596 471	0,26	5,41	5,05	10,80
ОАО "Башкирнефтепродукт"	BANE	172 111 892	0,29	1,71	1,63	4,04
ОАО "НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт"	MYNT	17 725 260	0,23	13,44	9,96	32,47
ОАО "Саратовнефтепродукт"	SARN	99 800 985	0,14	2,81	2,55	4,79
ОАО "Свердловскнефтепродукт"	SVNF	221 357 865	0,76	17,31	15,06	28,04
ОАО "Славнефть-Ярославнефтепродукт"	SLNE	116 441 789	0,16	3,14	2,90	5,76
ОАО "Сибнефть-Тюменьнефтепродукт"	TMNP	115 956 006	0,31	1,56	1,48	7,30
ОАО "Рязаньнефтепродукт"	RYAZ	247 584 248	0,09	3,76	3,60	5,08
ОАО "Хабаровскнефтепродукт"	HANF	58 467 395	0,18	9,85	8,45	13,03
ОАО "Роснефть-Кубаньнефтепродукт"	KUNP	43 444 540	0,07	2,11	1,98	2,45
ОАО "Моснефтепродукт"	MNEF	64 593 252	0,70	58,57	43,00	-
Медиана по дистрибуции нефти			0,23	3,76	3,60	6,53

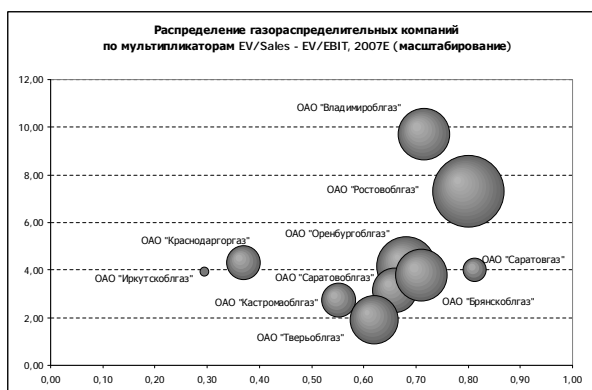
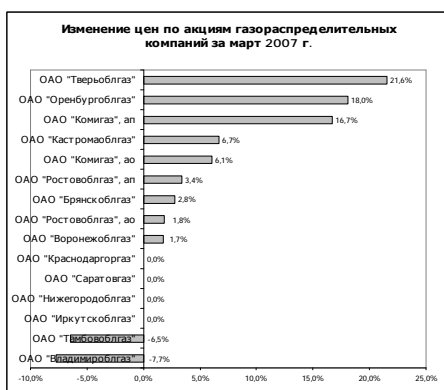


На апрель мы сохраняем наши рекомендации по компаниям Красноярскнефтепродукт и Башкирнефтепродукт, подтверждая их недооценку по сравнению с компаниями аналогами.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
KRNF	ОАО "Красноярскнефтепродукт, ао	86 731	120 416	164 005	1,15%	0,86%	1,17%	37,50%	70	84	115,48	37,47%
KRNFP	ОАО "Красноярскнефтепродукт, ап	86 731	120 416	164 005	1,15%	0,86%	1,17%	37,50%	33	45	63,10	40,23%
BANP	ОАО "Башкирнефтепродукт", ао	296 050	393 623	443 366	8,07%	8,93%	10,62%	22,40%	11,75	12,3	20,32*	65,19%
BANPP	ОАО "Башкирнефтепродукт", ап	296 050	393 623	443 366	8,07%	8,93%	10,62%	22,40%	7,75	8,75	14,70*	68,02%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Наименование	Мсрп	Тикер	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/Мощность
ОАО "Воронежоблгаз"	41 686	VOGZ	0,98	5,09	3,89	10,92	-
ОАО "Владимироблгаз"	29 278	VLOG	0,72	9,70	7,55	12,80	10,44
ОАО "Иркутскоблгаз"	1 032	IROG	0,29	3,94	3,40	9,83	-
ОАО "Ростовоблгаз"	56 406	RTBG	0,80	7,32	5,67	13,52	12,13
ОАО "Оренбургоблгаз"	38 206	OROG	0,68	4,18	2,59	12,50	-
ОАО "Нижегородоблгаз"	94 448	NNOG	1,40	3,85	3,83	7,82	-
ОАО "Саратовгаз"	6 319	SGAZ	0,81	4,03	3,13	4,14	-
ОАО "Саратовоблгаз"	22 253	SROG	0,66	3,16	2,59	8,44	6,78
ОАО "Тверьоблгаз"	26 056	TVEO	0,62	1,91	1,58	2,79	11,82
ОАО "Кастромаоблгаз"	12 493	KOOG	0,55	2,76	2,20	3,68	-
ОАО "Брянскоблгаз"	29 682	BROG	0,71	3,78	3,40	6,45	-
ОАО "Комигаз"	13 244	KGAZ	1,19	4,30	3,59	6,34	6,80
ОАО "Тамбовоблгаз"	17 712	TOGZ	1,03	13,44	8,32	82,51	-
ОАО "Краснодаргоргаз"	12 551	KRGG	0,37	4,30	3,52	4,49	-
Медиана по газораспределительным компаниям			0,71	4,10	3,46	8,13	10,44



В рамках апрельской стратегии мы подтверждаем инвестиционную привлекательность газораспределительных компаний, расположенных в Европейской части России - «Тверьоблгаз» (TVEO), «Кастромаоблгаз» (KOOG), «Брянскоблгаз» (BROG), а также акций «Краснодаргоргаз» (KRGG), при этом спрос в привилегированных акциях «Комигаз» (KOOG) в настоящее время нивелировал дисконт по данным бумагам, что позволяет нам исключить ее из списка недооцененных газораспределительных активов.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка				Рентабельность (Net margin)				3Y AGR	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006 E	2007 E	2004	2005	2006E	2007 E					
TVEO	ОАО "Тверьоблгаз"	16 847	20 943	29 385	39 158	11,17%	10,09%	23,85%	23,85%	32,5%	172	195	302*	54,8%
KOOG	ОАО "Кастромаоблгаз"	13 668	15 594	17 987	20 819	5,56%	3,48%	16,32%	16,32%	15,1%	190	285	335,48*	17,7%
BROG	ОАО "Брянскоблгаз"	21 251	29 239	35 845	42 607	5,43%	4,42%	9,57%	10,79%	26,1%	260	400	695,13	73,8%
KRGG	ОАО "Краснодаргоргаз"	20 629	27 506	28 701	34 159	1,57%	2,28%	8,18%	8,18%	18,3%	51,5	0	71,9*	39,7%

* Индикативная стоимость (Ind. Value) - стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

На рынке продукции черной металлургии в феврале - апреле мы наблюдаем некоторое оживление цен. В частности, экспортные цены из стран СНГ через порты Черного и Балтийского морей выросли по холоднокатаному прокату на 8% - с 580 до 630 долл. за тонну, по горячекатаному прокату рост цен оказался существенно выше – на 12% с 505 до 567.5 долл. за тонну.

Что касается цен на железорудное сырье внутри России, то по данным «металлургического бюллетеня» с конца 2006 года и до марта 2007 года цены на данную продукцию практически оставались без изменений и стабилизировались на уровне 28 долл. за тонну агроруды, 64 долл. за тонну концентрата и 85 долл. за тонну окатышей.

С учетом стабильной ситуации на внутреннем рынке железорудного сырья и роста экспортных цен на готовую продукцию, по крайней мере, в первом квартале 2007 года мы сможем ожидать роста рентабельности российских металлургических предприятий.

Что касается более долгосрочных прогнозов, то по нашему мнению, цены на стальную продукцию останутся в повышательном тренде. Наши прогнозы роста цен основаны, в том числе, и на недавних пересмотрах цен крупнейшими корпорациями мира.

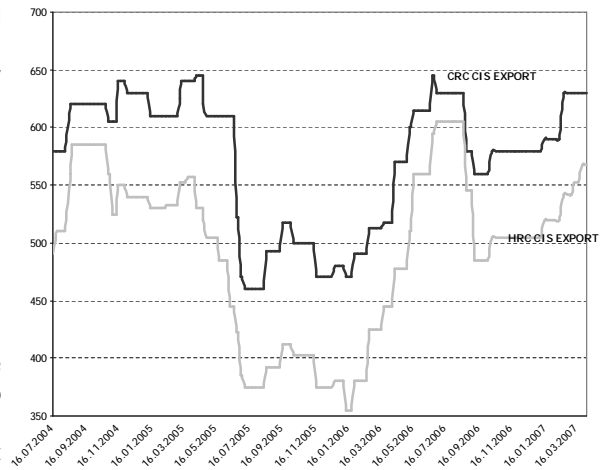
Так, Mittal Steel South Africa Ltd – крупнейший производитель стальной продукции в Африке заявил в конце марта 2007 года, что поднимет цены на 10% с мая 2007 года. Другой крупнейший производитель Baoshin Steel Ltd. планирует поднять цены на 6.5 % на второй квартал 2007 года.

Кроме этого, на фоне ожиданий о возможном повышении цен на стальную продукцию внутри страны (в марте правительство рекомендовало производителям стальной продукции Индии не поднимать цены с целью сдерживания инфляции) неплохо подросли акции крупнейших Индийских компаний - Tata Steel Ltd. Steel Authority of India и JSW Steel Ltd.

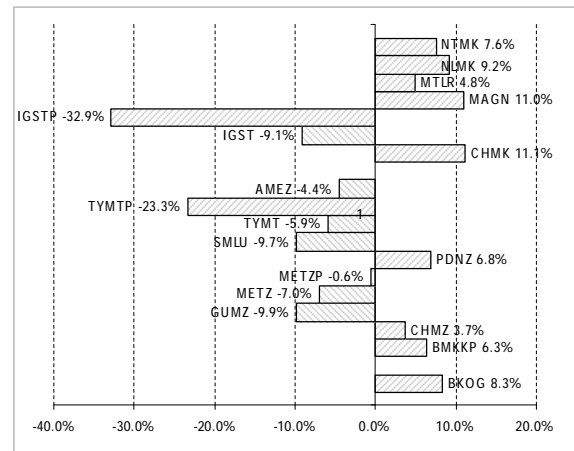
Российские компании в марте, в большинстве своем, показали умеренный рост. В фаворитах рынка оказались большинство акций интегрированных производителей стали, которые продемонстрировали рост в 5%-10%, на фоне опубликования отчетности по МФСО за 2006 год, а также на фоне роста цен на стальную продукцию. Кроме того, определенную поддержку акциями металлургического сектора оказали и новости о начале IPO Магнитки.

С учетом возможного повышения цен на сталь во втором квартале, мы полагаем, что акции металлургического сектора в апреле также могут показать положительную динамику. Тем не менее, мы по-прежнему склонны думать, что основным драйвером роста будет фактор M&A.

Динамика цен на сталь

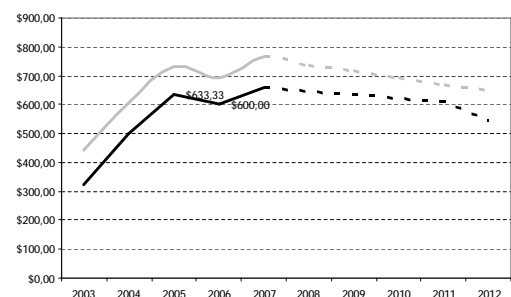


Динамика котировок акций металлургических компаний на РТС



Источник: данные РТС

Динамика цен на горячекатаный и холоднокатаный листы в 2002-2012 (Е гг.)



