



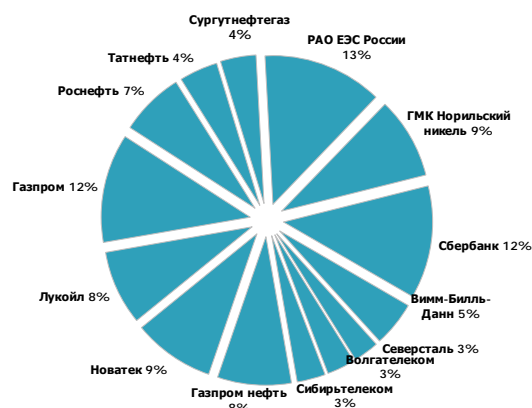
Стратегия по рынку акций февраль 2008

Основные тенденции рынка :

- Ø Падение акций большинства российских нефтегазовых компаний в январе стало, в большей степени, последствием глобального кризиса на мировых рынках, при этом фундаментальная привлекательность активов осталась неизменной. Сейчас уникальный ресурсный потенциал российских компаний, перспективы роста и их текущая недооценка делает бумаги нефтегазового сектора крайне привлекательными как для стратегического, так и для спекулятивного инвестирования.
- Ø Несмотря на падение котировок PAO EЭС, мы уверены, что опасения инвесторов не совсем оправданы. В настоящее время акции компании торгуются с колоссальным дисконтом к агрегированной стоимости активов PAO, и это предоставляет инвесторам хорошую возможность для дешевого участия в реорганизационной энергохолдинга. Мы полагаем, что инвестиционная привлекательность акций PAO EЭС будет раскрываться по мере приближения даты реорганизации энергохолдинга, когда будет очевидна выгода от покупки акций энергохолдинга по сравнению с инвестированием в отдельные сегменты (генерация, сети, сбыт и т.д.).
- Ø За прошедший месяц индекс РТС - потребительские товары потерял чуть более пяти процентов, в то время как падение индекса РТС превысило 10-ти процентный рубеж. Это свидетельствует о меньшей корреляции предприятий потребительского сектора с мировой финансовой системой и подчеркивает необходимость присутствия бумаг компаний в портфеле в качестве защитных. По отношению к данному сектору мы склоняемся к избирательному инвестиционному подходу – покупка бумаг наиболее ликвидных компаний.
- Ø Начало года ознаменовалось довольно резким ростом котировок на акции черной металлургии, что позволяло нам рекомендовать для покупки только некоторые компании. Тем не менее, на фоне снижения котировок в январе большинство компаний вновь вошли в зону привлекательности. В целом позитивные операционные результаты металлургических компаний в 4 квартале 2007 года позволяют нам надеяться, что финансовые показатели за год не только будут соответствовать, но и превысят ожидания рынка.

Модельный портфель ликвидных акций

- ожидаемая доходность: 31,7%
- динамика с начала года: -17%
- динамика индекса РТС с начала года: -17%



Капитализация по отраслям, янв. 2008 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Изменение Мсар с начала года, %	Доля в общем Мсар, %
Нефть и газ	591 243	-14,2%	46,5%
газ	318 258	-11,1%	25,0%
нефть-добыча	264 130	-17,3%	20,8%
нефть-переработка	4 423	-32,1%	0,3%
нефть-продажа	900	-0,8%	0,1%
нефть-транспорт	2 581	-16,6%	0,2%
нефть-сервис	950	-2,3%	0,1%
Банковский сектор	135 093	-13,8%	10,6%
Электроэнергетика	136 628	-11,6%	10,8%
энергетика-генерация	37 074	-10,3%	2,9%
энергетика-сбыт	986	30,9%	0,1%
энергетика-сеть	7 480	1,8%	0,6%
Энергетика	91 087	-13,4%	7,2%
Металлургия и добывающая пром.	157 669	-10,2%	12,4%
металлургия	63 753	-15,2%	5,0%
трубопрокатная индустрия	16 254	-11,6%	1,3%
цветная металлургия	52 844	-9,5%	4,2%
горнорудная промышленность	9 406	-4,2%	0,7%
Уголь	15 411	10,6%	1,2%
Телеком	77 904	-11,7%	6,1%
Потребительский сектор	23 921	-2,5%	1,9%
пиво	7 373	-10,2%	0,6%
пищевая промышленность	9 328	6,0%	0,7%
потребительские товары	7 220	-4,2%	0,6%
Химия и нефтехимия	43 456	2,6%	3,4%
химическая промышленность	10 090	-2,8%	0,8%
производство удобрений	33 367	4,4%	2,6%
Машиностроение и электроника	27 546	-5,9%	2,2%
Транспорт	13 892	-6,0%	1,1%
транспорт	9 627	-2,5%	0,8%
порт	4 265	-13,0%	0,3%
Недвижимость	16 171	-8,0%	1,3%
Строительство	11 556	7,3%	0,9%
Прочее	35 491	-1,8%	2,8%

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Календарь выхода важнейших макроэкономических данных</i>	Стр. 8
<i>Сырьевые рынки</i>	Стр. 9-10
<i>Макроэкономика</i>	Стр. 11
<i>Нефтегазовый сектор</i>	Стр. 12-18
<i>Химия и нефтехимия</i>	Стр. 19-20
<i>Металлургия</i>	Стр. 21-23
<i>Добывающая промышленность</i>	Стр. 24-25
<i>Потребительский сектор</i>	Стр. 26-30
<i>Электроэнергетика</i>	Стр. 31-35

СИТУАЦИЯ НА РЫНКЕ И ОСНОВНЫЕ ИДЕИ

Январь начался на российском рынке с роста котировок и очередной волной оптимизма. При этом, российский рынок полностью игнорировал снижение американских фондовых площадок на фоне разрастания ипотечного кризиса.

Игнорирование продолжалось почти неделю с результате чего индекс РТС достиг свое максимального дневного значения в 2 339 пунктов, немного недобрав до исторического дневного максимума 2360. За безудержный рост начала года российскому рынку пришлось довольно жестко расплачиваться. Критическая ситуация на финансовых площадках США достигла кульминационной точки и эта точка пришлась как раз на праздничный день.

Мы полагаем, что можно сколько угодно критиковать политику ФРС на предмет того, что все это время Комитет по открытым рынкам играл роль «догоняющего» и замедленно реагировал на события, а также неправильно расставлял приоритеты, сдерживая инфляцию. Однако, снизив ставку с 4,25% до 3,5% (на 0,75 пп), 22 января он все таки предотвратил сильное одностороннее снижение американских фондовых площадок. В принципе, по своей сути, ситуация ничем не отличалась от кризиса 1985 года, когда американские индексы потеряли в один день 30% стоимости в результате кризиса на рынках «бросовых облигаций». Да, конечно, мы наблюдали чуть ли не панику, серьезную волну распродаж, однако все же ситуация укладывалась пусть в глубокую, но все же коррекцию.

По итогам месяца индекс РТС потерял почти 17%, а с максимума 18,5% и Россия не стала «тихой гаванью». Почему продавали? Скорее риторический вопрос. Продавали все, в том числе и российский активы.

Но что произошло, то произошло и, возможно, именно поэтому мы любим фондовый рынок со всеми его взлетами и падениями.

Что нас ждет впереди?

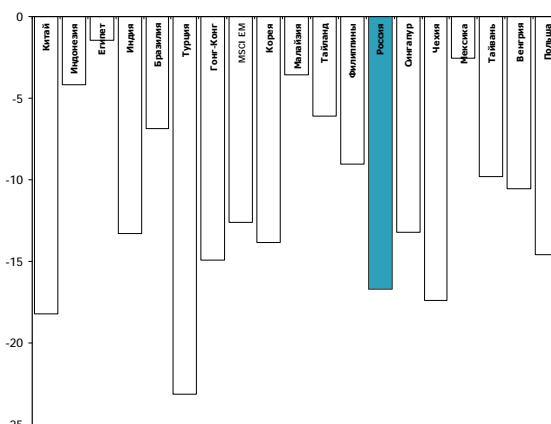
Впереди нас ждет довольно продолжительное восстановление. В результате январской коррекции мультипликатор P/E России, который в конце декабря прошлого года составлял 13,46 снизился до уровня 11,06, что является самым низким значением среди рассматриваемых нами развивающихся стран и существенно повысило привлекательность инвестиций в российские фондовые активы. Мы полагаем, что февраль станет для российского рынка месяцем покупок, тем более что впереди нас ожидает долгожданное «президентское ралли».

Динамика индекса РТС

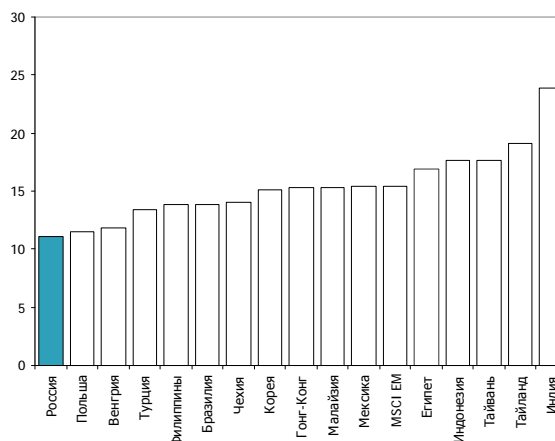


Источник: данные Bloomberg

Динамика индексов развивающихся стран с начала 2008 г.



Средние мультипликаторы P/E по развивающимся странам



Источник: данные Bloomberg

Глобальный кризис на фондовом рынке и снижение нефтяных котировок более чем на 10%, привели к значительной коррекции в бумагах российского нефтегазового сектора. Тем не менее, фундаментальная оценка компаний осталась без изменений, а низкие котировки дали хороший шанс для входа в рынок. На февраль мы подтверждаем инвестиционную привлекательность **ЛУКОЙЛа** (LKOH, целевая цена на ближайшие 12 месяцев 115,8 **долл.**), **ТНК-ВР** (TNBP, целевая цена 3,1 **долл.**), **Роснефти** (ROSN, целевая цена 12,22 **долл.**), **Сургутнефтегаза** (SNGS, целевая цена 1,7 **долл.**, SNGSP, целевая цена 0,9 **долл.**) Мы рекомендуем **Покупать** бумаги этих компаний.

В секторе сбытовых компаний и нефтепереработки стоит обратить внимание на бумаги **Хабаровского НПЗ** (HNPZ) и **Хабаровскнефтепродукта** (HANP). Завершение слияния НК Альянс (основного акционера предприятий) со шведским добывающим холдингом West Siberian Resources станет основным драйвером роста в акциях этих предприятий в феврале. Бумаги **Московского НПЗ** (MNPZ), после снижения за последний месяц более чем на 10%, также представляют собой хороший объект для инвестирования. Перемирие между основными акционерами НПЗ и возобновление модернизации предприятия снимает значительную часть корпоративных рисков с данного актива. Мы рекомендуем к **Покупке** бумаги Московского НПЗ, подтверждая целевую цену на обыкновенные и привилегированные акции завода на уровне 162,3 **долл.** и 81,15 **долл.** соответственно.

В электроэнергетике мы полагаем, что в феврале внимание инвесторов будет отвлечено от **ТГК-4** (TGKD) в связи с переносом срока продления оферты до 25 марта. Наша целевая цена по бумагам компании остается без изменений 0,00112 **долл.**, мы рекомендуем **Продавать** акции этой компании. В сегменте ТеплоОГК, мы полагаем, что наибольший интерес представляют акции **ОГК-1** (ОГКА). Это единственная ОГК которая не провела еще допэмиссию, поэтому ожидания инвесторов относительно предстоящей оферты могут послужить хорошей поддержкой ее котировкам. Мы рекомендуем покупать акции ОГК-1 с целевой ценой на конец 2008 года 0,1418 **долл.** Мы полагаем, что акции компаний **ОГК-2** (ОГКВ) и **ОГК-6** (ОГКФ) в краткосрочной перспективе не раскроют свой потенциал, при этом, мы считаем, что бумаги этих эмитентов в наибольшей степени подходят для долгосрочного инвестирования. Наша рекомендация **Покупать** по бумагам этих компаний остается неизменной с целевой ценой 0,184 **долл.** для ОГК-2 и 0,1647 **долл.** для ОГК-6.