Источник: данные World Bank, прогнозы Ист Кэпитал

Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК)

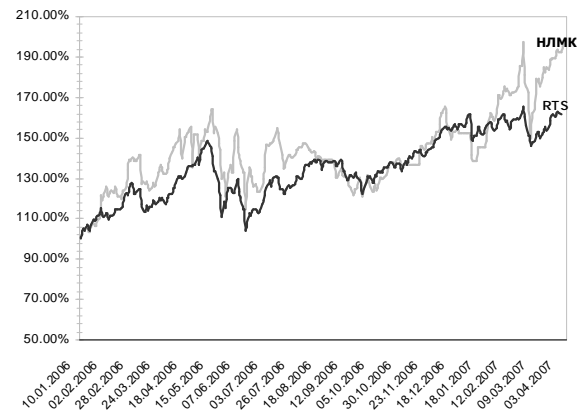
НЛМК по итогам марта оказался одним из лидеров роста, прибавив в цене более 9% и полностью отыграв коррекцию начала марта. Данные по РСБУ, озвученные в начале апреля, укрепили нашу уверенность в выборе фаворита отрасли.

Чистая прибыль НЛМК по РСБУ выросла в 2006 г. на 43,6% до 50,5 млрд. руб. по сравнению с 2005 годом. В то же время, снижение величины чистой прибыли НЛМК за 4-й квартал 2006 г. на 71% относительно чистой прибыли за 3-й квартал 2006 г., произошло, в основном, за счет того, что в 3-м квартале НЛМК получил одновременную прибыль от продажи, принадлежавшего ей пакета акций ОАО «Комбинат КМАруда» (снижение чистой прибыли на 24%).

По причине роста котировок в марте этого года и достижения нашего справедливого уровня в 2.97 долл. за акцию, мы меняем рекомендацию по Новолипецкому металлургическому комбинату с «Покупать» на «Держать» с примечанием, что мы, скорее всего, пересмотрим прогноз цен реализации на 2007 год, что приведет к повышению справедливой цены.

Таким образом, существенный прирост стоимости компании (свыше справедливой стоимости в 2.91 долл.) возможен при реализации следующих сценариев:

- 1) Рост цен на готовый прокат более, чем на 10%;
- 2) Сделки по слиянию и поглощению, выходящие за рамки заявленной стратегии;
- 3) Снижение WACC компании за счет управления соотношением E/D.



Тикер:	NLMK
Цена midmarket, USD	2.97
Цена offer, USD	3.00
Year max	2.95
Year min	1.70
Кол-во акций, тыс. шт.	5 993 227
Мсар, тыс. USD	17 949 716
Долг, тыс. USD	-535 479
EV, тыс. USD	17 414 237
Справедливая стоимость, USD	2.97
Потенциал роста/падения	-1%
Рекомендация	Держать

	2006 МФСО Е	2006 РСБУ	2005 РСБУ
Sales	5 373 723	5 163 186	4 202 351
Gross profit	2 685 487	2 404 842	1 787 754
Gross margin %	50%	47%	43%
Operating profit	2 223 982	2 054 859	1 620 331
Operating margin%	41.39%	39.80%	38.56%
Net income	1 991 854	1 858 731	1 239 527
Net margin%	37%	36%	29%

Финансовые показатели NLMK, тыс. \$

	2 003	2 004	2 005	1 Q 2006	1 H 2006	9 months 2006	2006 F	2007 F
Выручка	2 468 022	4 538 686	4 468 726	1 122 987	2 601 736	4 358 488	5 373 723	6 217 934
EBIT	882 274	2 222 864	1 860 039	379 798	925 334	1 678 201	2 223 982	2 541 950
рентабельность EBIT	35.7%	49.0%	41.6%	33.8%	35.6%	38.5%	41.4%	
EBITDA	1 040 083	2 380 673	2 143 661	453 560	1 083 783	1 928 459	2 527 375	3 047 445
рентабельность EBITDA	42%	52%	48%	40%	42%	44%	47%	
Чистая прибыль	656 456	1 772 501	1 385 336	545 420	943 293	1 684 719	1 991 854	1 987 801
Рентабельность чистой прибыли	26.6%	39.1%	31.0%	48.6%	36.3%	38.7%	37.1%	
Чистый долг	-749 556	-1 048 899	-1 567 609	-1 879 789	-877 376	-535 479	-475 137	-268 050

Магнитогорский металлургический комбинат (MAGN)

С начала 2007 года акции компании подорожали на 6%. Большая часть этого роста, на наш взгляд, объясняется колоссальными дивидендными выплатами по итогам 2006 года и только лишь отчасти - ожиданиями начала road – show IPO, которое начнется 9 апреля 2007 года. Книга заявок должна будет закрыться 23 апреля 2007 года. Планируется одновременный листинг на MMBB и LSE.

ММК планирует разместить акции дополнительной эмиссии общим количеством 1 450 млн. штук или 13.6% от текущего количества акций и привлечь от 1 до 1.5 млрд. долларов. Банки-организаторы оценивают капитализацию компании в 11,1-13,6 млрд. долл. Таким образом, диапазон цен, с учетом выпуска нового количества акций, может составить 0.91- 1.12 долл., а сумма привлеченных средств может составить от 1.3 млрд. долларов до 1. 62 млрд. долларов.

Будем надеяться, что привлеченные суммы пойдут на финансирование капитальных затрат, о размере которых недавно заявил ММК. Так, согласно плану компании, общий размер инвестиций должен составить в период с 2007 по 2012 год 5,2 млрд. долл. В частности, кап. затраты в 2007 году составят 663 млн., в 2008 году - 808 млн., в 2009 году - 812 млн., в 2010 году - 749 млн., в 2011 году - 655 млн. и в 2012 году - 424 млн. долл.

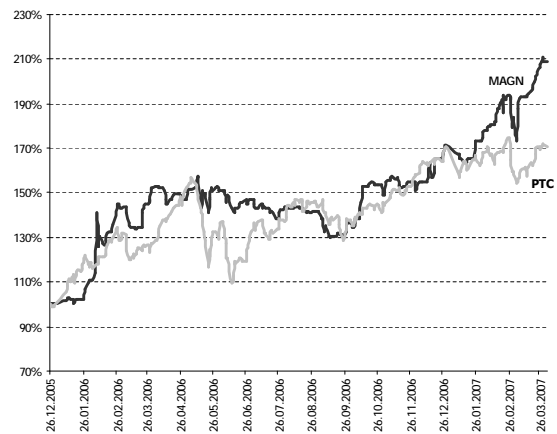
Крупнейшими инвест. проектами ММК являются строительство стана «5000» (объем инвестиций 1 млрд. долл.), увеличение мощностей по выпуску горячекатаного и холоднокатаного проката (соответственно 560 и 270 млн. долл.). Мощности по выпуску горячекатаного проката на станах «2000» и «2500» должны достичь 11,8 млн. тонн, по выпуску холоднокатаного увеличиться на 1,25 млн. тонн. После 2012 года ММК планирует выпускать в общей сложности 15 млн. тонн стали.

С такими объемами инвестиций компания вряд ли сможет в дальнейшем выплачивать такие же дивиденды, которые были задекларированы за 2006 год.

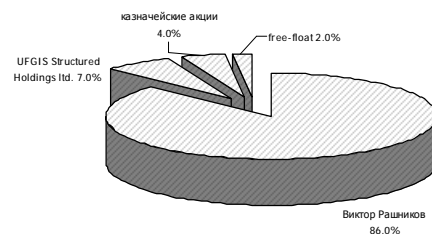
Несмотря на проведение IPO, а также хорошие результаты за 2006 год, наше отношение к ММК не изменилось. Справедливая цена 0.7 долл. Рекомендация «Продавать». Потенциал снижения более 30%.

Факторами роста справедливой цены мы называем:

- 1) Рост цен реализации
- 2) Рост объемов производства.



Тикер:	MAGN
Цена midmarket, USD	1.0625
Цена offer, USD	1.075
Year max	1.065
Year min	0.635
Кол-во акций, тыс. шт.	10 630 221.60
Мсар, тыс. USD	11 427 488.22
Долг, тыс. USD	-282
EV, тыс. USD	11 427 206.22
Справедливая стоимость, USD	0.701
Потенциал роста/падения	-34.83%



Сводная таблица оценки предприятий металлургического сектора:

	bid	offer	кол-во акций, тыс. шт	EV/S 05	EV/S 06	EV/ EBITDA 05	EV/ EBITDA 06	PE05	PE06	Fair value	Upside from offer	Recom
ВКОГ	600	2100	81.37	1.12	1.22	9.59	4.79	20.3	10.0	3580.86	70.52%	Покупать
ВМКК	13.1	15	7 466.84		0.44	5.55	5.19	5.9	8.6	24.55	63.67%	Покупать
ВМККР	5.8	6.999	562.31		0.44	5.55	5.19	5.9	8.6	11.46	63.67%	Покупать
СНМЗ	71.5	74.5	2 331.16	0.59	0.73	5.00	4.24	9.8	14.3	88.05	18.19%	Покупать
GUMZ	35.1	55	232.50	0.41	0.38	9.35	7.07	-320.8	35.0	52.65	-4.27%	Продавать
METZ	210	221	392.07	0.43	0.75	4.06	5.51	4.9	4.9	178.61	-19.18%	Продавать
METZP	80	89	130.69	0.43	0.75	4.06	5.51	4.9	4.9	71.93	-19.18%	Продавать
PDNZ	19.5	25	6 949.56	1.64	1.32	6.74	4.79	11.4	8.2	30.63	22.51%	Покупать
SMLU	14	22.5	2 167.92	1.15	1.17	7.77	14.91	27.5	-1425.6	22.21	-1.30%	Продавать
AMEZ	0.47	0.4895	498 454.82	0.74	0.77	2.60	3.85	4.7	7.6	0.62	27.57%	Покупать
СНМФ	14.2	14.45	1 007 701.36	1.75	1.60	5.95	6.71	8.7	18.0	11.52	-20.28%	Продавать
MAGN	1.06	1.08	10 630 221.60	2.07	1.73	7.45	5.71	12.1	8.1	0.70	-34.83%	Продавать
NLMK	3.075	3.175	5 993 227.24	4.06	3.79	8.47	8.88	13.7	10.5	3.13	-1.54%	Держать

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Цены на никель (LME_cash) 16 марта 2007 года достигли абсолютного исторического максимума в 50 875 долл. Коррекция не заставила себя долго ждать – через две недели цены скорректировались более, чем на 5 000 долларов.

Рост никеля до исторических максимумов происходит на фоне опасений о том, что рост производства нержавеющей стали в Китае, потребляющем 2/3 мирового производства никеля, может вызвать дефицит металла на мировом рынке. Существуют также опасения и того, что Китай сам серьезно может повлиять на мировые цены путем увеличения производства никелевого концентрата из латеризованной руды, импортируемой из Филиппин и Новой Каледонии. Речь идет только о 70-100 тысячах тонн никеля в год, которые, тем не менее, могут снизить напряжение на рынке, созданное дефицитом мощностей по производству никеля.

Руководствуясь двумя факторами, так или иначе связанными с экономической активностью Китая, никель находится в коридоре 43 000 – 45 000 \$ за тонну.

Цены на медь (LME_cash) в течение всего марта показывали весьма высокую волатильность с минимумом в 5810 долл. за тонну и максимумом, достигнутым 30 марта 2007 года – 6 939 долл. за тонну.

Катализатором роста цен на медь в конце марта стали данные о росте китайской экономики на 10.4% за последний квартал. Тем самым, опасения замедления экономики Китая, которые привели к снижению цен в феврале, на время были забыты, и цены вновь пошли вверх.

Сейчас основным «бычьим» фактором выступают ожидания, что потребление меди со стороны Китая будет расти еще пару лет, с одной стороны, и ограниченное число медных проектов, которые могут увеличить предложение меди на мировом рынке, с другой.

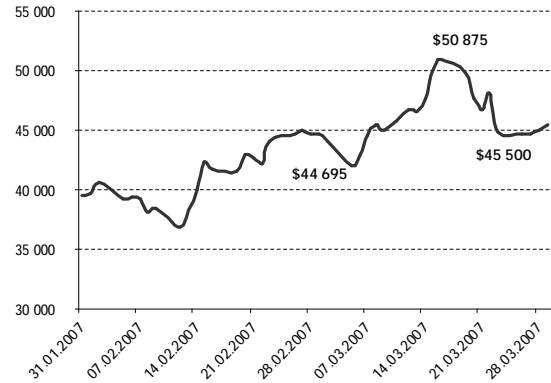
На наш взгляд, цены на медь более чувствительны к «китайскому фактору», нежели цены на никель. Наиболее значимыми датами для рынка меди будут являться 12 апреля – выход стат. данных по внешней торговле и 19 апреля – данные по промышленному производству, ВВП Китая.

Цены на цинк (LME_cash) в апреле также оставались достаточно волатильными, находясь достаточно далеко от 52-х недельного максимума в 4 660 долларов за тонну.

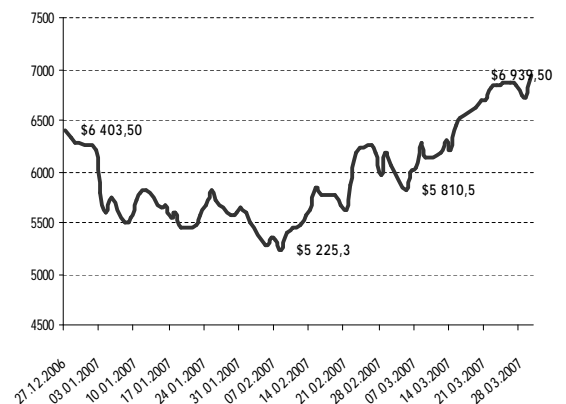
Собственно, наиболее значимым фактором на этом рынке является соотношение спроса и предложения, которое в течение 3-х месяцев 2007 года показало относительную сбалансированность этих показателей.

Вышедшие в марте статистические данные показали снижение потребления цинка в январе до 891 000 тонн с 914 000 тонн годом ранее (на 2.5%). В то же время, производство выросло на 6.6% до 941 000 тонн.

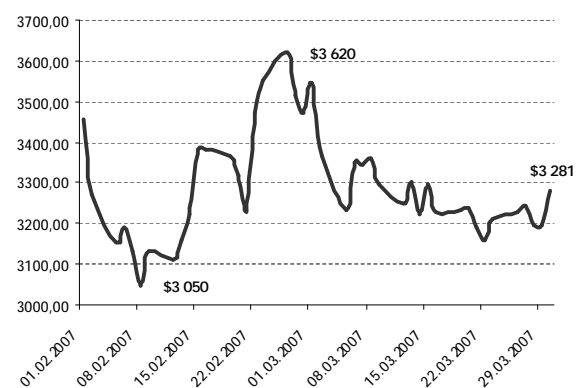
Динамика цен на Никель, LME_cash



Динамика цен Медь, LME_Cash



Динамика цен на цинк, LME_cash



GMKN: оценка энергетики ставит компанию на новый уровень инвестиционной привлекательности

Основным фактором роста Норильского никеля в марте стали отнюдь не цены на никель, а события, связанные с приобретением акций ОГК-3, и озвученные планы по созданию компании с условным названием Norilsk Power.

В марте GMKN стал владельцем 46,2% акций ОГК-3, приобретая часть допэмиссии акций ОГК-3 в количестве 17,836 млрд. штук по цене размещения 4,54 рубля (0,173 долл. за акцию).

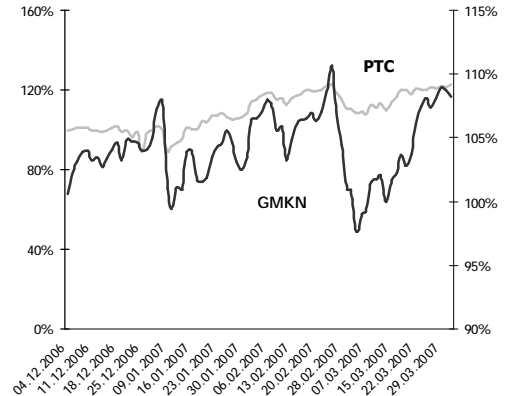
Общий объем сделки составил 80,9 млрд. рублей (3,085 млрд. долл.). Учитывая, что мощность ОГК -3 составляет 8.5 МВт, Норникель заплатил примерно 1.124 тыс. долларов на 1 мегаватт, что примерно в 2 раза превосходит среднеотраслевые мультипликаторы.

Предполагается, что в течение 35 дней после сделки Норникель должен будет сделать предложение миноритарным акционерам о выкупе их акций по цене 4.54 рубля за штуку. Кроме купленной в марте доли ОГК-3 в компанию Norilsk Power входят «ТГК-1» (7,4%), «ТГК-14» (27,8 %), ПАО ЕЭС (EESR) (3,5%), «Колэнергосбыт» (24,8%), «Колэнерго» (KOLE) (24,8%), «Красноярскэнергосбыт» (25,5%), «Красноярскэнерго» (KRNG) (25,7%), «Тываэнерго-Холдинг» (25,5%), «Кольские магистральные сети» (24,8%) и «Красноярские магистральные сети» (25%). Норильский никель озвучил оценку энергетических активов, планируемых к выделению, - она составила 6.7 млрд. долларов. (без учета стоимости приобретенной доли ОГК -3).

Согласно плану выделения активов 11 мая 2007 г совет директоров компании должен принципиально одобрить выделение энергоактивов и в июне-июле составить перечень, на основе которого будет создаваться новая энергокомпания. По различным данным не планируются к выделению активы, входящие в единый комплекс с производственными площадками Норникеля: «Норильскгазпром» (29,4%), «Таймырэнерго» (100%) , «Норильскэнерго» (100%), ОАО «Таймыргаз» (99%).

В августе-сентябре 2007 будет проходить непосредственная подготовка активов к выделению. В первой половине ноября 2007 пройдет road-show для инвесторов, а в декабре 2007 акционеры «Норильского никеля» на внеочередном собрании примут решение о создании новой компании на базе энергоактивов ГК. После этого созданная энергокомпания, как ожидается, пройдет государственную регистрацию и в первой половине 2008 года проведет листинг на биржевых площадках.

Мы полагаем, что капитализация Norilsk Power к началу 2008 года может составить свыше 10 млрд. долларов. Озвученные оценки стоимости энергетических активов заставляют пересмотреть потенциал роста акций Норильского никеля в сторону повышения.



Тикер:	GMKN
Цена midmarket, USD	187.0
Цена offer, USD	187.5
Ymin, \$	83
Ymax, \$	189
Кол-во акций, млн.шт.	191
Кол-во акций преф, тыс. шт	
Мсар, млн. USD	35743
Долг, млн. USD	-553
EV, млн. USD	35190
Справедливая стоимость, обык. акции USD	240.0
Потенциал роста/падения	28%
Рекомендация	Покупать

	1 Н 2006	2006E	2007F
Выручка	4 191.00	11 302.18	14 648.72
ЕБИТ	2 305.00	6 665.33	8 958.53
ЕБИТ margin	55.00%	58.97%	61.16%
ЕБИТDA	2 568.00	7 191.33	9 538.18
ЕБИТDA margin	61.27%	63.63%	65.11%
Net income	2 364.00	4 508.55	6 491.29
Net margin	0.56	0.40	0.44
Net dept	-553.00	-1 235.81	-6 167.61

Мультипл. по текущим ценам	2 005	2006E	2007F
EV/S	4.44	2.82	2.17
EV/ЕБИТ	9.72	4.78	3.56
EV/ЕБИТDA	8.60	4.43	3.34
P/E	13.80	7.19	4.99

По нашим расчетам, если 205 долларов за акцию – справедливая цена основного бизнеса компании, то энергетические активы суммарной стоимостью 6.7 млрд. долларов и мощностью 4 533 Мватт увеличивают справедливую стоимость до 240 долларов за акцию, что подразумевает потенциал роста около 28%.

Корпорация ВСМПО- АВИСМА (VSMO): интерес к акциям сохраняется, но движения пока нет...

В марте информационный фон вокруг другого нашего фаворита в секторе цветной металлургии – ВСПМО – АВИСМЫ был по большей части положительным, тем не менее, это практически не сказалось на его котировках – акции ВСПМО выросли всего на 1.84%.

В марте Экономический комитет при СД ВСПМО утвердил стратегию развития компании на 2007-2012 годы. Одним из приоритетных направлений деятельности корпорации является развитие сотрудничества с двумя крупнейшими авиастроительными компаниями – Boeing и Airbus. Это направление подразумевает поставки для Boeing 787 Dreamliner, а также начало выпуска штамповок для Airbus A350. В настоящее время «ВСПМО-Ависма» ведет строительство здания цеха для производства титановой продукции, предусмотренного в рамках СП с Boeing, созданного в августе 2006 года. Согласно договору, совместно компании планируют производить 10% всех титановых деталей, необходимых для постройки самолетов Boeing-787 Dreamliner, т.е. около 1,5 тыс. штук в год. Новое предприятие будет запущено к концу 2008 года.

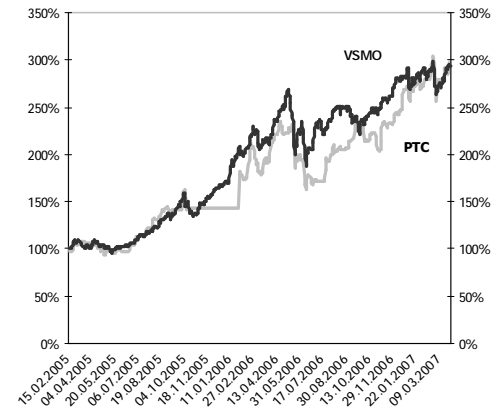
Кроме этого, компания ведет проект Sukhoi SuperJet 100 с российским производителем «Сухой». По этому проекту «ВСПМО» в настоящее время изготавливает поковки для шассийной группы испытательных самолетов, в дальнейшем планируется производить и алюминиевые изделия.

В целом в 2007 году корпорация планирует сохранить все тенденции развития, которые были характерны для 2006 года. Производство титана планируется увеличить на 15-17%, при этом, согласно с объемами заказов будет увеличиваться доля продукции для машиностроительного сектора. Поставки на внутренний рынок составят 25-40%. Инвестиции в развитие производства в 2007 году планируется увеличить в два-три раза до 160-240 млн. долл.

Во второй половине 2007 года Роснедра планируют провести аукцион по Тулунскому титановому месторождению (Иркутская область). Доказанные запасы месторождения по категории C1 составляют 1,981 млн. тонн руды, C2 – 3,72 млн. тонн. Содержание в руде двуокиси титана - 3,4%, добыча возможна открытым способом. Пока у нас нет информации планирует ли VSMO участвовать в аукционе. Тем не менее, в случае выигрыша компания могла бы снизить свою сырьевую зависимость.

Динамика котировок ...

Рост котировок VSMO был за прошедший месяц был незначительным, но все-таки положительным. Из мировых компаний – аналогов, отобранных нами, наихудшие результаты показали японские компании Sumitomo Titanium (-10.3%) и Toho Titanium (-9.5%), что, скорее, явилось результатом снижения всех азиатских рынков в марте. Американские производители, напротив, значительно прибавили в цене- Titanium metals corporation (TIE US) + 11.3%, RTI International Metals (RTI US) + 12.94%. Лидером же роста стали акции китайского производителя BAOWI Titanium + 18.9%.