В настоящее время совокупная капитализация магистральных сетевых компаний составляет 4% от капитализации всей электроэнергетики. Мы полагаем, что сегодня уровень цен по бумагам магистральных сетевых компаний предоставляет инвесторам неплохую возможность для входа в состав акционеров ФСК и рекомендуем обратить внимание на акции МСК. По нашим оценкам наилучшими компаниями для входа при текущих котировках являются: привилегированные акции **Тверских магистральных сетей** (TVMSP), **Воронежской магистральной сетевой компании** (VRMSP), **Челябинских магистральных электрических сетей** (CLMSP) и обыкновенные акции **Архангельской магистральной сетевой компании** (ARMS).

Мы считаем, что в настоящий момент в силу коррекционных явлений акции большинства компаний потребительского сектора выглядят привлекательными для покупки. Однако в сложившейся ситуации мы отдаем предпочтение наиболее ликвидным компаниям с четкой стратегией развития и наиболее низкими рисками. В секторе российской розничной торговли мы рекомендуем к покупке акции **X5 Retail Group** (FIVE LI) с целевой ценой ближайшие 12 месяцев 42,42 **долл.** и акции **Магнита** (MGNT; 62 **долл.**). Среди компаний пищевой промышленности мы видим наибольшие перспективы роста в акциях **Вимм-Билль-Данна** (WBDF; **целевая цена 119,45 долл.**) и **Лебедянского** (LEKZ; 115,75 **долл.**). Среди фармацевтических компаний, с нашей точки зрения, наибольшим потенциалом обладает компания **Верофарм** (**целевая цена 69,52 долл.**)

Начало года ознаменовалось довольно резким ростом котировок на акции черной металлургии, что позволяло нам рекомендовать для покупки только некоторые компании. Тем не менее, на фоне снижения котировок в январе большинство компаний вновь вошли в зону привлекательности.

В целом позитивные операционные результаты металлургических компаний в 4 квартале 2007 года позволяют нам надеяться, что финансовые показатели за год не только будут соответствовать, но и превысят ожидания рынка.

Мы повысили рекомендации для трех компаний металлургического сектора – **НЛМК, Северстали и ММК** с **Держать** на **Покупать**, учитывая увеличение их потенциала роста к уровню целевых цен.

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, ЯНВАРЬ 2008

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Нефть и газ добыча			
ОАО Газпром нефть	SIBN	8,1	47,3%
ОАО Новатэк	NVTK	10,0	42,3%
ОАО Башнефть	BANE	20,0	34,2%
ОАО Башнефть, ап	BANEP	13,7	37,0%
ОАО Лукойл	LKOH	115,8	61,3%
ОАО Газпром	GAZP	19,24	51,4%
ОАО ТНК-ВР	TNBP	3,1	84,0%
ОАО Роснефть	ROSN	12,2	62,7%
ОАО Татнефть	TATN	8,9	71,5%
ОАО Татнефть, ап	TATNP	4,9	64,7%
ОАО Сургутнефтегаз	SNGS	1,7	70,9%
ОАО Сургутнефтегаз	SNGSP	0,9	58,4%
ОАО Варьеганнефтегаз	VJGZ	50,2	24,7%
ОАО Варьеганнефтегаз, ап	VJGZP	46,4	31,5%
Сектор: Нефть переработка			
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,26	-13,1%
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,64	-16,6%
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	162,30	58,3%
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	81,15	38,7%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	1,37	21,7%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,65	28,4%
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	2,21	14,9%
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,13	18,8%
Сектор: Нефть дистрибуция			
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	120,08	45,5%
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	60,04	62,3%
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	17,0	39,1%
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	12,4	40,2%
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	74,50	45,5%
ОАО Оренбургнефтепродукт,ап	ORNEP	-	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	54,70	8,9%
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	35,77	0,2%
ОАО Свердловскнефтепродукт,ао	SVNF	527,03	-15,1%
ОАО Свердловскнефтепродукт,ап	SVNFP	266,18	-12,9%
Сектор: Газ дистрибуция			
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	5,29	32,3%
ОАО Саратовгаз	SGAZ	165,00	65,0%
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	290,50	7,6%
ОАО Кастромаоблгаз	KOOG	429,99	17,0%
ОАО Брянскоблгаз	BROG	608,07	49,0%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2008 г.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Металлургия			
ОАО НЛМК	NLMK	пересмотр	пересмотр
ОАО Северсталь	CHMF	24,19	12,8%
ОАО ММК	MAGN	1,46	38,7%
ОАО Евраз	EVR LI	65,68	-8,8%
Сектор: Добывающая промышленность (добыча угля)			
ОАО Алтай-Кокс	AKKS	0,73	47,5%
ОАО Угольная компания Кузбассразрезуголь, ао	KZRU	0,51	-15,4%
ОАО Белон, ао	BLNG	99,2	7,0%
ОАО Распадская	RASP	7,1	18,4%
Сектор: Химия и нефтехимия (нефтехимия и производители удобрений)			
ОАО Уралкалий	URKA	4,50	-36,2%
ОАО Апатит, ао	APAT	243,2	-33,4%
ОАО Апатит, ап	APATP	144,9	-20,2%
ОАО Азот, ао	AZOP	971,2	9,4%
ОАО Череповецкий азот, ао	CHEA	85,6	90,1%
ОАО Череповецкий азот, ап	CHEAP	42,8	31,4%
ОАО Невинномыский азот, ао	NEAZ	2,26	50,1%
ОАО Аммофос	AMMO	132,2	-0,2%
ОАО Сильвинит, ао	SILV	642,1	-36,1%
ОАО Сильвинит, ап	SILVP	407,2	-37,2%
ОАО Азот (Кемерово)	AZKM	39,4	-7,3%
Сектор: Банки			
ОАО Сбербанк, ао	SBER	4,99	29,27%
ОАО Банк Возрождение, ао	VZRZ	62,57	-8,26%
ОАО Банк Москвы, ао	MMBM	43,07	-13,95%
ОАО Росбанк, ао	ROSB	6,67	-11,07%
ОАО ВТБ, ао	USBN	0,0048	9,09%
Сектор: Потребительский сектор			
ОАО Магнит	MGNT	62,01	29,7%
ОАО Седьмой Континент	SCON	34,43	33,7%
Группа X5	FIVE	42,49	29,9%
Группа Дикси	DIXY	18,91	27,3%
Аптечная сеть 36,6	APTK	85,25	39,2%
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	52,20	60,6%
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	68,15	23,9%
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	119,45	40,5%
ОАО Лебедянский	LEKZ	115,75	39,0%
ОАО Балтика	PKBA	64,47	32,3%
ОАО Балтика	PKBAp	45,90	53,0%
ОАО Верофарм	VRPH	69,52	44,8%
ОАО Фармстандарт	PHST	74,34	12,3%
ОАО Синергия	SYNG	81,41	35,7%
Группа Разгуляй	GRAZ	7,36	-9,7%
Группа Черкизово	CHE	16,28	20,6%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2008 г.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Электроэнергетика			
РАО ЕЭС России	EESR	1,94	
ОГК-1	OGKA	0,14187	15,81 %
ОГК-2	OGKB	0,18377	42,46%
ОГК-3	OGKC	0,13107	1,00%
ОГК-4	OGKD	0,14209	5,25 %
ОГК-5	OGKE	0,17072	-4,09 %
ОГК-6	OGKF	0,16467	49,7 %
ТГК-1	TGKA	0,0011	-15,38 %
ТГК-2	TGKB	0,00107	22,98 %
Мосэнерго	MSNG	0,23517	-9,55 %
ТГК-4	TGKD	0,00112	-5,88 %
ТГК-5	TGKE	0,00140	59,09 %
ТГК-6	TGKF	0,00152	29,91 %
ТГК-7	TGKG	0,15122	42,66 %
ТГК-8	TGKH	0,00149	2,76 %
ТГК-9	TGKI	0,00038	31,03 %
ТГК-10	TGKJ	3,20093	-15,77 %
ТГК-12	KZBE	3,17680	15,94 %
ТГК-14	TGKN	0,00037	12,12 %
Башкирэнерго	BEGY	2,80913	33,77 %

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода по мультипликаторам 2008 г.

КАЛЕНДАРЬ ВЫХОДА ВАЖНЕЙШИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ДАННЫХ НА 01 – 29 ФЕВРАЛЯ 2008 ГОДА

Дата	Время (Мск)	Объект статистики/ страна	Наименование события	Анализируемый период	Предполагаемое значение	Значение предыдущего периода
14/02/2008	16:30	США	Торговый баланс США	Декабрь 2007	-60,0	-63,1
20/02/2008	16:30	США	Индекс потребительских цен	Январь 2008	-	4,1%
26/02/2008	16:30	США	Промышленное производство	Январь 2008	-	6,3%
26/02/2008	18:00	США	Индекс потребительского доверия	Февраль 2008	-	87,9
29/02/2008	16:30	США	Личные доходы	Январь 2008	-	0,5%
15/02/2008	16:30	Еврозона	Торговый баланс ЕС	Декабрь 2007	-	-2,6
18-21/02/2007	-	Китай	Торговый баланс	Январь 2008	-	22,69

Источник: данные Bloomberg

СИТУАЦИЯ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ

Рынок нефти

Первый месяц года начался достаточно безоблачно для мирового рынка нефти: на новогодних каникулах котировки февральского фьючерса ICE Brent Crude CO1 подорожали до рекордных 97,84 долл. за баррель, фьючерс на Light Sweet CL1 достиг отметки в 99,62 долл. При достижении исторических максимумов рынок стал чрезвычайно неустойчивым, создавая благодатную почву для коррекции, которая не заставила себя ждать.

Обвал фондовых площадок по всему миру стал хорошим поводом для начала сезонной коррекции на рынке углеводородов. В результате меньше чем за месяц цены на нефть снизились с уровня исторического максимума более чем на 10%. Снижение мировых фондовых площадок и возобновившиеся опасения относительно падения спроса на нефть со стороны развитых стран оказали негативное влияние на рынок. В свою очередь, решение стран ОПЕК о сохранении квот на добычу на достигнутом уровне оказало поддержку нефтяным котировкам, не позволив им опуститься ниже отметки в 86 долл.

В следующем месяце ситуация на мировых рынках будет, по нашему мнению, благоприятствовать росту цен на сырье. Сейчас, после снижения котировок более чем на 10%, рынок нефти имеет все шансы для роста, и этому будут способствовать несколько факторов:

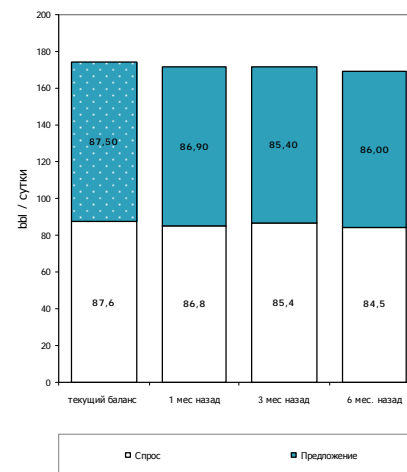
1. *Снижение ставки ФРС, и принятые меры правительства США по укреплению экономики.* Действительно, за прошедший месяц основными причинами негативной динамики углеводородов выступали данные статистики США, которые «информировали» о приближении рецессии. Отсутствие активных действий со стороны ФРС до настоящего времени трактовалось рынком, как неспособность властей США повлиять на ситуацию в стране.

2. *Нежелание ОПЕК влиять на нефтяные котировки.* В настоящее время никто не сомневается, что на заседании 1-го февраля картель не будет подвергать изменению квоты на добычу нефти. Об этом свидетельствуют заявления представителей Саудовской Аравии, Венесуэлы и Нигерии, сделанные накануне. Члены ОПЕК не рассматривают сложившуюся на рынке ситуацию, как критическую и не видят необходимости прибегать к нерыночному влиянию на котировки в будущем.

3. *Сезонные факторы.* Снижение температуры на севере США может стать еще одной из причин роста нефтяных котировок. Увеличение потребления нефтепродуктов в случае резкого похолодания и падение запасов будет оказывать поддержку росту цен на нефть в феврале.

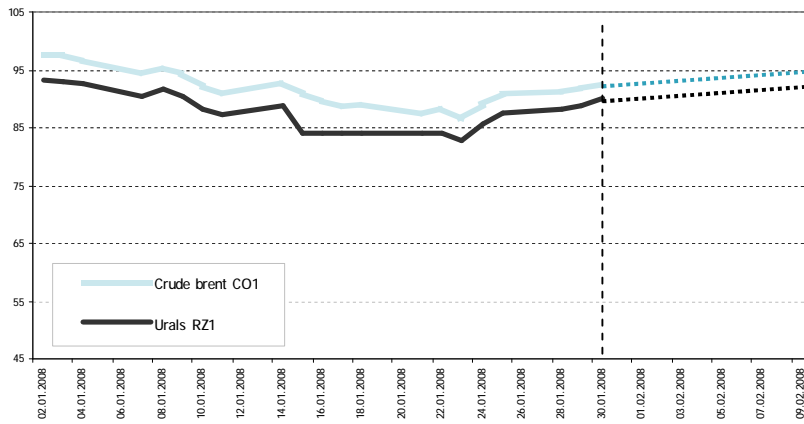
В наступившем месяце, если исключить влияние непредсказуемых геополитических факторов, мы ожидаем продолжение роста цен. И хотя динамика котировок будет не столь выраженной, как в самом начале 2008 года, цена фьючерса на Crude Brent в случае преодоления отметки в 93 доллара за баррель вполне может достичь уровней 95-95,5 долл. за баррель.

Динамика и баланс мирового спроса-предложения на нефть



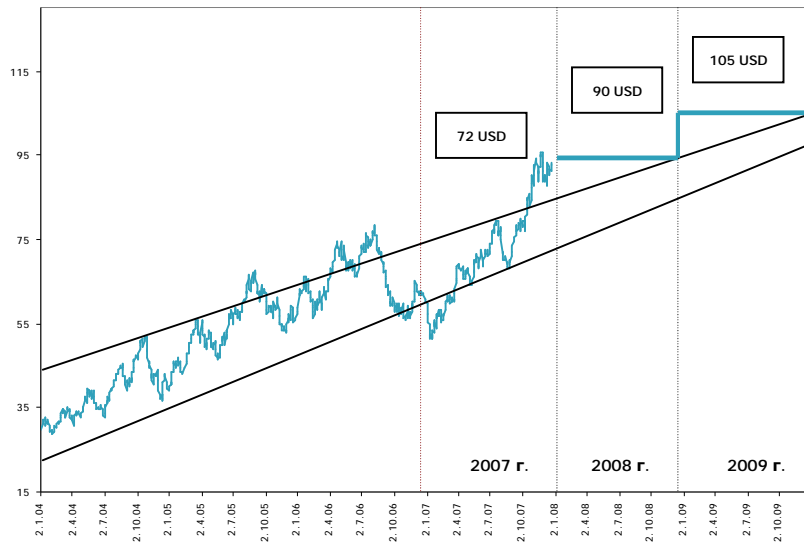
Источник: данные Bloomberg

**Изменение цены (1M Futures ICE)
на нефть марок Brent и Urals с начала 2008 г.
(долл. / bbl)**



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

**Прогнозное изменение средних цен на нефть
(Brent, spot) 2004 - 2010 (E) гг.
(долл. / bbl)**



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Средняя цена на нефть, Brent (USD / bbl.)	72	90	105	107	110
Средняя цена на нефть, Urals (USD / bbl.)	69	86	100	102	105

Источник: расчеты Ист Коммерц

МАКРОЭКОНОМИКА: И ВНОВЬ ПРОДОЛЖАЕТСЯ БОЙ...

По информации Минэкономразвития рост ВВП России в декабре составил 8,4%, что позволило увеличить темп роста ВВП по итогам 2007 года с 7,6% до 8,1%. При этом прогноз внутреннего продукта на 2008 год так и остается на уровне 6,6-6,7%. Мы, в свою очередь, также ожидаем снижение темпов роста ВВП до уровня 6,6% в год. Снижение конкурентоспособности российских товаров на мировом рынке вследствие укрепления рубля может стать основной причиной замедления российской экономики. В этом случае, даже бурное развитие потребительского сектора не сможет заметно нивелировать негативные процессы в обрабатывающих секторах российской экономики.

Первый месяц 2008 года преподнес неприятный сюрприз для потребителей. Меры по сдерживанию инфляции не принесли долговременного эффекта. Потребительская инфляция по итогам 1-го месяца текущего года уже превысила уровень, запланированный Минэкономразвития (1,8%). По различным оценкам темп роста потребительских цен в России по итогам января может превысить 2%, в то время как за аналогичный период прошлого года этот показатель был равен 1,7%. При сложившемся уровне цен на нефть избыток денежной наличности и растущий спрос внутри страны значительно опережают существующее предложение на внутреннем рынке. Приток импорта, ускорившийся после смягчения мер таможенного регулирования, так и не смог кардинально исправить сложившуюся ситуацию и имел краткосрочный эффект.

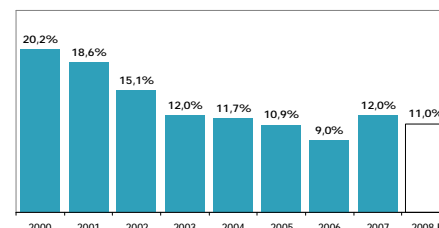
При таком старте 2008-го года маловероятно, что инфляция по итогам года не превысит планируемые правительством 8,5%. Мы, в свою очередь ожидаем, что уровень CPI составит около 11% в текущем году.

Несмотря на ускорение темпов инфляции, в настоящее время у правительства нет четкого плана по снижению инфляционного давления. Одними из мер по снижению инфляции рассматривается расширение перечня товаров, цены на которые будут заморожены, а также ужесточение антимонопольной политики и ужесточение контроля за крупнейшими производителями в целях недопущения картельных сговоров.

Мы полагаем, что эти меры станут лишь временным препятствием на пути инфляции. Искусственное сдерживание цен, которое продлится до президентских выборов, может неблагоприятно отразиться на отечественных сельхозпроизводителях, которые будут вынуждены снижать маржу или терпеть убытки.

В то же время, мы уверены, что заморозка цен окажет минимальное влияние на торговые сети, которые могут перераспределять стоимость реализуемых товаров, снижая цены на группы товаров первой необходимости и одновременно повышая их на продукцию премиум сегмента.

Потребительская инфляция
в 2000 - 2011 (Е) гг., %



Источник: данные МЭРТ, прогноз Ист Коммерц

	2007	2008 E	2009 E
USD/RUR, среднегодовой	25,57	25,06	24,56
USD/RUR, на конец года	24,64	24,46	23,96
Прирост ВВП, %	7,6%	6,6%	6,3%
Инфляция (CPI), %	12,0%	11,0%	10,0%

Источник: данные МЭРТ, прогноз Ист Коммерц

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
Газпром нефть	SIBN	5,00	6,00	5,50	27 784	8,1	47,3%	Покупать
Новатэк	NVTK	6,80	7,25	7,03	22 013	10,0	42,3%	Покупать
Башнефть	BANE	14,30	15,50	14,90	2 821	20,0	34,2%	Покупать
Башнефть, ап	BANEP	9,80	10,20	10,00	2 821	13,7	37,0%	Покупать
Лукойл	LKOH	72,10	72,60	71,80	61 326	115,8	61,3%	Покупать
Газпром	GAZP	12,71	12,79	12,71	300 890	19,24	51,4%	Покупать
ТНК-ВР	TNBP	1,65	1,72	1,69	26 147	3,1	84,0%	Покупать
Роснефть	ROSN	7,51	7,60	7,51	79 592	12,22	62,7%	Покупать
Татнефть	TATN	5,13	5,25	5,19	11 859	8,9	71,5%	Покупать
Татнефть, ап	TATNP	2,85	3,10	2,98	11 859	4,9	64,7%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGS	0,99	1,02	1,00	39 577	1,7	70,9%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,49	0,65	0,57	39 577	0,9	58,4%	Покупать
Варьеганнефтегаз	VJGZ	37,50	43,00	40,25	948	50,2	24,7%	Держать
Варьеганнефтегаз, ап	VJGZP	32,55	38,00	35,28	948	46,4	31,5%	Держать

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

Падение мировых торговых площадок не обошло стороной и нефтегазовый сектор – снижение котировок углеводородов более, чем на 10% привело к коррекции в большинстве нефтегазовых компаний. Лидером снижения стали бумаги ТНК-ВР, котировки которых упали за прошедший месяц на -24,3% от уровня конца прошлого года. Слухи о возможной продаже бизнеса ТНК-ВР Газпрому так и не оказали поддержку динамике акций нефтяной компании.

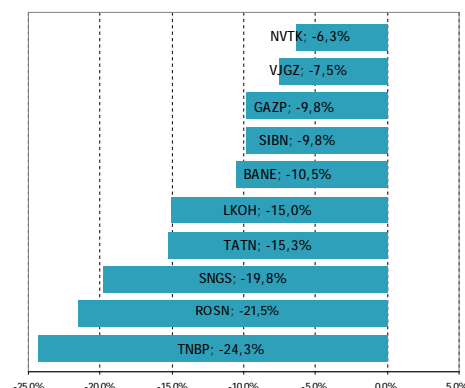
На втором месте среди аутсайдеров оказались бумаги Роснефти (ROSN). Их котировки лишь за неделю с 15 по 23 января снизились более чем на 25%. Однако, возобновление покупок достаточно дешевой Роснефти в конце месяца позволили акциям нефтяной компании закрыться на -21,5% ниже конца года, немного сократив отставание. Не помогла компании и вышедшая отчетность за 3 кв. 2007 года, которая оказалась в целом на уровне наших ожиданий. Так, выручка НК Роснефть за 9 месяцев выросла на 31,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 32,7 млрд. долл., операционная прибыль компании по итогам 9 месяцев увеличилась на 27,6% до отметки в 6,56 млрд. долл.

В то же время, показатель EBITDA вырос по сравнению с прошлым годом на 40,9% с 6,4 млрд. долл. до 9,02 млрд. долл. в результате роста величины амортизационных отчислений холдинга после приобретения активов НК ЮКОС. Рентабельность EBITDA за отчетный период также демонстрировала рост и составила 27,6% вместо 25,7% за 9 месяцев 2006 года.

Чистая прибыль Роснефти выросла по итогам 9 месяцев на рекордные 238,2% что, во многом, стало следствием отражения в отчетности компании дохода от результатов конкурсного производства НК ЮКОС в размере 7 920 млн. долл. В целом результаты компании были достаточно предсказуемы, при этом мы уверены, что по итогам 2007 года и 1-го квартала 2008 года можно ожидать дальнейшего роста операционных результатов компании как в сегменте добычи, так и в нефтепереработке.