Тикер:	VSMO
Цена midmarket, USD	317.8
Цена offer, USD	319.5
Кол-во акций, тыс. шт.	11529.538
Кол-во акций преф, тыс. шт	325
Мсар, тыс. USD	3 683 687.4
Долг, тыс. USD	141 833.9
EV, тыс. USD	3 825 521.3
Справедливая стоимость, обык. акции USD	487.0
Потенциал роста/падения	52%
Ymin, \$	175
Ymax, \$	322

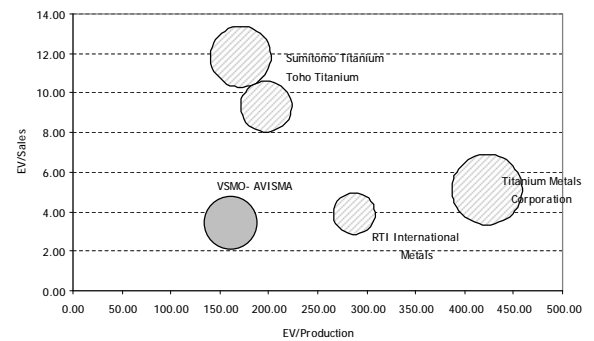
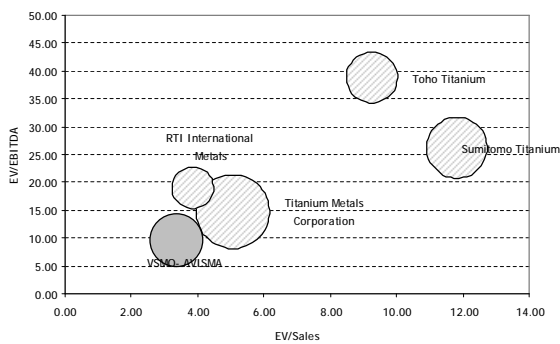
тыс. \$	2 005	2006E
Выручка	592 019	1 043 666
EBIT	162 418	337 742
EBIT margin	27.43%	32.36%
EBITDA	174 436	361 184
EBITDA margin	29.46%	34.61%
Net income	111 851	245 209
Net margin	18.89%	23.49%
Чистый долг	106 795	140 642

Мультипл. по текущим ценам	2 005	2006E
EV/S	6.46	3.67
EV/EBIT	23.55	11.33
EV/EBITDA	21.9	10.6
P/E	32.9	15.0
ROE	22.034%	32.572%

Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям VSMO с индикативной ценой в 487 долл., что предполагает upside в 54%.

Оценка VSMO сравнению с компаниями - аналогами

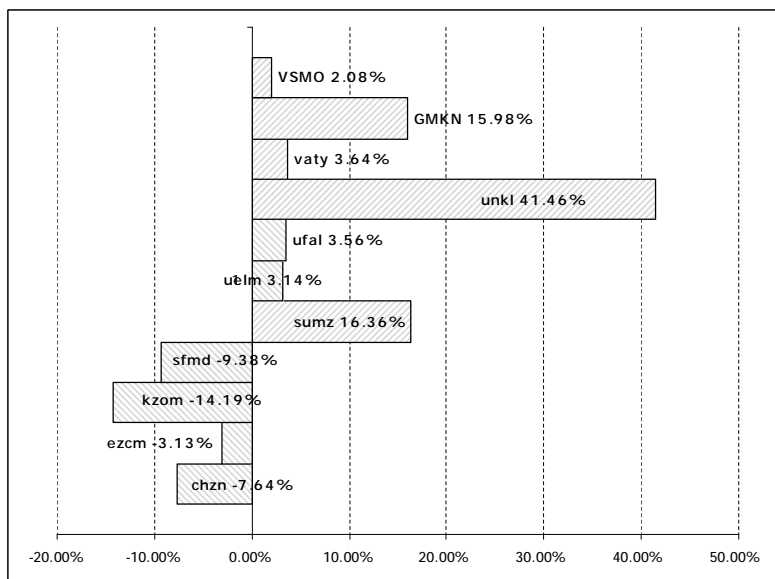
	Ticker	Last month return	Мсрп	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	V производства, тыс. тонн	EV/production
	Titanium Metals Corp.	11.30%	5 917.00	5.06	14.77	16.13	14.16	422.62
	Sumitomo Titanium	-10.30%	4 065.00	11.83	26.29	33.30	24.00	171.96
	Toho Titanium	-9.50%	2 935.00	9.28	38.83	32.12	14.92	197.79
	BAOJI TITANIUM	18.90%	2 190.00	8.99	35.48	37.42		
	RTI International Metals	12.94%	2 075.00	3.89	19.00	17.04	6.84	287.13
	медиана			8.99	26.29	32.12	14.54	242.46
	VSMO- AVISMA	2.76%	3 574.16	3.40	9.49	10.28	23.90	161.42
	премия/дисконт			-62.18%	-63.90%	-68.01%		-33.43%



Наиболее привлекательные акции отрасли цветной металлургии:

Тикер	Наимен. компаний	Мсрп, тыс. долл	EV/S05	EV/S06	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	PE05	PE06	Fair value	Upside from offer	Реком.
uelm	Уралэлектромедь	581 184.16	1.74	1.10	6.82	3.62	12.373	4.528	157.76	27.2%	Держать
GMKN	ГМК Нор. никель	32 787 972	4.50	2.85	8.70	4.49	13.958	7.279	240	17.1%	Покупать
VSMO	ОАО Корпорация ВСПМО-АВИСМА,	3 510 744.32	6.16	3.49	20.9	10.1	31.3	14.3	487	51.2%	Покупать

Лидеры роста и падения в отрасли цветной металлургии в марте 2007



ДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Горнорудная промышленность

В марте сегмент добычи руд не оправдал надежды инвесторов. Из всей представленной выборки только Оленегорский (ОГОК) и Михайловский ГОК (МГОК) демонстрировали положительную динамику, при том что остальные компании завершили месяц в красной зоне, несмотря на сохранение высоких цен на руду черных и цветных металлов на мировом рынке.

Наметившийся рост в данных бумагах закономерен и, как обычно, основывался на ожиданиях развития бизнеса. Так, рост котировок Михайловского ГОК, одного из крупнейших производителей железной руды в России, входящего в холдинг «Газметалл», стал ответом на заявление о проведении IPO холдинга в 2008 году. Дополнительным козырем, кроме этого, стала информация о реализации с 2008 года проектов по увеличению производственной мощности ГОК.

Катализатором роста капитализации Оленегорского ГОКа (ОГОК) стали планы предприятия по увеличению добычи руды в 2007 году до 490 тыс. тонн в год, что больше в 2,57 раза больше уровня текущей добычи.

В апреле 2006 г. динамика в данном сегменте будет зависеть как от конъюнктуры рынка металлов, так и от финансовой отчетности предприятий за 2006 - 1 кв. 2007 года, выход которой сможет внести корректировки в ожидания инвесторов.

Угледобывающий сектор

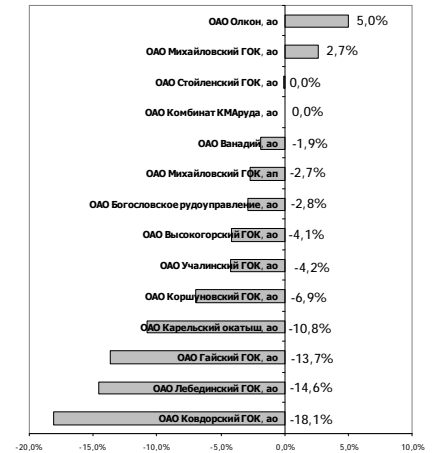
В целом, за первый квартал 2007 года добыча угля соответствовала уровню 2006 года и приравнялась к 80,2 млн. тонн. Наибольший прирост добычи был достигнут промышленными группами Южный Кузбасс (+13,3%), Якутуголь (12,5%) и КЗРУ (+3,8%).

Конъюнктура мирового рынка угля оставалась достаточно привлекательной для экспорта. В марте и начале апреля средние цены на уголь держались у отметки в 40 долл./тонна не желая снижаться. Однако высокие цены на уголь не сказались на динамике экспорта сырья. Так, за 2 месяца 2007 года экспорт угля из России сократился в среднем на 7,1%, что было обусловлено снижением потребности в угле со стороны энергетических компаний.

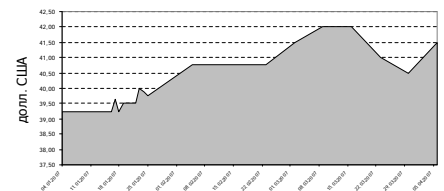
В настоящее время добыча угля в России растет примерно на 5% в год, при этом, ее дальнейшая динамика будет продиктована, в первую очередь, ростом внутреннего спроса на угольное сырье. Так, в соответствии с энергетической стратегией РФ, в результате более активного использования угольной генерации, доля угля в энергобалансе может составить в будущем 20-25%. В подтверждении этого акционеры СУЭК при создании СП с Газпромом подписали соглашение о намерениях, в рамках которого энергетические активы, входящие в новое СП, будут делать упор на развитие, в первую очередь, угольной генерации.

В апреле мы прогнозируем рост котировок компаний, входящих в группу СУЭК за счет информации о присоединении их к вновь создаваемой структуре ОАО «СУЭК-Красноярск». Кроме этого, мы ожидаем роста капитализации компаний в результате публикаций отчетности за 2006 год.

Изменение цен за март 2007 г.
(Горнорудная промышленность)



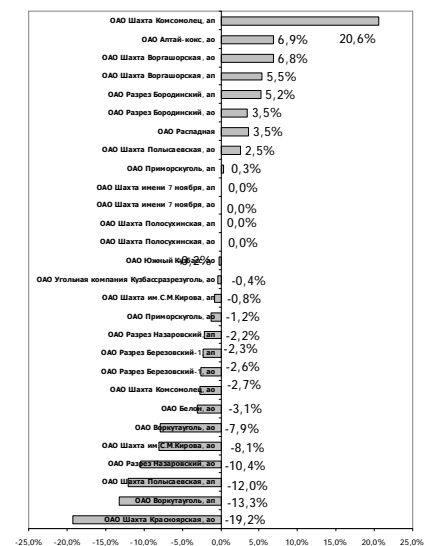
Динамика мировых цен на уголь
(янв.-март. 2007 г., ICEU)



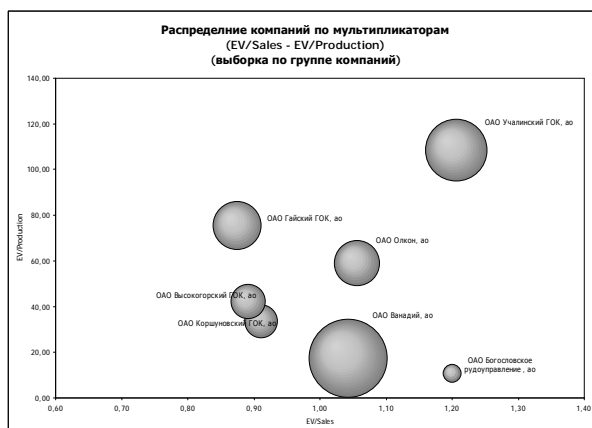
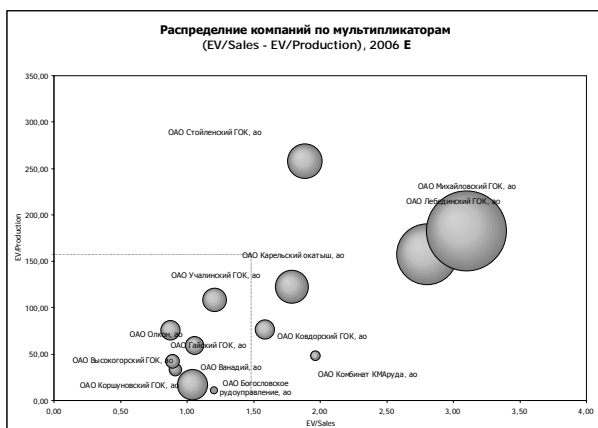
Динамика добычи угля в 1 кв 2007 г. по крупнейшим промышленным группам
(1 кв. 2007 к 1 кв. 2006)