Суммарный объем добычи нефти за 9 месяцев 2007 года, включающий результаты приобретенных в мае ОАО «Томскнефть» и ОАО «Самаранефтегаз», составил 511,62 млн. баррелей, что на 19,6% превышает показатели аналогичного периода прошлого года.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

В то же время, в сегменте нефтепереработки компания достигла более впечатляющей динамики. За три квартала 2007 года суммарный объем выпуска нефтепродуктов холдинга составил 26,3 млн. тонн, что на 56% превысило показатели 9 месяцев 2006 года. Основной вклад в достигнутый прирост оказали Самарские и Восточно-Сибирские НПЗ, приобретенные в результате банкротства НК ЮКОС. (объем производства данных предприятиях составил за 9 месяцев - 17,28 млн. тонн). В будущем мы ожидаем роста нефтепереработки на вновь приобретенных активах, и это найдет отражение в отчетности компании уже по итогам 1 квартала 2008 года.

Значительная коррекция в бумагах Роснефти дает инвесторам хороший шанс для покупки крайне привлекательного актива: громадные запасы и будущие перспективы существенного расширения бизнеса как за счет органического роста, так и за счет новых поглощений, делают Роснефть одной из лучших бумаг на рынке для стратегического инвестирования.

Наша целевая цена на ближайшие 12 месяцев составляет **12,22 долл.** за акцию. Мы оставляем без изменения рекомендацию **Покупать** по акциям НК Роснефть.

По итогам уходящего месяца в лучшем положении оказалась акции Газпром нефти (SIBN). И хотя, вплоть до последнего дня котировки компании демонстрировали снижение более чем на 20%, новости о возможной покупке Газпром нефтью контрольного пакета сербской Naftna Industrija Srbije, позволили компании завершить достаточно неблагоприятный месяц «малой кровью» - акции компании потеряли в цене всего - 9,8% и сейчас торгуются на достаточно привлекательных уровнях. Доля в сербской компании может обойтись Газпром нефти более чем в 400 млн. евро, и это станет хорошей инвестицией, поскольку данный актив в будущем может стать плацдармом для экспансии Газпром нефти на розничные рынки нефтепродуктов стран Европы. Наша целевая цена по акциям Газпром Нефть - **8,1 долл.** за акцию на ближайшие 12 месяцев. Мы рекомендуем **Покупать** акции нефтяной компании.

После значительной коррекции практически все бумаги нефтегазового сектора сейчас торгуются с существенным дисконтом к уровням своих справедливых цен. При этом, фундаментальная привлекательность российских компаний станет залогом будущего роста их котировок.

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
Газпром нефть	SIBN	5,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Новатэк	NVTK	7,03	9,04	6,52	4,66	22,99	17,38	12,38	19,77	15,12	10,94	30,93	22,96	16,39
Башнефть	BANE	14,90	0,77	0,62	0,53	4,54	2,75	2,19	3,56	2,40	1,92	6,79	3,87	3,06
Лукойл	LKOH	71,80	0,98	0,82	0,70	8,97	7,15	5,95	7,00	5,65	4,72	11,77	9,44	7,84
Газпром	GAZP	12,71	3,35	3,05	2,77	9,09	8,56	7,86	7,77	7,21	6,59	9,57	9,38	8,53
ТНК-ВР	TNBP	1,69	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Роснефть	ROSN	7,51	2,29	2,06	1,39	10,73	9,93	5,09	8,16	7,56	4,61	13,29	9,78	6,42
Татнефть	TATN	5,19	1,62	1,33	1,15	5,34	4,74	4,01	4,77	4,26	3,64	8,32	7,30	6,16
Сургутнефтегаз	SNGS	1,00	1,74	1,41	1,17	8,48	6,32	4,83	5,70	4,54	3,63	12,25	8,82	6,86
Варьганнефтегаз	VJGZ	40,25	1,00	0,78	0,65	14,11	8,17	5,78	8,60	5,86	4,37	23,02	12,23	8,48

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Сегмент нефтепереработки

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена предложения, \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедл. цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,42	1,48	1,45	1 187	1,26	-13,1%	Продавать
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,74	0,80	0,77	1 187	0,64	-16,6%	Продавать
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	95,00	110,00	102,50	706	162,30	58,3%	Покупать
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	57,00	60,00	58,50	706	81,15	38,7%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,90	1,35	1,13	1 083	1,37	21,7%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,47	0,55	0,51	1 083	0,65	28,4%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,90	1,95	1,93	1 105	2,21	14,9%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	0,92	0,99	0,96	1 105	1,13	18,8%	Покупать
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	175,00	600,00	387,50	56	-	-	Пересмотр
ОАО Хабаровский НПЗ, ап	HNPZP	86,00	290,00	188,00	56	-	-	Пересмотр
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	415,00	590,00	502,50	401	474,49*	-5,6%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ап	KRKNP	350,00	550,00	450,00	401	436,02*	-3,1%	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

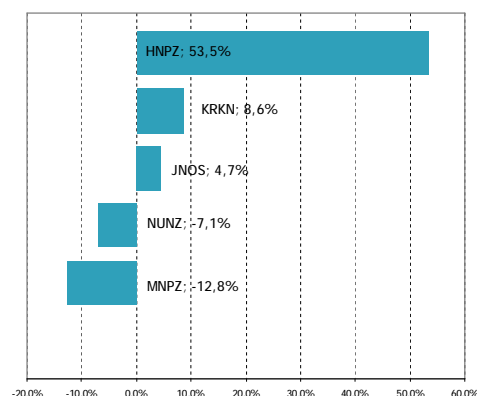
В начале января оптовые цены на нефтепродукты стали снижаться. Бензины подешевели в среднем на 1%, топочный мазут на 4%. Исключением стало лишь дизельное топливо, подорожавшее с 10-го по 17-е января на 0,3%. Маловероятно, что снижение цен продолжится, при этом мы рассчитываем на то, что оптовые цены не возобновят свой рост в ближайшее время, чему будет способствовать рост предложения на внутреннем рынке России. Рекордное увеличение экспортных пошлин на нефть (+21,2% до 333,8 долл.) и нефтепродукты (+20,0% светлые и +19,9% темные) заставит производителей несколько сократить объемы экспорта в пользу внутреннего рынка.

Рост оптовых цен на нефтепродукты на мировом рынке в прошлом году привел к недостатку топлива внутри страны, что стало основной причиной роста оптовых цен на продукцию НПЗ. Для предотвращения дальнейшего роста цен на сырье правительство, возможно, не ограничится увеличением пошлин и предпримет другие шаги по стимулированию продаж нефтепродуктов на внутреннем рынке. В рамках этого можно ожидать введения ряда льгот для производителей, а также снижения ставок акцизов на продукцию, реализуемую на внутреннем рынке.

Учитывая сравнительно небольшую ликвидность акций нефтеперерабатывающих компаний, кризис на фондовом рынке оказал меньшее влияние на этот сектор. По итогам месяца из рассматриваемых нами бумаг в минусе закрылись лишь акции Новоуфимского НПЗ (НОВОЙЛА, NUNZ) и Московского НПЗ (MNPZ), потерявшие в цене -7,1% и -12,8% соответственно.

Лидером по итогам января стали акции Хабаровского НПЗ (HNPZ), подорожавшие на 53,5% на фоне слияния НК Альянс с добывающим холдингом West Siberian Resources. В результате сделки West Siberian Resources станет владельцем 100% НК Альянс, взамен акционеры российской компании получают 60% в УК шведской компании. Завершить сделку по слиянию компаний планируется в марте 2008 года.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

В результате объединения в распоряжении новой компании окажутся запасы, равные 59 млн. тонн нефти, добывающие и перерабатывающие мощности, способные обеспечить объем добычи на уровне 2,5 млн. тонн нефти в год и переработки – 3,5 млн. тонн. Кроме этого, компания будет владеть сетью нефтебаз и заправок, принадлежащими ОАО Хабаровскнефтепродукт.

Мы достаточно позитивно смотрим на перспективы объединения двух компаний. Присоединение новых активов, значительное увеличение прозрачности бизнеса, а также модернизация перерабатывающих мощностей НК Альянс, планируемая в будущем, может вывести на новый уровень капитализацию этого игрока рынка. Кроме этого, мы не исключаем, что после объединения компания может провести IPO для обеспечения финансирования предстоящей модернизации. В связи с этим, мы ставим на **Пересмотр** рекомендацию по бумагам, входящим в состав НК Альянс (в частности Хабаровский НПЗ), и намерены в ближайшее время повысить уровень целевых цен по ним.

В бумагах Московского НПЗ в следующем месяце мы также ожидаем рост. После своего снижения более чем на 12%, акции предприятия сейчас котируются на достаточно привлекательном уровне. Перемирие основных акционеров компании и возобновление модернизации предприятия, работающего на перспективном рынке Москвы, станет новым катализатором для возобновления покупок в этих бумагах. Наша целевая цена по акциям Московского НПЗ на ближайшие 12 месяцев **162,3 долл.** по обыкновенным и **81,15 долл.** по привилегированным акциям. Рекомендация **Покупать** остается в силе.

Мы также сохраняем рекомендацию **Покупать** по бумагам **Уфимского НПЗ (UNPZ)** и **Славнефть-ЯНОС (JNOS)**, учитывая фундаментальную недооценку этих компаний.

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,45	2,98	2,58	2,26	11,23	9,72	8,49	10,04	8,81	7,79	19,42	16,81	14,68
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	0,77	2,05	1,77	1,55	5,95	5,16	4,51	5,11	4,52	4,03	8,36	7,24	6,32
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	1,13	4,05	3,31	2,85	28,38	15,61	11,83	9,92	7,85	6,86	26,30	13,79	10,36
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,93	2,81	2,43	2,13	7,07	6,12	5,34	6,48	5,55	4,78	10,87	9,41	8,22
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	387,50	2,69	2,34	2,06	18,33	15,94	13,99	10,15	9,32	8,57	248,98	215,51	188,24
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	502,50	3,77	3,27	2,85	10,13	8,77	7,66	8,13	7,23	6,46	13,52	11,70	10,22

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Сектор нефтепродуктов

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена Предлож., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мср (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	81,00	84,00	82,50	30	120,08	45,5%	Покупать
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	34,00	40,00	37,00	30	60,04	62,3%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	12,00	12,50	12,25	173	17,0	39,1%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	8,45	9,25	8,85	173	12,4	40,2%	Покупать
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	35,00	44,00	39,50	15	45,26	14,6%	-
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ап	MYNTP	12,50	16,50	14,50	15	13,58	-6,4%	-
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	20,00	100,00	60,00	74	74,50	24,2%	Покупать
ОАО Оренбургнефтепродукт,ап	ORNEP	0,00	125,00	62,50	74	-	-	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	48,50	52,00	50,25	120	54,70	8,9%	Держать
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	33,00	38,40	35,70	120	35,77	0,2%	Держать
ОАО Свердловскнефтепродукт,ао	SVNF	312,00	930,00	621,00	18	527,03	-15,1%	Продавать
ОАО Свердловскнефтепродукт,ап	SVNFP	111,00	500,00	305,50	18	266,18	-12,9%	Продавать
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,26	0,33	0,29	163	0,47	59,9%	-
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ап	SLNEP	0,26	0,33	0,29	163	0,27	-6,4%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	27,10	50,00	38,55	85	39,46*	2,4%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ап	TMNPP	16,10	30,00	23,05	85	22,05*	-4,3%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	8,00	25,00	16,50	43	10,90*	-33,9%	Пересмотр
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ап	HANFP	2,01	15,00	8,51	43	6,36*	-25,2%	Пересмотр
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	8,26	18,00	13,13	46	17,74*	35,1%	-
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ап	KUNPP	8,25	0,00	4,13	46	-	-	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

В январе динамика котировок большинства рассматриваемых нами сбытовых компаний опережала индекс РТС. В лидерах роста стали акции Тюменьнефтепродукта (TMNP). Средняя цена (Mid market) этих бумаг за месяц выросла более чем на 24%, однако, в большей степени, это было достигнуто ростом цены предложения и расширением спреда.

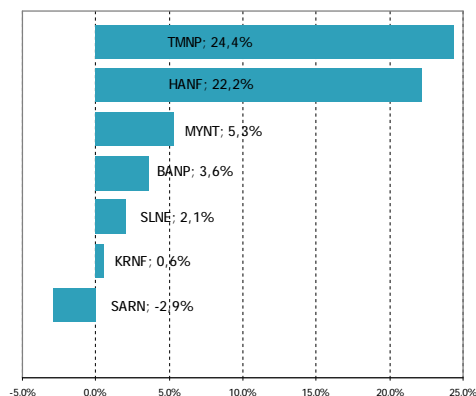
Другое дело – Хабаровскнефтепродукт (HANF). На фоне новостей о слиянии основного акционера компании – НК Альянс с холдингом West Siberian Resources средняя цена обыкновенных акций компании выросла на 22,2% по отношению к концу года. В дальнейшем мы ожидаем продолжения роста капитализации Хабаровскнефтепродукта, чему будет способствовать повышение прозрачности бизнеса компании.

Несмотря на общее снижение рынка, ростом котировок завершили месяц бумаги Башкирнефтепродукта (BANP), Славнефть-Ярославнефтепродукта (SLNE) и Красноярскнефтепродукта (KRNF). Их акции подорожали на 3,6%, 2,1% и 0,6% соответственно.

На февраль мы подтверждаем инвестиционную привлекательность **Красноярскнефтепродукта (KRNF)**, **Башкирнефтепродукта (BANP)**, а также обыкновенных акций **Оренбургнефтепродукта (ORNE)**. Мы рекомендуем к **Покупке** бумаги этих компаний.

В следующем месяце искусственное сдерживание розничных цен на бензин продолжит оказывать негативное давление на сбытовые сети. В то же время, возможное введение мер по сдерживанию оптовых цен на нефтепродукты способно оказать поддержку этому сектору, сдержать операционную рентабельность от дальнейшего снижения.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	82,50	0,33	0,28	0,25	6,65	5,56	4,77	6,23	5,24	4,51	10,33	8,56	7,26
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	12,25	0,29	0,25	0,22	2,50	2,12	1,87	2,33	1,98	1,74	5,70	4,72	4,16
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	39,50	0,19	0,17	0,16	10,72	9,71	8,77	7,72	6,82	6,10	24,12	22,56	20,04
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	60,00	0,05	0,04	0,04	1,60	1,35	1,21	1,39	1,15	1,02	1,70	1,40	1,24
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	50,25	0,26	0,23	0,21	3,26	3,55	4,15	2,89	2,97	3,25	5,46	5,92	6,86
ОАО Свердловскнефтепродукт,ао	SVNF	621,00	0,71	0,63	0,56	14,51	13,42	12,07	12,87	11,84	10,67	26,24	23,58	20,54
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,29	0,07	0,06	0,05	1,11	1,17	1,19	1,04	1,09	1,10	4,41	4,62	4,72
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	38,55	0,41	0,35	0,30	2,90	2,50	2,17	2,67	2,32	2,03	3,90	3,38	2,95
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	16,50	0,11	0,11	0,10	4,65	4,46	4,27	3,77	3,65	3,52	7,42	7,13	6,84
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	13,13	0,07	0,06	0,05	1,87	1,62	1,41	1,78	1,55	1,36	2,13	1,85	1,61

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

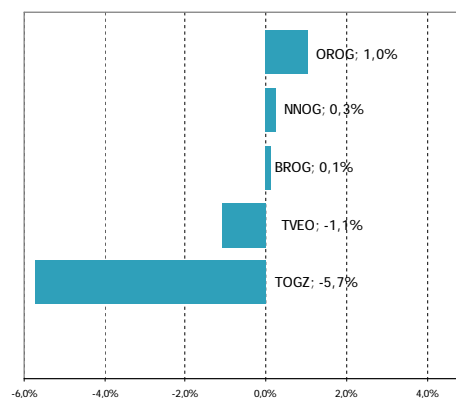
Сектор газораспределения

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/ средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Индикативная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	140,00	250,00	195,00	3	190,50*	-2,3%	-
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	500,00	700,00	600,00	84	825,01*	37,5%	-
ОАО Ростовоблгаз,ап	RTBGP	410,00	490,00	450,00	84	404,26*	-10,2%	-
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	950,00	1000,00	975,00	73	1 024,36*	5,1%	-
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	3,90	4,10	4,00	114	5,29	32,3%	Покупать
ОАО Саратовгаз	SGAZ	70,00	130,00	100,00	3	165,00	65,0%	Покупать
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	240,00	300,00	270,00	43	290,50	7,6%	Держать
ОАО Кастрормаоблгаз	KOOG	335,00	400,00	367,50	19	429,99	17,0%	Покупать
ОАО Брянскоблгаз	BROG	391,00	425,00	408,00	43	608,07	49,0%	Покупать
ОАО Комигаз,ао	KGAZ	31,00	39,50	35,25	14	54,67*	55,1%	-
ОАО Комигаз,ап	KGAZP	15,00	25,00	20,00	14	33,09*	65,5%	-
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	29,00	37,00	33,00	30	39,03*	18,3%	-
ОАО Краснодаргоргаз	KRGG	120,00	700,00	410,00	35	174,78*	-57,4%	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Бумаги газораспределительных компаний также достаточно стойко держались в условиях падающего рынка. Снижение за январь продемонстрировали лишь бумаги Тамбовоблгаза (TOGZ) и Тверьоблгаза (TVEO), котировки которых потеряли -5,7% и -1,1% соответственно.

В свою очередь, бумаги Брянскоблгаза (BROG) подорожали за месяц на 0,1%, а Нижегородоблгаза (NNOG) на 0,3% на фоне информации о запланированном росте инвестиций в газификацию региона. В 2008 году в рамках работ по газификации в 36 районах области предприятием планируется увеличить объем инвестиций на 5,3% по сравнению с 2007 годом.

В феврале мы продолжаем рекомендовать к **Покупке** бумаги **Саратовгаза (SGAZ)**, **Брянскоблгаза (BROG)**, **Костромаоблгаз (KOOG)**, а также **Нижегородоблгаза (NNOG)**.

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	195,00	0,38	0,33	0,29	5,12	4,45	3,90	4,42	3,88	3,43	19,22	16,63	14,53
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	600,00	1,18	1,02	0,88	4,57	3,94	3,42	4,02	3,49	3,05	5,75	4,98	4,35
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	975,00	1,23	1,06	0,93	7,52	6,51	5,68	4,65	3,62	2,78	23,94	20,73	18,10
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	4,00	1,43	1,22	1,06	3,46	2,97	2,57	3,29	2,84	2,47	5,00	4,33	3,78
ОАО Саратовгаз	SGAZ	100,00	0,32	0,27	0,23	0,83	0,70	0,59	0,76	0,64	0,54	2,32	2,01	1,75
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	270,00	2,07	1,87	1,69	5,34	4,83	4,36	3,95	3,55	3,19	7,07	6,42	5,82
ОАО Кастрормаоблгаз	KOOG	367,50	0,90	0,77	0,67	4,50	3,86	3,33	3,59	3,17	2,81	5,86	5,07	4,43
ОАО Брянскоблгаз	BROG	408,00	1,14	1,02	0,95	6,08	5,22	4,77	5,40	4,64	4,23	9,89	8,36	7,66
ОАО Комигаз,ао	KGAZ	35,25	1,12	0,97	0,85	4,05	3,51	3,08	3,38	2,95	2,60	5,84	5,05	4,41
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	33,00	1,37	1,19	1,04	4,01	3,47	3,03	3,57	3,13	2,76	9,60	8,31	7,25
ОАО Краснодаргоргаз	KRGG	410,00	2,52	2,18	1,91	27,23	23,59	20,62	23,15	20,36	18,02	26,73	23,14	20,21

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

ПРОИЗВОДСТВО МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Уралкалий	URKA	6,75	7,35	7,05	14 977	4,50	-36,2%	Продавать
ОАО Апатит, ао	APAT	340,00	390,00	365,00	2 547	243,2	-33,4%	Продавать
ОАО Апатит, ап	APATP	165,00	198,00	181,50	2 547	144,9	-20,2%	Продавать
ОАО Азот, ао	AZOP	845,00	930,00	887,50	355	971,2	9,4%	Покупать
ОАО Череповецкий азот, ао	CHEA	40,00	50,00	45,00	348	85,6	90,1%	Покупать
ОАО Череповецкий азот, ап	CHEAP	25,10	39,99	32,55	348	42,8	31,4%	Покупать
ОАО Невинномыский азот, ао	NEAZ	1,25	1,76	1,51	601	2,26	50,1%	-
ОАО НАК Азот, ао	NMAZ	390,00	470,00	430,00	448	1411,6*	228,3%	-
ОАО Аммофос	AMMO	131,00	134,00	132,50	1 186	132,2	-0,2%	Держать
ОАО Акрон, ао	AKRN	53,00	62,50	57,75	2 957	45,4*	-21,4%	-
ОАО КуйбышевАзот, ао	KAZT	2,30	2,55	2,43	579	7,64*	214,9%	-
ОАО КуйбышевАзот, ао	KAZTP	1,17	1,60	1,39	579	4,79*	246,0%	-
ОАО Сильвинит, ао	SILV	985,00	1025,00	1005,00	9 639	642,1	-36,1%	Продавать
ОАО Сильвинит, ап	SILVP	647,00	650,00	648,50	9 639	407,2	-37,2%	Продавать
ОАО Дорогобуж, ао	DGBZ	0,48	0,61	0,55	404	0,47*	-13,7%	-
ОАО Дорогобуж, ап	DGBZP	0,35	0,39	0,37	404	0,30*	-18,7%	-
ОАО Азот (Кемерovo)	AZKM	41,00	44,00	42,50	299	39,4	-7,3%	Продавать
ОАО Минеральные удобрения, ао	MINU	175,00	200,00	187,50	284	358,8*	91,4%	-

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

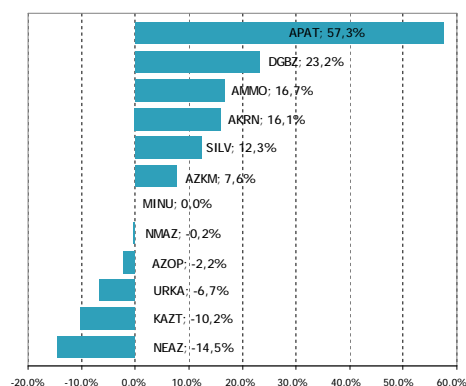
Сектор производителей минеральных удобрений стал «тихой гаванью» для инвесторов. По итогам месяца только 4 компании закрылись в отрицательной области: ОАО «Азот» Пермской области (AZOP) потерял -2,2% относительно конца прошлого года, Уралкалий (URKA) -6,7%. Снижение в бумагах Куйбышевазота и Нивинномысского азота оказалось более существенным. Бумаги этих эмитентов подешевели за месяц на -10,2% и -14,5% соответственно.