тыс. тонн	Январь-март 2006 г	Январь-март 2007 г	Прирост, %
СУЭК	25932,3	24162,4	-6,8%
Кузбассразрезуголь	9769,5	10140	3,8%
Южный Кузбасс	4011	4543	13,3%
Южкузбассуголь	3514	3545	0,9%
Якутуголь	2356,1	2651,6	12,5%
ЛутЭК	1641,5	1310,8	-20,1%
Воркутауголь	1537,6	1662,5	8,1%

Изменение цен за март 2007 г.
(Добыча углей)



Наименование	Тикер	Мcap	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/ Производство 2007
ОАО Богословское рудоуправление, ао	brad	42 941	1,20	4,67	4,34	5,75	10,89
ОАО Гайский ГОК, ао	ggok	304 525	0,87	2,42	2,21	2,98	75,49
ОАО Карельский окатыш, ао	karo	953 868	1,79	5,56	5,04	6,44	122,33
ОАО Комбинат КМАруда, ао	kkma	89 975	1,96	8,55	7,36	10,68	48,34
ОАО Коршунский ГОК, ао	kogk	140 696	0,91	2,63	2,61	3,31	33,66
ОАО Ковдорский ГОК, ао	kvdg	306 919	1,59	7,81	6,67	6,50	76,62
ОАО Лебединский ГОК, ао	lgok	3 052 141	2,80	5,90	5,76	7,85	157,81
ОАО Михайловский ГОК, ао	mgok	5 227 161	3,10	8,35	8,08	9,34	183,03
ОАО Олкон, ао	ogok	263 043	1,06	2,41	2,29	3,23	59,19
ОАО Стойленский ГОК, ао	sgok	1 020 099	1,89	3,35	3,23	4,30	258,00
ОАО Учалинский ГОК, ао	ugok	492 219	1,21	2,75	2,57	3,72	108,63
ОАО Ванадий, ао	Kgok	796 187	1,04	2,03	1,97	2,87	17,34
ОАО Высокогорский ГОК, ао	vgok	156 216	0,89	3,52	3,19	6,44	42,32
Медиана по сегменту добычи руд			1,21	3,52	3,23	5,75	75,49

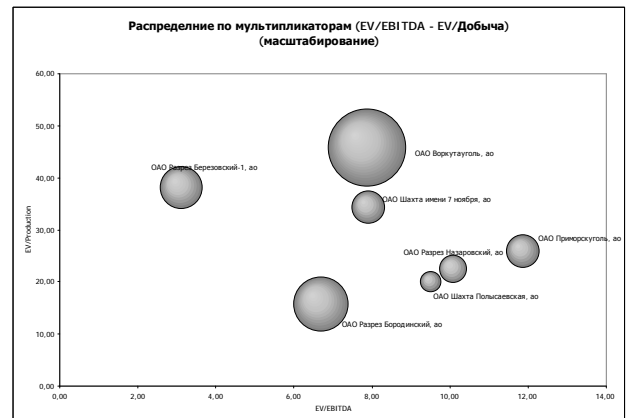
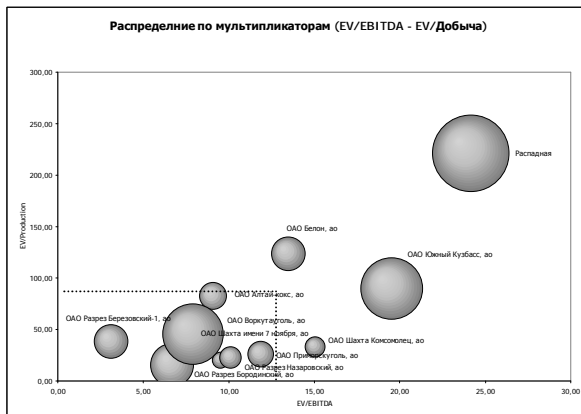


В апреле мы подтверждаем инвестиционную привлекательность следующих компаний сегмента добычи руд:

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка, тыс. долл.			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
ggok	ОАО Гайский ГОК, ао	106 882	147 653	245 991	10,19%	11,53%	25,03%	51,7%	501	505	856,32*	70,2%
kogk	ОАО Коршунский ГОК, ао	96 551	177 959	177 963	17,11%	28,43%	23,00%	35,8%	500	625	899,84*	60,0%
ogok	ОАО Олкон, ао	93 294	159 470	241 312	12,11%	24,46%	32,44%	60,8%	470	480	690,57*	45,4%
ugok	ОАО Учалинский ГОК, ао	146 850	218 473	406 882	12,51%	11,63%	31,30%	66,5%	12,5	13,4	16,84*	30,1%
VGOK	ОАО Высокогорский ГОК, ао	108 491	183 534	173 625	17,35%	15,70%	13,45%	26,5%	0,1805	0,22	0,22*	8,9%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Наименование	Тикер	Мcap	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/EBITDA, 07	P/E, 07	EV/добыча, 2007
ОАО Шахта им.С.М.Кирова, ао	chki	183 692	1,74	-	-	-	26,27
ОАО Приморскуголь, ао	prug	209 699	1,81	20,55	11,87	21,08	25,89
ОАО Разрез Березовский-1, ао	rbez	324 755	1,92	3,25	2,74	4,87	33,62
ОАО Разрез Бородинский, ао	rbor	584 194	2,70	6,84	6,69	10,13	15,75
ОАО Шахта Полысаевская, ао	shpl	92 598	1,52	22,74	9,50	-	20,00
ОАО Шахта имени 7 ноября, ао	shsn	215 305	2,43	11,11	7,91	-	34,39
ОАО Разрез Назаровский, ао	rnaz	157 531	2,61	14,19	10,08	23,78	22,54
ОАО Шахта Комсомолец, ао	shkm	133 941	2,23	-	15,03	-	33,51
ОАО Шахта Красноярская, ао	shks	16 047	-	-	-	-	57,90
ОАО Алтай-кокс, ао	akks	227 276	1,14	9,68	9,07	12,52	82,68
ОАО Южный Кузбасс, ао	ukuz	1 201 918	1,90	23,07	19,50	44,19	89,65
ОАО Шахта Воргашорская, ао	vorg	118 361	1,06	5,20	3,64	-	33,20
ОАО Воркутауголь, ао	voug	1 177 160	1,23	11,66	7,87	28,97	45,85
ОАО Белон, ао	BLNG	362 500	0,96	13,75	13,48	30,49	123,63
Распадная	RASP	1 837 672	8,19	27,43	24,13	36,04	221,43
Медиана по сегменту добычи углей			1,85	12,70	9,50	23,78	33,62



На фоне создания ОАО «СУЭК-Красноярск» и включения в нее ведущих угольных активов группы, мы не исключаем роста котировок угледобывающих предприятий СУЭК. На апрель 2007 года мы указываем на дисконт по отношению к рынку следующих компаний сектора добычи угля:

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006 E	2004	2005	2006 E					
rbez	ОАО Разрез Березовский-1, ао	24 355	40 780	45 863	-6,51%	19,77%	39,42%	37,2%	455	490	932*	97,2%
rbezp	ОАО Разрез Березовский-1, ап	24 355	40 780	45 863	-6,51%	19,77%	39,42%	37,2%	305	347	643*	97,2%
rbor	ОАО Разрез Бородинский, ао	73 497	135 726	107 230	9,83%	9,35%	25,90%	20,8%	800	840	1 308*	59,5%
rborp	ОАО Разрез Бородинский, ап	73 497	135 726	107 230	9,83%	9,35%	25,90%	20,8%	555	575	908*	59,5%
akks	ОАО Алтай-кокс, ао	452 966	430 915	361 593	0,51%	0,19%	6,42%	-10,7%	0,21	0,25	0,43*	88,8%
plsu	ОАО Шахта Полосухинская, ао	69 906	82 880	82 696	20,46%	28,42%	12,44%	8,8%	505	8500	14 052*	212,1%
plsup	ОАО Шахта Полосухинская, ап	69 906	82 880	82 696	20,46%	28,42%	12,44%	8,8%	350	8000	9 739*	133,3%
vorg	ОАО Шахта Воргашорская, ао	54 072	61 223	73 973	11,53%	-16,38%	-6,69%	17,0%	220	305	471*	79,5%
vorgp	ОАО Шахта Воргашорская, ап	54 072	61 223	73 973	11,53%	-16,38%	-6,69%	17,0%	201	250	430*	90,9%
voug	ОАО Воркутауголь, ао	383 312	441 954	516 115	16,95%	4,76%	3,79%	16,0%	172	200	227,5*	22,3%
vougp	ОАО Воркутауголь, ап	383 312	441 954	516 115	16,95%	4,76%	3,79%	16,0%	157	190	207,7*	19,7%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ

Сегмент производителей минеральных удобрений

Прошедший месяц характеризовался оживлением на рынке минеральных удобрений. Весенние полевые работы, начавшиеся на две недели раньше прошлого года, повысили спрос на продукцию отечественных производителей азотных удобрений.

По итогам марта 2007 года лучшую динамику демонстрировали обыкновенные акции Череповецкого Азота (СНЕА, +11,5%) на фоне роста объемов производства аммиака на 16,5% за 1 кв. 2007 года. Кроме этого, достойно выглядели Минеральные удобрения (MINU), обыкновенные акции которого выросли на +4,5%.

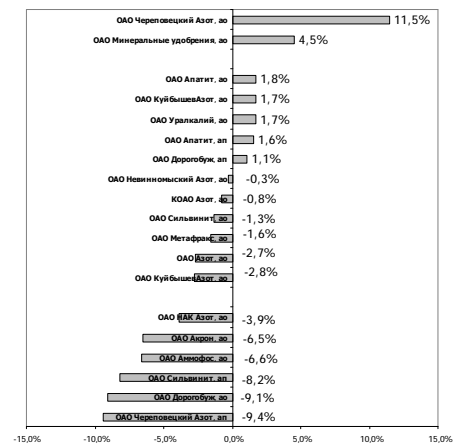
Производители калийных удобрений, в свою очередь, не радовали ростом котировок: Апатит (АРАТ) и Уралкалий (URKA) выросли по итогам месяца всего на 1,8% и 1,7% соответственно.

Несмотря на то, что сегмент производителей минеральных удобрений уже достаточно оценен рынком, мы отмечаем сохранение дисконта к рынку у акций Невинномыский Азот (NEAZ) и НАК Азот (NMAZ). К сожалению, бумаги этих компаний демонстрировали отрицательную динамику в марте - Невинномыский Азот потерял -0,3%, НАК Азот - 3,9%.

В то же время, финансовые показатели NEAZ за 4 кв. 2006 года, вышедшие в первых числах апреля, способны возродить оптимизм инвесторов. В соответствии с ними, чистая прибыль предприятия выросла на 10,5% составив 27,7 млн. долл. (746,03 млн. руб.) по сравнению с 25 млн. долл. за аналогичный период 2005 года. В первом квартале 2007 года мы ожидаем продолжение роста финансовых показателей этих компаний.

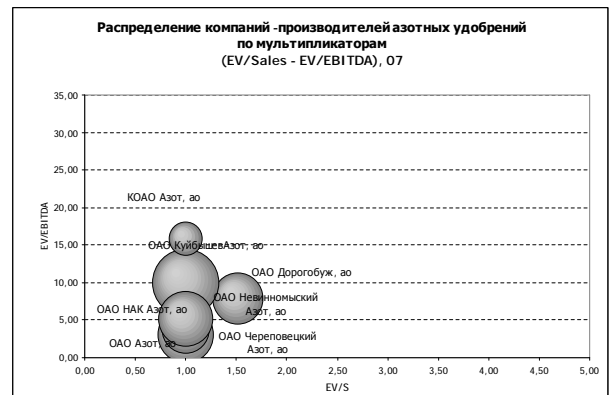
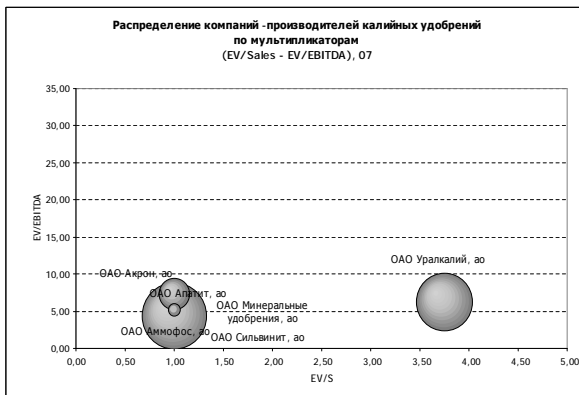
В ближайшее время рост капитализации компаний сектора мин. удобрений мы связываем, в основном, с выходом финансовой отчетности за 2006 – 1 кв. 2007 г.

Изменение цен за март 2007 г.



Источник: данные МЭРТ, ISI Securities

Наименование	Тикер	Мсрп	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07
ОАО Уралкалий, ао	urka	3 845 146	3,75	7,03	6,23	10,02
ОАО Апатит, ао	apat	1 285 040	0,90	7,57	5,15	12,14
ОАО Азот, ао	azop	249 814	0,93	3,43	3,03	4,72
ОАО Череповецкий Азот, ао	chea	618 531	1,21	4,78	4,46	8,18
ОАО Невинномыский Азот, ао	neaz	573 789	1,66	5,52	5,12	5,51
ОАО Уфаоргсинтез, ао	ufos	652 039	1,20	10,24	8,67	17,76
ОАО НАК Азот, ао	nmaz	436 668	1,08	4,35	3,81	4,50
ОАО Аммофос, ао	ammo	268 350	0,60	6,48	4,64	9,56
ОАО Акрон, ао	akrn	1 158 808	2,54	7,88	7,36	8,39
ОАО КуйбышевАзот, ао	kazt	851 636	1,33	12,36	10,00	16,46
ОАО Метафракс, ао	mefr	293 523	1,37	6,23	5,07	10,11
ОАО Сильвинит, ао	silv	4 831 100	1,96	4,79	4,32	6,49
ОАО Дорогобуж, ао	dgbz	513 193	1,52	8,48	7,89	11,86
КОАО Азот, ао	azkm	224 397	1,50	38,75	15,82	43,14
ОАО Минеральные удобрения, ао	minu	186 300	1,86	5,52	5,14	6,91
Медиана для производителей азотных удобрений			1,33	5,52	5,12	8,18
Медиана для производителей фосфатов и калийных удобрений			1,91	6,76	5,15	8,98



В апреле 2007 года мы подтверждаем инвестиционную привлекательность предприятий – производителей азотных удобрений:

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
neaz	Невинномыский Азот	288 535	464 536	433 992	14,97%	27,69%	24,28%	22,6%	1,64	1,7	2,2	32,2%
nmaz	НАК Азот	348 797	469 494	504 807	11,95%	18,78%	18,51%	20,3%	400	420	679,0	61,1%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА

В марте бумаги отрасли в целом следовали за рынком и характеризовались высокой волатильностью. Значительно подешевев по причине коррекции в начале месяца, акции телекомов привлекли внимание инвесторов и восстановились быстрее рынка.

В данный момент в отрасли наблюдается консолидация на текущих уровнях. Основной причиной этого мы считаем, справедливую оценку большинства бумаг по фундаментальным факторам. Возможности бурного краткосрочного роста в связи с недооценкой ряда компаний были практически полностью использованы в течение зимних месяцев. Отрасль стала более привлекательной для стратегических инвестиций, нежели для спекулятивного капитала. Основную поддержку котировкам телекомов в долгосрочном плане будут оказывать:

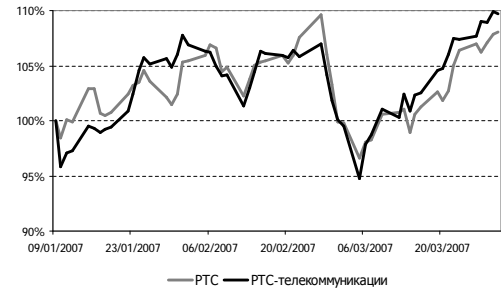
- улучшающиеся финансовые результаты деятельности компаний;
- снижение интереса инвесторов к нефтяной отрасли и поиск ими новых перспективных секторов;
- укрепление рубля, способствующее улучшению условий для компаний, ориентированных на внутренний спрос;
- дальнейшая либерализация отрасли.

Однако мы не исключаем возможности всплеска активности в акциях телекомов в ближайшем будущем. Основными катализаторами в этом случае могут, как и прежде, стать новости о приватизации Связьинвеста, либо публикации финансовых результатов компании выше ожиданий аналитиков. Мы рекомендуем внимательно следить за новостным фоном сектора телекоммуникаций в апреле, так как большинство компаний должно выпустить годовые отчеты именно в течение этого месяца.

МТС

Из объявленных результатов за 4 квартал и весь 2006 год стало ясно, что компания сумела преодолеть тенденцию понижения ARPU на основном рынке (в России): четвертый квартал традиционно характеризуется ощутимым снижением показателя, но ARPU мобильного оператора вырос с 7,8 до 8,3.

Прирост абонентской базы также весьма ощутим: несмотря на стадию насыщения, в которой находится российский рынок мобильной связи, МТС за 4 квартал увеличила число абонентов в России более чем на 1 миллион. Увеличение пользователей в Украине, в Таджикистане и в Узбекистане также немного превзошло наши ожидания.



Тикер:	MTSS
Цена обыкновенной midmarket, USD	10,050
Цена обыкновенной offer, USD	10,100
Ymin, \$	5,13
Ymax, \$	9,80
Кол-во обыкновенных	1 993 326 138
Мсар, mn. USD	20 033
Долг, mn. USD	3 075
EV, mn. USD	23 108
Индикативная стоимость обык., USD	11,08
потенциал роста/падения	9,7%
рекомендация	покупать

Это говорит о том, что компания полностью справляется с задачами, поставленными менеджментом в рамках новой стратегии: повышение доходности пользователей в России и агрессивная экспансия на новые рынки.

В связи с данными успехами мы пересмотрели прогнозы выручки компании и устанавливаем новую целевую цену для акций МТС – 11,03\$ и рекомендуем «Покупать» акции оператора.

СТС – медиа

На данный момент СТС-медиа является единственной телевизионной компанией в России, чьи акции обращаются на бирже. Бумаги компании торгуются на фондовой бирже NASDAQ с июня 2006 года.

СТС-медиа владеет двумя телеканалами: СТС и «Домашний», а также рядом телевизионных станций, которые ведут трансляцию данных каналов в регионах.

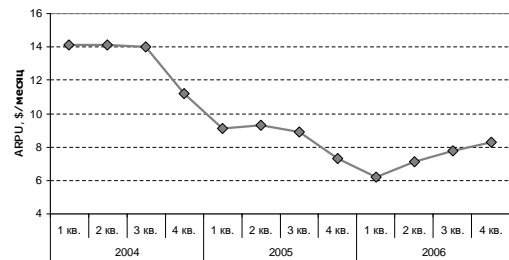
СТС — телеканал, предлагающий развлекательные программы, ориентированные на зрителей в возрасте от 6 до 54 лет. Потенциальная аудитория телеканала СТС составляет 100 миллионов человек. Телеканал «Домашний», начавший вещание в 2005 году, ориентирован на семейную аудиторию. Потенциальная аудитория телеканала «Домашний» насчитывает около 57 миллионов человек.

Компания получает более 99% своей выручки от рекламных доходов. Несмотря на отсутствие диверсификации, темпы роста выручки будут оставаться высокими: по прогнозам экспертов рекламный рынок России будет расти более чем на 15% в год вплоть до 2010 года, а доля телевизионной рекламы будет оставаться на уровне 50%-55%. Продолжая проводить активную политику расширения аудитории, СТС-медиа сможет в полной мере использовать возможности растущего рынка.

Однако у активной стратегии есть и обратная сторона: для привлечения новой аудитории и рекламодателей каналам придется постоянно расширять и пересматривать программный ряд, покупая и создавая новые развлекательные программы. Амортизация программных прав и лицензий составляет наибольшую долю операционных расходов компании, а цены на приобретаемые развлекательные продукты по мере улучшения их качества могут существенно повыситься, поэтому текущая стратегия СТС может привести к снижению рентабельности.

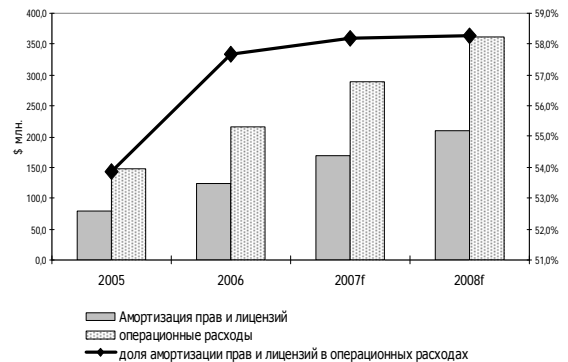
Согласно оценке, проведенной нами по методу DCF, справедливая цена акции компании составляет \$27,30, что предполагает незначительный потенциал роста относительно текущих котировок. Однако, учитывая уникальность актива для России, мы рекомендуем «Держать» акции СТС-медиа.

Динамика ARPU



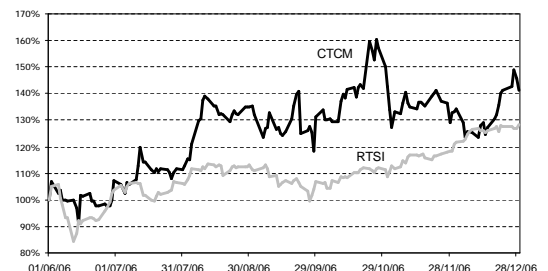
Источник: Данные компании

Тикер NASDAQ:	СТСМ
Цена обыкновенной midmarket, USD	26,22
Ymin, \$	13,89
Ymax, \$	28,66
Кол-во обыкновенных	151 506 000
Мсрп, mn. USD	3 972
Долг, mn. USD	0,20
EV, mn. USD	3 973
Справедливая стоимость обык., USD	27,30
потенциал роста/падения	4,1%
рекомендация	Держать



USD mln.	2 005	2 006	2007 E	2008 E
Sales	237	371	501	626
EBIT	90	154	211	265
EBIT margin	38,0%	41,6%	42,2%	42,3%
OIBDA*	104	174	232	292
OIBDA margin	43,9%	46,9%	46,4%	46,7%
Net income	57	106	150	191
Net margin	24,2%	28,7%	29,9%	30,6%

*Показатель OIBDA рассчитан без учета амортизации прав и лицензий

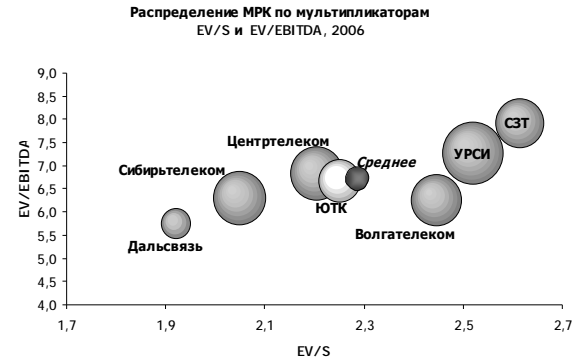


Источник: данные компании, РТС, расчеты East Capital

Фиксированная связь

За март большинство компаний фиксированной связи отыграли имеющийся у них потенциал роста стоимости относительно мировых аналогов. Наиболее недооцененными остались бумаги Дальсвязи и Сибирьтелекома, по которым мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» на апрель. Также, мы пересмотрели нашу оценку акций СЗТ в сторону повышения в силу высоких финансовых результатов за 2006 год.