Основным драйвером роста в бумагах производителей минеральных удобрений станет, по нашим оценкам, приближающееся IPO холдинга Акрон. На этом фоне мы прогнозируем рост спроса на акции предприятий, входящих в состав холдинга. Так, уже в январе бумаги Дорогобужа (DGBZ) и Акрона (AKRN) подорожали на 23,2% и 16,1% соответственно. Лидером роста сектора в прошлом месяце стали акции Апатита (APAT), обыкновенные акции которого подорожали на 57,3%. Сейчас, по нашим оценкам, Апатит значительно перекуплен рынком – текущие котировки более чем на 30% превышают уровень целевых цен по акциям компании. В связи с этим мы меняем рекомендацию по бумагам Апатита с **Держать** на **Продавать**.

Аналогичная ситуация наблюдается и с бумагами Аммофоса (AMMO). В результате значительного роста котировок в январе, бумаги компании котируются на уровне своих целевых цен. Учитывая такое снижение потенциала роста компании, мы также меняем рекомендацию по акциям Аммофоса с **Покупать** на **Держать**.

Основная угроза, с которой может столкнуться сектор в новом году исходит со стороны исполнительной власти. В январе 2008 года Правительство России планирует вернуться к рассмотрению мер по снижению инфляции. Среди мер, ограничивающих инфляцию, в том числе, предполагается введение экспортных пошлин на минеральные удобрения или искусственное сдерживание внутренних цен на них.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Уралкалий	URKA	7,05	14,88	10,70	7,96	54,31	31,28	20,35	40,40	25,49	17,41	105,82	90,96	63,52
ОАО Апатит, ао	APAT	365,00	2,62	2,24	2,16	19,71	15,76	13,67	9,80	11,27	10,04	18,51	23,72	19,28
ОАО Азот, ао	AZOP	887,50	1,39	1,21	1,07	5,06	4,77	4,93	4,47	4,18	4,25	7,25	7,25	7,25
ОАО Череповецкий азот, ао	CHEA	45,00	2,28	2,04	1,82	9,06	8,31	7,37	8,76	7,62	6,61	12,51	12,39	10,80
ОАО Невинномыский азот, ао	NEAZ	1,51	1,63	1,51	1,40	3,84	3,88	3,96	3,68	3,70	3,76	3,44	3,73	3,58
ОАО НАК Азот, ао	NMAZ	430,00	0,54	0,47	0,41	1,90	1,65	1,44	1,82	1,58	1,38	2,64	2,29	2,00
ОАО Аммофос	AMMO	132,50	0,71	0,61	0,52	6,39	5,10	4,07	5,49	4,50	3,66	8,39	8,11	6,39
ОАО Акрон, ао	AKRN	57,75	4,88	4,23	3,69	14,75	12,77	11,15	12,33	8,76	7,65	9,42	8,16	7,12
ОАО КуйбышевАзот, ао	KAZT	2,43	1,23	1,07	0,93	6,57	5,69	4,97	5,98	5,23	4,60	8,16	7,06	6,17
ОАО Сильвинит, ао	SILV	1005,00	11,28	9,76	8,53	28,80	24,93	21,77	24,59	20,42	16,91	38,73	33,52	29,28
ОАО Дорогобуж, ао	DGBZ	0,55	1,81	1,58	1,41	7,39	6,46	5,76	7,07	6,19	5,51	15,61	13,63	12,15
ОАО Азот (Кемерово)	AZKM	42,50	1,63	1,55	1,49	23,30	18,06	18,06	16,02	13,29	11,68	37,34	24,41	19,09
ОАО Минеральные удобрения, ао	MINU	187,50	2,23	1,93	1,68	5,64	5,53	5,42	5,19	4,92	4,60	4,89	6,35	5,54

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл. \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
НЛМК	NLMK	3,10	4,00	3,70	22 174,94	4,32	16,8%	Покупать
Северсталь	CHMF	21,85	22,05	21,45	21 615,20	24,19	12,8%	Покупать
ММК	MAGN	1,06	1,10	1,05	11 733,05	1,46	38,7%	Покупать
Мечел	MTLR	20,00	23,25	20,00	8 325,42	пересмотр	N.A.	пересмотр
Евраз	EVR LI	N.A.	N.A.	72,00	25554,88	65,68	-8,8%	Продавать

Источник: расчеты Ист Коммерц

Мировая рецессия? Только не для акций металлургических компаний...

По итогам месяца индекс «РТС – металлургия» потерял почти 7% по сравнению с коррекцией индекса РТС на 13,08%. Несмотря на панические настроения, царившие на рынках во второй половине января, инвесторы весьма неохотно расставались с акциями металлургического сектора. В целом коррекция акций металлургической отрасли России укладывается в рамки коррекции акций зарубежных компаний аналогов (см. Диаграмму). Мы полагаем, что текущая ситуация на рынке является отличным шансом для открытия позиций в компаниях металлургической отрасли в феврале.

Начало года ознаменовалось довольно резким ростом котировок на акции черной металлургии, что позволяло нам рекомендовать для покупки только некоторые компании. Тем не менее, на фоне снижения цен в январе большинство компаний вновь вошли в зону привлекательности.

В целом позитивные операционные результаты металлургических компаний в 4 квартале 2007 года позволяют нам надеяться, что финансовые показатели за год не только будут соответствовать, но и превысят ожидания рынка.

Мы повысили рекомендации для трех компаний металлургического сектора – **НЛМК, Северстали и ММК** с **Держать** на **Покупать**, учитывая увеличение их потенциала роста к уровню целевых цен.

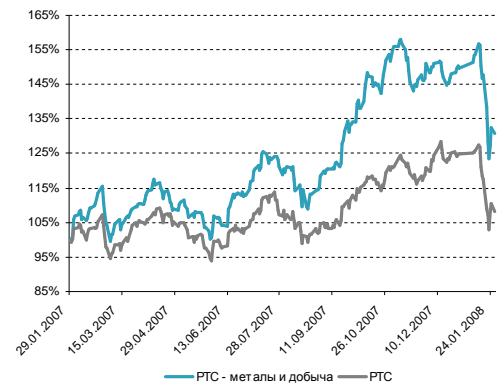
Рыночная конъюнктура начала года

С начала года мы стали свидетелями довольно стремительного роста цен на металлургическую продукцию, что явилось отражением ожиданий роста цен на сырье – уголь и железную руду в 2008 году.

Если экспортные цены на горячекатаную и холоднокатаную сталь пока держатся на уровнях конца декабря – 590 долл. и 665 долл., то цены на арматуру выросли по сравнению с декабрьскими уровнями почти на 18%, а цены на заготовку на 17%. Такой одномоментный рост цен безусловно превысил даже самые оптимистичные прогнозы, которые по итогам 1 квартала также могут подвергнуться значительной корректировке в сторону повышения. И на это есть свои причины...

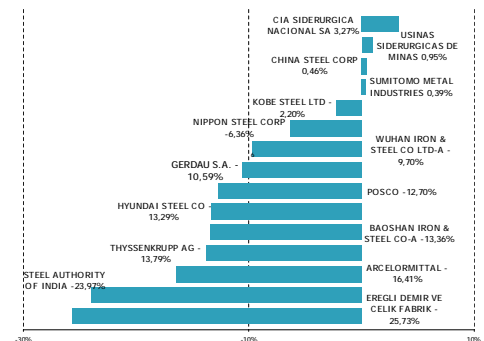
Действительно, в отношении цен на сырье, а именно цен на руду, в этом году ситуация весьма напряженная. Переговоры между тремя крупнейшими производителями железной руды - Anglo-BHP Billiton, Rio Tinto и CVTD и крупнейшим потребителем руды – Китаем, представляемым Baoshan Iron and Steel Co., в отношении новых контрактных цен, которые должны вступить в силу в апреле этого года, зашли в тупик.

РТС - металлургия



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок зарубежных металлургических компаний с начала 2008 года, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

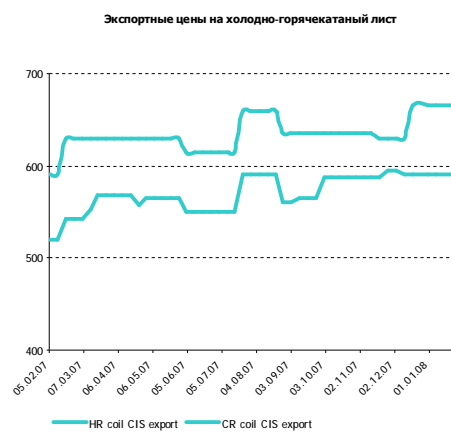
Наименование компаний	Тикер	px Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F
НЛМК	NLMK	3,70	2,76	2,42	2,33	7,10	6,11	6,36	6,25	5,39	5,52	9,84	8,48	8,78
Северсталь	SMMF	22,35	1,55	1,40	1,37	7,67	6,39	7,23	5,42	4,58	4,83	11,85	9,81	11,28
ММК	MAGN	1,05	1,47	1,34	1,27	5,89	5,78	5,96	5,37	5,18	5,10	6,86	6,74	6,94
ЕВРАЗ	EVR LI	72,00	2,6	2,2	2,2	8,6	8,2	8,3	7,4	6,7	6,8	11,4	10,4	10,0
БМКК	BMKK	18,60	0,41	0,35	0,30	4,67	3,94	3,31	4,20	3,50	2,92	6,34	5,18	4,25

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

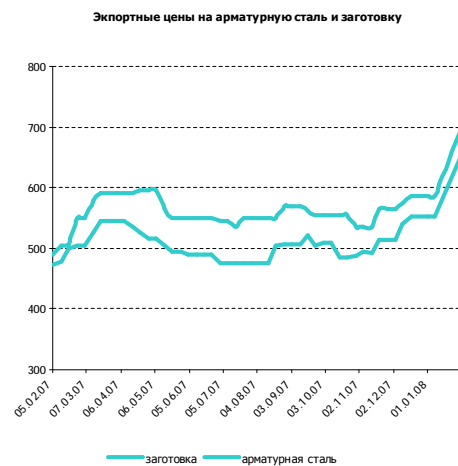
Дело в том, что производители настаивали на 50%-ом увеличении цен, а китайская сторона соглашалась только на 30%-е увеличение. Пока что стороны не пришли к компромиссу, однако, уже ясно, что по крайней мере 30%-е увеличение произойдет. Участники рынка прогнозируют даже увеличение на 40%.

В то же время, ситуация, сложившаяся на мировых финансовых площадках, может играть на руку китайской стороне – возможная рецессия мировой экономики ставит под сомнение сохранение двузначных темпов роста экономики Китая. Соответственно, китайская сторона может скорректировать прогнозы выпуска сталелитейной продукции и свои потребности в железной руде, что, в свою очередь, неблагоприятно скажется на динамике цен.

Безусловно, в росте мировых цен на сырье заложена значительная угроза и для российских компаний, в первую очередь, для тех, кто не обладает своей собственной сырьевой базой, например, ММК.



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

НЛМК (целевая цена 4,3 долл., Покупать)

С начала года котировки акций компании снизились почти на 9%, что дает неплохие возможности для входа. Мы бы скорее рекомендовали покупку GDR компании, чем локальных акций – за последние полгода ликвидность бумаг на внутреннем рынке значительно снизилась.

НЛМК, на наш взгляд, в целом довольно неплохо закончил 2007 год, несмотря на то, что производство стали снизилось на 0,8%, что было вполне ожидаемо, так как компания объявляла о временных сбоях в работе одной из доменных печей.

Кроме того, НЛМК снизил выработку слэбов для увеличения производства горячекатаной стали. Это, в целом, соответствует принятой стратегии и позитивно повлияет на рентабельность компании. С другой стороны, производство холоднокатаной продукции также снизилось. Комбинат обосновывает это лучшей конъюнктурой рынка по горячекатаной продукции, чем по холоднокатаной.