Несмотря на сохранение неопределенности вокруг долговой политики ЮТК, бумаги компании в последние дни марта начали дорожать. Возможно, котировки подтолкнула скупка бумаг компании стратегическим инвестором.



Источник: данные компании, PTC, расчеты East Capital

	Тикер	offer	MCap offer	EV	EV/S 05	EV/S 06	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	P/E 05	P/E 06	Fair value	Upside from offer
Центртелеком	ESMO	0,91	1752	2443	2,4	2,2	9,7	7,0	-	73,0	0,84	-7,9%
	ESMOP	0,60									0,63	4,8%
Северо-западный телеком	SPTL	1,74	1843	2117	2,9	2,6	11,0	8,0	37,1	17,0	1,84	5,5%
	SPTLP	1,24									1,38	11,0%
Волгателеком	NNSI	6,20	1878	2182	2,6	2,5	7,6	6,3	20,5	16,1	6,23	0,4%
	NNSIP	4,31									4,48	4,0%
Южный телеком	KUBN	0,21	767	1502	2,3	2,3	8,6	6,7	-	25,9	0,22	6,9%
	KUBNP	0,15									0,18	19,8%
Уралсвязьинформ	URSI	0,07	2552	3308	3,1	2,5	9,1	7,4	31,9	31,9	0,05	-21,3%
	URSIP	0,05									0,04	-11,5%
Сибирьтелеком	ENCO	0,13	1911	2454	2,5	2,1	10,4	6,4	33,6	15,7	0,15	16,4%
	ENCOP	0,09									0,11	13,6%
Дальсвязь	ESPK	4,60	594	783	2,1	2,0	9,3	5,9	27,6	17,0	6,02	30,8%
	ESPKP	4,94									6,32	27,9%
МГТС	MGTS	29,00	2722	2782	4,4	3,5	10,4	8,4	16,9	13,2	32,18	11,0%
	MGTSP	25,50									28,96	13,6%
Ростелеком	RTKM	8,70	7190	6893	4,8	3,0	15,7	16,2	40,6	26,0	6,07	-30,2%
	RTKMP	3,50									3,95	12,8%
Комстар - ОТС	CMST	8,90	3720	3778	4,2	3,4	10,6	8,5	35,6	19,0	8,64	-2,9%
Ситроникс	SITR	0,21	1639	1778	1,9	1,3	11,5	11,1	25,4	29,2	0,27	29,7%
МТС	MTSS	10,10	20133	22833	4,6	3,8	9,0	7,5	20,3	19,0	11,08	9,7%
Вымпелком (NYSE)	VIP	96,00	19692	21430	6,7	4,8	13,6	9,1	34,8	25,8	103,37	7,7%
СТС - медиа (NASDAQ)	CTCM	26,22	3972	3973	16,8	10,7	38,2	22,8	69,3	37,3	27,30	4,1%

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Информация о сроках и параметрах размещения Внешторгбанка России вызвала настоящее банковское ралли на российском рынке. Объявление сроков проведения IPO ВТБ практически совпало с объявлением об итогах дополнительной эмиссии Сбербанка, что позволило участникам оценить стоимость акций SBER после SPO.

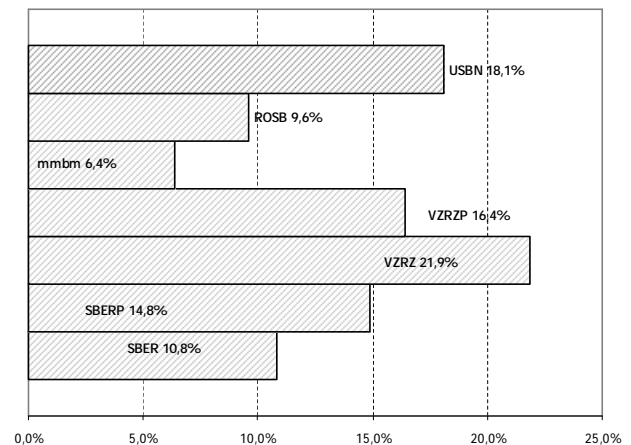
В фаворитах рынка оказались также бумаги банка «Возрождения», доходность которого вполне сравнима с доходностью Сбербанка.

Рост банка Москвы для нас остается загадкой – мы достаточно консервативно смотрим на этот банк.

В апреле мы обновили наши целевые цены по банковской отрасли. Так, нашим фаворитом по-прежнему остается Сбербанк, целевая цена которого была изменена с 3 765 до 4 240 долларов за акцию. Рекомендация «Покупать». Изменения в методике оценки немного скорректировали справедливую стоимость Банка «Возрождение»: с 69.69 долл. за акцию до 66.75 долл. за обыкновенную и 46.07 долл. за привилегированную акцию. В связи со значительным ростом цены мы меняем рекомендацию с «Покупать» на «Держать».

Аутсайдерами, в рамках нашей оценки, остались банки «Уралсиб», банк Москвы и Росбанк. Рентабельность собственного капитала, а также не вполне понятная для нас стратегия развития этих банков не позволяют нам пока рекомендовать эти банки для покупки.

Динамика котировок банковского сектора март- апрель 2007 года



В первые две недели апреля поступала достаточно неоднозначная информация о параметрах размещения Внешторгбанка. Тем не менее, исходя из тех цифр, которые были приведены руководством Внешторгбанка, мы полагаем, что объем IPO в 4 млрд. долларов вполне достигим.

Исходя из текущего капитала Внешторгбанка (до IPO), мы оцениваем его стоимость в диапазоне 22-31 млрд. долларов.

В случае успешного размещения дополнительной эмиссии среди населения и проведения IPO на западных площадках, индикативная оценка стоимости банка может составить от **34 млрд. до 48 млрд.** долларов.

	Mcap last, \$ mn	BV 06 E	BV 07 E	Net Inc 06 E	Net Inc 07 E	ROAE 06, %	ROAE 07, %	P/BV 06 E	P/BV 07 E	P/E 06 E	P/E 07 E	Fair value	Upside from offer	Recom
SBER	83 919	11 702	24 957	3 286	4 790	33.3%	26.1%	7.4	3.5	26.5	18.2	4240.20	8.44%	Держать
SBERP												56.57	-12.16%	Продавать
VZRZ	1 505	229	454	29	54	14.4%	15.9%	6.8	3.4	52.8	28.7	66.75	4.70%	Держать
VZRZP												46.07	4.70%	Держать
mmbm	7 995	1 076	1 616	211	279	22.3%	20.7%	7.4	4.9	37.8	28.7	44.60	-31.38%	Продавать
ROSB	4 733	979	1 376	129	159	14.5%	13.5%	4.8	3.440	36.7	29.7	5.29	-23.40%	Продавать
USBN	7 657	1 657	1 853	207	237	13.3%	13.5%	4.6	4.1	37.0	32.4	0.02	-43.16%	Продавать

Сбербанк (RTS: SBER)

Основным событием марта стало окончательное подведение итогов доэмиссии, размещение которой прошло с 22 февраля по 24 марта.

Сбербанку удалось разместить 2 млн. 586 тыс. 948 акций или 73,9% от общего объема выпуска. По цене размещения - 89 тыс. руб. за акцию (3 400 долл.) - банк привлек 230 млрд. 238 млн. руб. или 8,8 млрд. долларов. ФБ ММВБ планирует со 2 апреля 2007 года начать торги дополнительным выпуском акций Сбербанка.

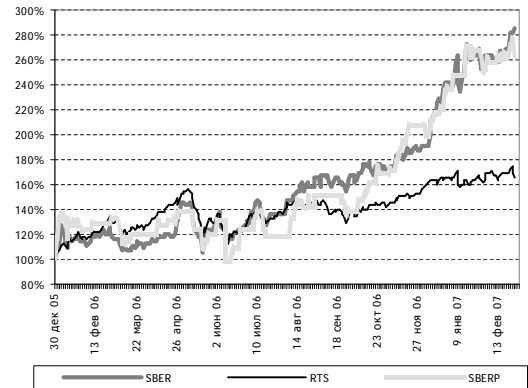
Сбербанк вынесет на собрание акционеров в этом году вопрос о дроблении номинала обыкновенных акций. Процедура дробления пройдет в конце 2007 года – начале 2008 года. Мы полагаем, что дробление номинала существенно увеличит ликвидность акций банка.

Мы заново оценили стоимость Сбербанка, на этот раз с использованием модели экономической прибыли EVA. При этом мы предполагаем, что ROE банка будет постепенно снижаться с текущего уровня 40.93% до 19.2% в 2013 году.

Кроме того, мы полагаем, что Сбербанк должен торговаться близко к мультипликатору P/BV стран BRIC, который на данный момент составляет X 3.73. Поэтому в качестве второго метода оценки справедливой стоимости мы избрали именно сравнительный подход.

EVA		
справедливая стоимость обыкн., \$	\$	4 297.3
справедливая стоимость прив., \$	\$	57.3
сравнительный подход		
справедливая стоимость обыкн., \$	\$	4 183.1
справедливая стоимость прив. \$	\$	55.8
среднее значение		
справедливая стоимость обыкн., \$	\$	4 240.2
справедливая стоимость прив. \$	\$	56.6

На основании проведенной оценки мы меняем рекомендацию на акции Сбербанка с «Держать» на «Покупать», а целевой уровень по обыкновенным акциям на конец 2007 года с 3 765,6 долл. на 4 240 долл., что предполагает потенциал роста в 16%.