По итогам 2007 года НЛМК ожидает увеличения показателя EBITDA на 25-30% по сравнению с показателем 2006 года. Несмотря на то, что мы оцениваем рост этого показателя более скромно – на 20%, мы позитивно смотрим на перспективы комбината в 2008 году, особенно, с учетом ценовых уровней, которые демонстрирует нам рынок стали с начала этого года.

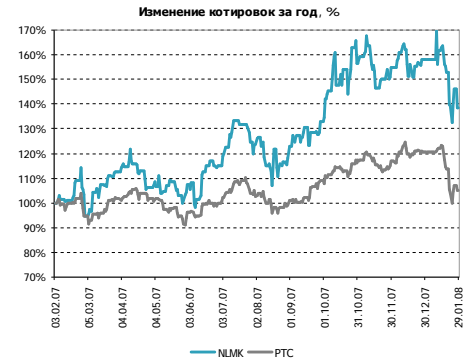
В конце прошлого года произошло довольно знаковое событие, которое может существенно повлиять на стоимость НЛМК в сторону увеличения в ближайшем будущем. Мы говорим о приобретении Макси-групп. НЛМК заплатил 600 млн. долл. за 50%+1 акция и еще оплатит половину от эмиссии в 1 200 млн. долл., которая пойдет на оплату долгов компании в размере 1,8 млрд. долларов. Таким образом, на первоначальном этапе НЛМК вложит около 1 200 млн. долларов за 50%+1 акция. Соответственно, все предприятие оценено почти в 3 млрд. долларов. Стратегия развития предусматривает увеличение мощностей для выпуска стали с 2,4 до 5,9 млн. тонн, сортового проката – с 1,3 до 4,4 млн. тонн, бесшовных труб до 1,5 млн. тонн к 2012 году.

Мы оставляем целевую цену **НЛМК** на конец 2008 года без изменений на уровне **4,3 долл.** и подтверждаем рекомендацию **Покупать** по акциям компании.

Магнитогорский меткомбинат (целевая цена 1,456 долл., Покупать)

Магнитогорский металлургический комбинат также продемонстрировал положительные производственные результаты по итогам 2007 года. Объем производства товарной металлопродукции составил 12,203 млн. тонн, что на 7,6% больше, чем годом ранее – 11,346 млн. тонн. В том числе, выпуск сортового проката увеличился до 1,788 млн. тонн с 1,706 млн. тонн, горячекатаного листового проката – 6,391 млн. тонн с 6,095 млн. тонн. Выпуск холоднокатаного листового проката сократился до 1,563 млн. тонн с 1,634 млн. тонн в 2006 году. Мы интегрировали в нашу модель оценки стоимости ММК производственные данные за 2007 год и повышаем целевую стоимость компании с **1,38 долл.** до **1,456 долл.**, рекомендация **Держать** меняется на рекомендацию **Покупать**.

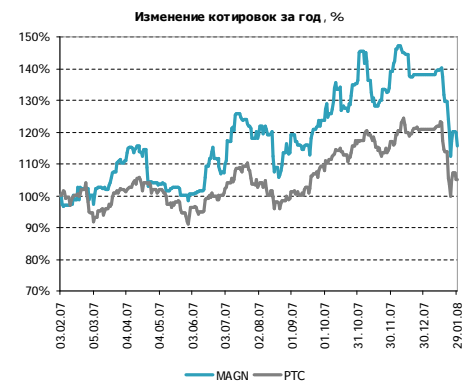
Надо отметить, что компания наиболее сильно из всех российских компаний подвержена влиянию цен на сырье – уголь и железную руду. Однако комбинат намерен снизить свою зависимость от внешних поставщиков железной руды до нуля. С 2009 года планируется строительство Приоскольского Гока, добыча на котором начнется не позднее 2012 года. Суммарные запасы месторождения оцениваются в 45 млн. тонн руды.



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Тикер:	NLMK
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, USD	4,3
Потенциал роста/падения	18%
Цена midmarket, USD	3,7
Цена offer, USD	3,9
Year max	4,35
Year min	2,4
Кол-во акций, тыс. шт.	5 993 227
Мсар, тыс. USD	23 373 586
Долг, тыс. USD	-1 461 858
EV, тыс. USD	21 911 728

Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Тикер:	MAGN
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, USD	1,46
Потенциал роста/падения	38,63%
Цена midmarket, USD	1,06
Цена offer, USD	1,07
Year max	1,48
Year min	0,85
Кол-во акций, тыс. шт.	11 174 330
Мсар, тыс. USD	11 956 533

Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Сектор добычи угля

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Алтай-Кокс	AKKS	0,47	0,52	0,49	472	0,73	47,5%	Покупать
ОАО Угольная компания Кузбассразрезуголь, ао	KZRU	0,60	0,61	0,60	3 668	0,51	-15,4%	Продавать
ОАО Шахта Полосухинская, ао	PLSU	1000,00	9999,00	5499,50	16	17 115*	211,2%	-
ОАО Шахта Полосухинская, ап	PLSUP	300,00	2500,00	1400,00	16	4 279*	205,7%	-
ОАО Приморскуголь, ао	PRUG	250,00	300,00	275,00	295	279*	1,4%	-
ОАО Приморскуголь, ап	PRUGP	175,10	280,00	227,55	295	195*	-14,1%	-
ОАО Шахта Комсомолец, ао	SHKM	170,00	320,00	245,00	39	324*	32,1%	-
ОАО Шахта Комсомолец, ап	SHKMP	180,00	225,00	202,50	39	228*	12,4%	-
ОАО Шахта Польшаевская, ао	SHPL	150,00	500,00	325,00	24	667*	105,2%	-
ОАО Шахта Польшаевская, ап	SHPLP	95,00	200,00	147,50	24	267*	80,8%	-
ОАО Белон, ао	BLNG	85,50	100,00	92,75	1 150	99,2	7,0%	Покупать
ОАО Распадская	RASP	5,90	6,10	6,00	4 607	7,1	18,4%	Покупать

* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

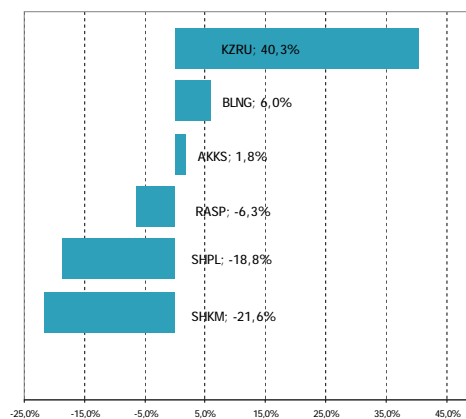
В январе лишь некоторые из анализируемых нами компаний демонстрировали положительную динамику котировок. Так, лидером роста стали акции УК Кузбассразрезуголя (KZRU), которые за месяц подорожали более чем на 40%. В настоящее время бумаги компании исчерпали свой потенциал роста и торгуются на 15,4% выше своей целевой цены. В связи с этим, мы выставляем рекомендацию **Продавать** по бумагам Кузбассразрезуголя.

Еще одним лидером сектора в январе стали бумаги группы Белон (BLNG), которые за первый месяц года выросли на 6% на фоне выхода производственных результатов группы за 2007 год. Так, за прошлый год добыча коксующихся и энергетических углей выросла на предприятии на 37%. В то же время, объем производства угольного концентрата и переработки коксующихся углей остался на уровне 2006 года, что объясняется дефицитом на рынке коксующихся углей, необходимых для полной дозагрузки обогатительных мощностей компании.

Активное наращивание темпов добычи ведется в соответствии с планами группы. Согласно стратегии компании, к 2012 году объем добычи угля должен достичь уровня 14-15 млн. тонн угля в год. В планах на 2008 год увеличить достигнутый в 2007 году показатель в полтора раза и добыть не менее 7 млн. тонн коксующегося и энергетического угля. Несмотря на то, что за последний месяц потенциал роста акций компании сократился до 7% на февраль мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по бумагам Белона.

Также мы сохраняем рекомендацию **Покупать** и по акциям Распадской. В результате снижения котировок компании на -6,3% бумага стала достаточно привлекательной для покупки. Мы полагаем, что в 2008 году компания сумеет сохранить достигнутые в 2007 году результаты. В текущем году Распадская ставит целью добыть 13,7 млн. тонн угля. При этом объем обогащения угля вырастет на 15% или 11,8 млн. тонн, а доля обогащения на сторонних фабриках в общем объеме отгружаемого концентрата снизится с 12% в 2007 году до 9% в 2008 г, что благоприятно скажется на рентабельности бизнеса компании. Наша текущая целевая цена по бумагам Распадской на ближайшие 12 месяцев **7,1 долл.**

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Алтай-Кокс	AKKS	0,49	0,80	0,60	0,55	7,25	4,09	3,83	6,95	3,99	3,73	10,75	6,33	5,83
ОАО Угольная компания Кузбассразрезуголь, ао	KZRU	0,60	2,94	2,55	2,23	22,14	19,16	16,74	17,35	15,41	13,75	48,45	41,93	36,63
ОАО Шахта Полосухинская, ао	PLSU	5499,50	0,14	0,12	0,11	0,74	0,64	0,55	0,47	0,35	0,32	1,18	1,02	0,89
ОАО Приморскуголь, ао	PRUG	275,00	3,66	3,17	2,77	17,05	14,76	12,89	13,84	11,65	10,41	43,51	37,66	32,90
ОАО Шахта Комсомолец, ао	SHKM	245,00	1,42	1,23	1,08	64,93	56,32	49,30	9,98	9,25	8,57	6,43	8,35	7,29
ОАО Шахта Польшаевская, ао	SHPL	325,00	1,14	0,98	0,86	16,99	14,72	12,87	7,43	6,80	6,23	96,02	83,11	72,60
ОАО Белон, ао	BLNG	92,75	1,66	1,37	1,14	17,77	10,92	7,09	8,68	6,09	4,43	12,82	9,59	6,91
ОАО Распадская	RASP	6,00	6,70	5,39	4,34	16,64	11,61	8,72	11,43	8,81	6,95	22,51	15,36	11,24

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

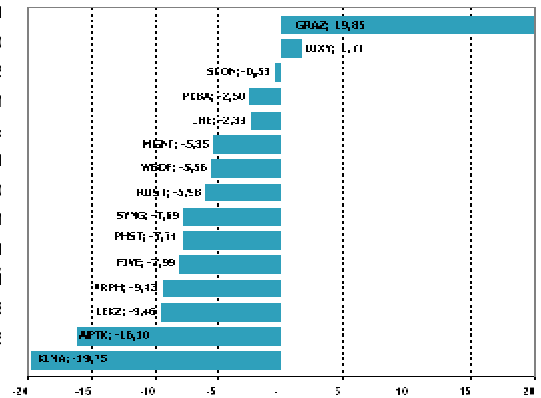
Прошедший месяц для российского рынка оказался далеко не самым простым. Падение на мировых финансовых площадках не обошло стороной и российский фондовый рынок. Активные покупки в начале января сменились продажами, которые временами приобретали панический характер. В результате индекс РТС потерял за январь месяц около 10%. Однако отметим, что в потребительском секторе негативные настроения инвесторов были не столь ярко выражены. Индекс RTSr (индекс потребительских товаров и розничной торговли) снизился весьма скромно - чуть более 5-ти процентов. Это свидетельствует о меньшей корреляции предприятий потребительского сектора с мировой финансовой системой и еще раз подчеркивает необходимость присутствия бумаг компаний в портфеле в качестве защитного инструмента.

По итогам месяца наиболее активные продажи коснулись акций Аптечной сети 36,6 (АРТК; -16,1%) и Концерна Калины (KLNA; -19,75%) – инвесторы сочли за благо исключить из портфеля акции наиболее слабых компаний. Также более 7% потеряли акции ОАО Синергия (SYNG; - 7,69%), хотя в сложившихся условиях потребление крепких алкогольных напитков среди людей, имеющих прямое или косвенное отношение к фондовому рынку, скорее всего возрастет.