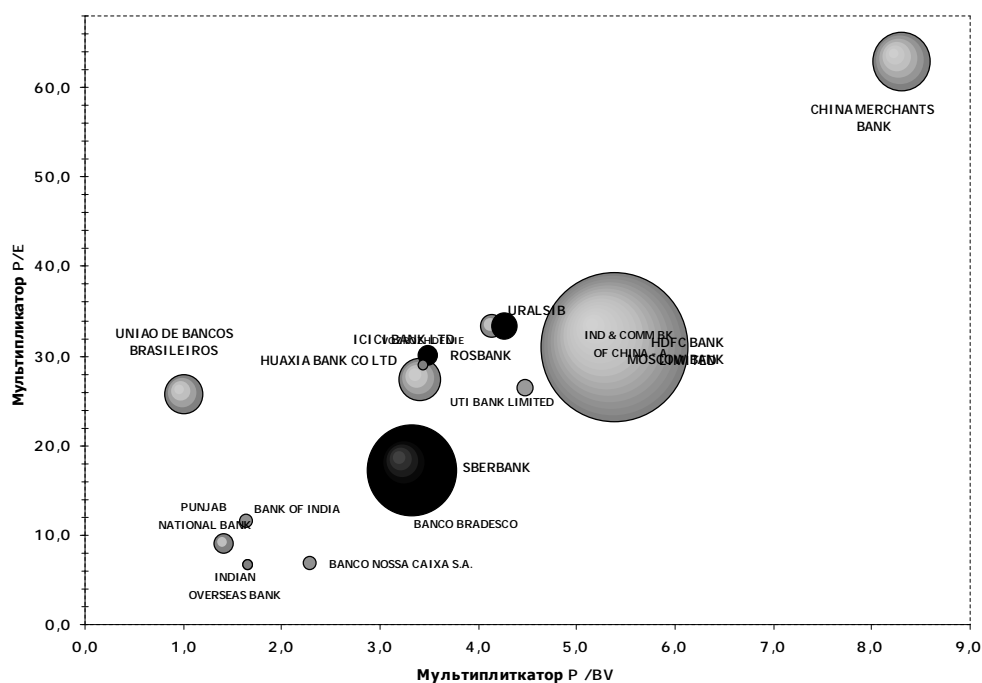


Тикер	SBER
Тикер	SBERP
Цена, обыкн.	3910
Цена, преф.	64.4
прив./обыкн.	1.33%
Year max	3810
Year min	1370
Кол-во обыкн. млн. шт	22
Кол-во прив., млн. шт	50
Мсар, млн. \$	87625.0
DPS обыкн. \$	11.7
DPS преф. \$	0.3
Справедливая стоимость обыкн. \$	4240.20
Справедливая стоимость привилегированных \$	56.57
Потенциал роста	8.44%

Сравнение российских банков с банками BRIC:

Наименование	Country	Assets, \$ mln	P/BV-07	P/E-07	Мcap, \$ mln
BANCO ITAU HOLDING FIN	BRAZIL	70 690	3.73	20.41	41 744
UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS	BRAZIL	42 922	4.54	25.73	16 410
BANCO BRADESCO SA	BRAZIL	97 538	3.33	16.31	41 313
BANCO DO BRASIL SA	BRAZIL	118 241	2.69	9.24	26 520
HDFC BANK LIMITED	INDIA	16 633	5.63	33.90	7 642
ICICI BANK LTD	INDIA	62 651	3.40	27.42	19 602
UTI BANK LIMITED	INDIA	11 239	4.47	26.54	3 266
PUNJAB NATIONAL BANK	INDIA	33 520	1.41	9.10	3 629
BANK OF INDIA	INDIA	25 406	1.64	11.64	2 157
INDIAN OVERSEAS BANK	INDIA	13 414	1.66	6.75	1 439
HUAXIA BANK CO LTD-A	CHINA	45 780	4.13	33.40	5 982
IND & COMM BK OF CHINA - A	CHINA	829 091	5.39	30.92	219 973
SHANGHAI PUDONG DEVEL BANK-A	CHINA	73 651	5.30	35.34	15 206
Медиана			3.73	25.73	
SBERBANK	RUSSIA	87 314	3.32	17.29	82 810
ROSBANK	RUSSIA	7 664	3.48	30.06	4 787
URALSIB	RUSSIA	8 337	4.26	33.36	7 892
VOZROZHDENIE	RUSSIA	1 706	3.43	28.93	1 570
MOSCOW BANK	RUSSIA	8 539	5.25	30.06	8 483

Сравнение банков из развивающихся стран по мультипликаторам P/BV, P/E



Источник: Bloomberg, RTS, расчеты ИК «Ист Кэпитал»

* - размер окружности соответствует капитализации банка

СЕКТОР РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

В марте акции потребительского сектора продолжили рост на фоне достаточно слабой динамики других секторов. Отчасти, опережающий рост акций потребительского сектора был вызван опубликованными финансовыми результатами компаний за 2006 год.

В секторе достаточно уверенно росли акции Магнита – (MGNT +11.7%). Лидером роста сектора стали акции Аптечной сети 36.6 (АРТК +14.1%), катализатором роста которых стала опубликованная отчетность за 2006 год.

Аптечная сеть 36.6 : рост выше рынка

Консолидированные продажи «Аптечной сети 36,6» выросли в 2006 г на 72% до 525 млн. долл. Продажи в аптечном сегменте составили 385 млн. долл. (+89.5%). Продажи в сегменте медицинских услуг составили 21 млн. долл. Средний чек в аптеках сети, работающих более года, вырос на 34% и составил 7,9 долл. ; в аптеках Москвы средний чек вырос на 28% до 10,2 долл., в региональных аптеках рост данного показателя составил 51% до 4,8 долл. Рост продаж в аптеках сети, открытых или приобретенных до 1 января 2005 г, составил 25,5%.

В 2006 году компания приобрела 18 аптечных сетей, объединяющих 352 аптеки. Оборот приобретенных аптечных сетей по итогам 2006 года составил 183 млн. долл. В течение 2006 г. были открыты 75 аптек, ребрендингу подверглись 50 аптек.

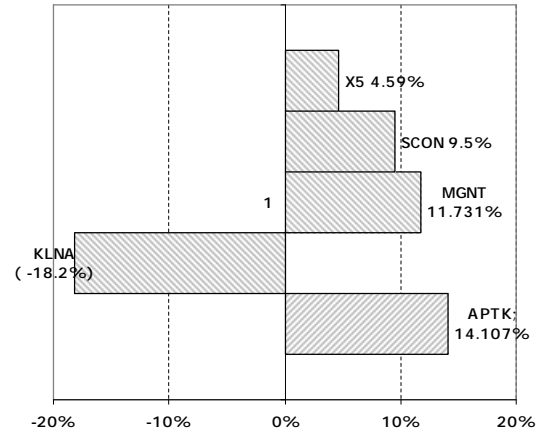
Если сравнить эти цифры с данными по отрасли, то, на наш взгляд, Аптеки 36.6 пока обгоняют среднеотраслевые показатели. Так, по данным компании «Ремедиум», российский аптечный рынок вырос в 2006 году на 28 % - до 5 млрд. долл. в оптовых ценах и до 6,6 млрд. долл. в розничных ценах. Потребление лекарств через аптечную сеть на душу населения составило в розничных ценах 46 долл.

Седьмой континент...

Чистая прибыль ОАО «Седьмой Континент» (SCON) в 2006 г. увеличилась на 43.5% и составила 67.6 млн. долл., что немного меньше нашего прогноза в 68.4 млн. долл. EBITDA по итогам 2006 года составила 103.9 млн.

Выручка SCON по итогам 2006 года составила 957.7 млн. долл. (прогноз 975 млн.), что превышает результаты 2005 г. на 34.4%. На конец 2006 г. сеть магазинов компании насчитывает 123 магазина, включая 118 супермаркетов и 5 гипермаркетов. Таким образом, фактические финансовые результаты оказались лишь немного ниже наших прогнозов. Мы сохраняем рекомендацию «Покупать» по акциям «Седьмого континента». Индикативная стоимость 32.2 долл. за акцию.

Динамика акций потребительского сектора
апр.-март 2007 г.



Тикер:	SCON
Цена midmarket, USD	29.0
Цена offer, USD	30.0
Ymin, \$	16
Ymax, \$	28.05
Кол-во акций, тыс.шт.	75000
Мсар, тыс. USD	2 250 000.0
Долг, тыс. USD	-151.9
EV, тыс. USD	2 249 828.4
Справедливая стоимость, обык. акции USD	32.3
Потенциал роста/падения	8%

В течение 2006 года «Седьмой Континент» открыл 4 новых гипермаркета под брендами «Наш гипермаркет» (г. Москва, Санкт-Петербург, Рязань) и «Простор» (г. Минск, Белоруссия). Общая торговая площадь гипермаркетов компании на конец 2006 г. составила 24.3 тыс. кв. м и увеличилась по сравнению с 2005 годом на 366%. В 2006 г. количество покупателей в магазинах компании увеличилось на 34% по сравнению с 2005 г. и составило 91 млн человек.

По итогам года совет директоров «Седьмого континента» рекомендовал годовому собранию акционеров выплатить дивиденды за 2006 год из расчета 5 руб. на акцию. Собрание акционеров состоится 27 мая, дата закрытия реестра - 9 апреля.

Магнит: рост чистой прибыли в 9.5 раз.....

Чистая прибыль ОАО «Магнит» по РСБУ в 2006 году составила 23.074 млн. руб., что в 9.5 раз превысило показатели 2005 года.

В соответствии с аудированной отчетностью «Магнита» по МСФО, выручка в 2005 году составила 1.5 млрд. долл., EBITDA - 78 млн. Чистая выручка компании, по предварительным данным, в 2006 году выросла на 58.76% до уровня 2.504 млрд. долл. Наш прогноз выручки 2. 442 млрд. Индикативная цена по акциям «Магнита» составляет 42 долл.

Разочарование Калины.....

В марте производитель парфюмерно-косметической продукции - концерн «Калина» – объявил аудированные финансовые результаты за 2006 год по МФСО.

Выручка составила 344 150 тыс. долл., что на 19.4% выше, чем в 2005 году. Валовая прибыль составила 154 879 тыс. против 134 860 тыс. долл. (рост на 14,8%). EBITVA снизилась за 2006 г. на 1,4% - с 38 521 тыс. до 37 983 тыс. долл.

В свою очередь, чистая прибыль снизилась на 34,9% - с 23 662 тыс. в 2005 году до 15 374 тыс. долл. в 2006 году. Снижение прибыли произошло за счет немецкого подразделения компании Dr. Scheller Cosmetics AG.

Сейчас наша индикативная цена составляет 47 долл. Возможно, мы пересмотрим индикативную стоимость в сторону понижения в следующем месяце.

Тикер:	MGNT
Цена midmarket, USD	43.6
Цена offer, USD	44.0
Кол-во акций, млн. шт.	65
Мсар, млн. USD	2 857.7
Долг, тыс. USD	79.5
EV, тыс. USD	2 937.1
Справедливая стоимость, обык. акции USD	42.0
Потенциал роста/падения	-5%

Тикер:	KLNA
Цена midmarket, USD	39.2
Цена offer, USD	39.400
Кол-во акций, млн. шт.	10
Мсар, млн. USD	384.2
Долг, тыс. USD	85.1
EV, тыс. USD	469.4
Индикативная стоимость, обык. акции USD	47.0
Потенциал роста/падения	19%

Тикер	Наименование компаний	Midmarket	Мсар	Fair value	Upside from offer
APTK	Аптечная сеть 36,6, ао	69	552		
KLNA	Концерн КАЛИНА, ао	39.20	382	47	19.3%
MGNT	ОАО Магнит, ао	44	2830	42	-4.5%
SCON	ОАО Седьмой Континент, ао	29	2177	32	7.7%

© Ист Кэпитал, 2006 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью Ист Кэпитал.

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

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Ист Кэпитал 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 Кэпитал 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 Кэпитал может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Ист Кэпитал 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) 792-5957

Факс: (495) 792-5119

Email: info@eastcapital.ru

Департамент аналитических исследований

Фетисов Александр

тел.: (495) 792-5957 доб. 2292

e-mail: AFetisov@eastcapital.ru

Лысенко Андрей

тел.: (495) 792-5957 доб. 2298

e-mail: ALysenko@eastcapital.ru

Гладкова Марина

тел.: (495) 792-5957 доб. 2249

e-mail: MGladkova@eastcapital.ru

Проценко Александр

тел.: (495) 792-5957 доб. 2268

e-mail: AProtsenko@eastcapital.ru

Департамент продаж

Head of Equity Sales

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

NPermyakov@eastcapital.ru

Nick Asheshov

тел.: +7(495) 792-5957 доб. 22-83

NAsheshov@eastcapital.ru

Head of Domestic Sales

Кабанов Максим

тел.: +7(495) 792-5957 доб. 22-85

моб: +7(910) 470-6276

email: mkabanov@eastcapital.ru

Департамент брокерского обслуживания

Буренин Роман

тел.: (495) 792-5957 доб. 2291

e-mail: RBurenin@eastcapital.ru

Гаврилова Наталья

тел.: (495) 792-5957 доб. 2278

e-mail: NGavrilova@eastcapital.ru

Департамент управления активами

Дерябин Павел

тел.: (495) 792-5957 доб. 2281

e-mail: PDeryabin@eastcapital.ru