В среднем за прошедший месяц большинство компаний потребительского рынка потеряли от 2 до 10%, однако ряд компаний двигались против обще рыночных тенденций, продемонстрировав рост котировок. Так, покупки наблюдались в акциях Группы Разгуляй, подорожавших на 19,85%. Росту котировок способствовал продолжающийся рост цен на продовольственное сырье. Мы рассчитываем на сильные финансовые результаты компании по итогам 2007 года, что может стать дополнительным стимулом увеличения капитализации Группы Разгуляй. Кроме того, государственная поддержка (импортные пошлины, субсидируемая процентная ставка для с/х предприятий), удовлетворительный уровень прозрачности компании, а также сильные позиции на рынке торговли зерном и производства сахара окажут своего рода поддержку акциям компании. Наша целевая цена составляет **7,36 долл.**, и мы рекомендуем **держать** акции компании.

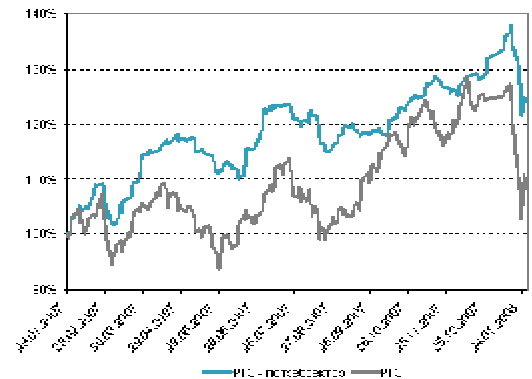
Мы полагаем, что в 2008 году в сельском хозяйстве и АПК можно ожидать активизации за счет благоприятной внешней конъюнктуры. Россия может существенно увеличить производство зерна и других видов продукции растениеводства для удовлетворения растущего спроса на продовольствие как внутри страны, так и за ее пределами. Спрос на продовольствие был спровоцирован ростом потребления в развивающихся странах, где увеличились доходы населения на фоне экономического роста. Популярность биотоплива также создало предпосылки для дефицита зерна и других важнейших продуктов на мировом рынке в 2007 году. Мы считаем, что все эти тенденции сохранятся и в году наступившем, и мировой финансовый кризис на ситуацию в этом секторе влияния практически не окажет.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

РТС - потребительский сектор



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Кроме того, на наш взгляд, высокие цены на нефть, установившиеся в последнее время, благоприятствуют росту реальных располагаемых доходов населения, что в свою очередь, позитивно влияет на развитие потребительского сектора в целом. Мы считаем, что пока страна зависит от нефтяного фактора, а цены на нефть не достигли своего максимума и еще будут расти, доходы населения также будут увеличиваться.

В январе продуктовые розничные сети предоставили предварительные результаты деятельности по итогам всего 2007 года. В целом итоги работы публичных ритейлеров не преподнесли нам сюрпризов.

Флагманом роста стала компания X5 Retail Group (FIVE LI), увеличившая выручку на 53% (pro forma), до 5 284 млн.долл. Фактический показатель на 4% превысил наш прогноз. В 2007 году X5 Retail Group открыла 249 магазинов, в том числе 223 дискаунтера, 23 супермаркета и 3 гипермаркета. Общая торговая площадь увеличилась на 31% или 143 тыс. кв. м. до 609,21 тыс. кв. м. Таким образом, компания выполнила свой прогноз по расширению торговых площадей. Показатель LFL в 2007 составил 20%. Это, безусловно, отличный результат, характеризующий степень приверженности и лояльности покупателей к сети магазинов.

На 2008 год компания поставила перед собой ряд задач:

- Рост выручки по итогам 2008 года, без учета реализации опциона на покупку сети гипермаркетов Карусель, прогнозируется на уровне 36-38% в рублевом выражении (мы полагаем, что динамика выручки с учетом приобретения Карусели будем значительно выше);
- Динамика показателя LFL в 2008 году ожидается не ниже 10% (мы ожидаем на уровне 14%-18%);
- В течение 2008 года группа планирует нарастить 140-160 тыс. кв.м. торговых площадей (без учета показателей Карусели), что мы считаем вполне выполнимым;
- В текущем году планируется ввести в эксплуатацию 8 гипермаркетов (6 – компактных и два больших), что согласуется со стратегией компании;
- X5 прогнозирует увеличить площадь распределительных центров на 40 тыс.кв.м.
- Инвестиции в 2008 году ожидаются на уровне 1200-1400 млн.долл., причем около 40% суммы планируется вложить в магазины, открытие которых произойдет не ранее 2009 года.

Мы считаем X5 Retail Group одной из самых привлекательных бумаг потребительского сектора и коррекцию на рынке рассматриваем как отличную возможность входа в акции компании. Целевая цена по акциям составляет **42,49 долл.** (на конец 2008 года). Потенциал роста – около 30%. Рекомендация – **Покупать.**

Приятно удивил инвесторов **Магнит (MGNT)**. Выручка компании за 2007 год, по предварительным данным, составила 3676,52 млн. долл., что на 46,78% больше по сравнению с 2006 годом. Наши прогнозы были более консервативны – на уровне 3575 млн.долл. В 2007 году Магнит открыл 304 магазина (net). Только за ноябрь—декабрь компания ввела в эксплуатацию 180 точек, что составляет более трети годового прогноза. В 2007 году Магнит запустил 3 гипермаркета (в Московской, Ленинградской области и в Краснодаре) из запланированных 6-ти. Однако мы полагаем, что компания сможет реализовать свой потенциал по открытию гипермаркетов в 2008 году. Общая торговая площадь по итогам 2007 года увеличилась на 24,62% до 651,658 кв.м.

Мы позитивно оцениваем результаты деятельности компании за 2007 год. Рост выручки связан как со стремительным увеличением общего количества магазинов, так и с высокими показателями like-for-like (по итогам 9 месяцев 2007 года LFL составил 21%). В 2008 году компания планирует открыть не менее 300 магазинов, причем около 20 из них должно прийти на формат гипермаркетов.

Достиженные компанией результаты подвигли нас к пересмотру целевой цены по акциям компании в сторону повышения. Наша целевая цена составила **62 долл.** (прежняя цена – 58 долл.). Рекомендация - **Покупать**.

Отметим также, что акционеры ОАО «Магнит» на внеочередном собрании 28 января одобрили договор об андеррайтинге с организаторами планируемого вторичного размещения акций (SPO) компании - Deutsche Bank и Morgan Stanley. Параметры SPO пока не определены, и объем размещения будет зависеть от конъюнктуры рынка. Раньше руководство компании сообщало о возможном проведении SPO в апреле-мае 2008 года на Лондонской фондовой бирже (LSE) и российских площадках. По неофициальным данным, объем SPO может составить около 500 млн. долл. Мы считаем, что привлечение финансовых средств посредством SPO - стратегически верное решение в сложившихся условиях. В настоящее время Магниту необходимы серьезные финансовые вливания для активного развития проекта строительства гипермаркетов.

Более низкие темпы роста выручки продемонстрировал **Седьмой Континент (SCON)**. В 2007 году его выручка увеличилась на 32% по сравнению с показателем предыдущего года и составила 1,405 миллиарда долларов. Мы считаем опубликованный темп роста выручки несомненным успехом для компании, учитывая тот факт, что за весь 2007 год Седьмому Континенту удалось открыть лишь 4 магазина. Прирост торговой площади составил 7,5% до 147 тыс.кв.м. Более чем скромные темпы роста сети, по нашему мнению, уже отыграны рынком. Наибольший прирост выручки по итогам 2007 года наблюдался в регионах (+113%), что подтверждает перспективность развития сети вне Московского региона. Региональная выручка обеспечивает 17% общей выручки торгового оператора. Отметим, что рост выручки в регионах обеспечен как увеличением торговых площадей (открытие 1 магазина), так и ростом числа покупателей на 37% и ростом среднего чека на 56% с 8,1 долл. до 12,7 долл. Что касается показателя like-for-like, то, по предварительным данным, он составил 17,8% для компании в целом, причем рост показателя обусловлен исключительно ростом среднего чека на 18,5% при падающем трафике (-0,6%).

Мы рекомендуем к **Покупке** акции компании с целевой ценой в **34,43 долл.** Мы полагаем, что в текущем году разрешится ситуация со стратегическим инвестором, что явится драйвером роста бумаг. Кроме того, мы считаем, что соглашение с Группой компаний «Ташир», в рамках которого заключено 11 договоров на строительство новых гипермаркетов в регионах позволит улучшить динамику роста операционных характеристик.

Выручка **ГК «Дикси» (DIXY)** выросла по итогам 2007 года на 42% по сравнению с показателем 2006 года и составила 1431 млн. долл. В том числе выручка от розничных операций магазинов «Мегамарт» составила 124 млн долл., что на 32% превышает аналогичный показатель 2006 года. Выручка от розничных операций магазинов «Минимарт» составила 46,3 млн долл. (+151%). Общее количество магазинов сети выросло по итогам года на 19% и составило 388 точки, включая 373 магазина «Дикси», 8 компактных гипермаркетов «Мегамарт» и 7 супермаркетов «Минимарт» в трех федеральных округах России. Таким образом, Дикси в течение года открыла 65 магазинов.

Опубликованные результаты деятельности в целом соответствуют нашим ожиданиям. Компании не удалось выполнить план по открытию новых магазинов (80 точек), озвученный при выходе на IPO. Мы позитивно оцениваем высокие темпы роста выручки компании, однако считаем, что Группа Дикси должна уделять большее внимание рентабельности бизнеса и показателю сопоставимых продаж в магазинах сети. Мы полагаем, что новый акционер ГК «Меркурий» сможет вывести сеть на качественно новый уровень. Наша целевая цена по акциям компании **18,89 долл.** рекомендация – **Покупать.**

Мы считаем, что в настоящий момент в силу коррекционных явлений акции всех четырех торговых операторов выглядят привлекательными для покупки. Однако мы отдаем предпочтение акциям X5 Retail Group и Магнита как бумаг наиболее ликвидных компаний с четкой стратегией роста и низкими наиболее низкими рисками.

Параметры	X5 Retail Group	Магнит	Седьмой Континент	Дикси
Выручка, 2007	5 284,3	3 676,5	1 405,0	1 431,0
Темп роста выручки, 2007/2006	52,7%	46,8%	31,6%	41,8%
Кол-во магазинов на конец 2007 года	868	2197	127	388
Кол-во открытых в 2007 году магазинов	249	304	4	65
Прирост магазинов, %	40,0%	16,1%	3,3%	19,0%
Торговая площадь на конец 2007 года, тыс.кв.м.	609,2	651,7	147,0	151,0
Прирост площади, тыс.кв.м.	143,1	128,7	10,0	22,9
Прирост площади (2007/2006), %	30,7%	24,6%	7,3%	17,8%

Источник: данные компаний, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Магнит	MGNT	47,75	47,10	47,80	3441,60	62,01	29,7%	Покупать
ОАО Седьмой Континент	SCON	26,20	25,60	25,75	1931,25	34,43	33,7%	Покупать
Группа Х5	FIVE	32,55	32,51	32,70	7078,90	42,49	29,9%	Покупать
Группа Дикси	DIXY	15,00	14,70	14,85	891,00	18,91	27,3%	Покупать
Аптечная сеть 36,6	APTK	66,00	61,00	61,25	581,88	85,25	39,2%	Держать
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	34,00	30,00	32,50	316,95	52,20	60,6%	Покупать
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	57,50	55,00	55,00	550,00	68,15	23,9%	Покупать
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	84,50	83,10	85,00	3740,00	119,45	40,5%	Покупать
ОАО Лебедянский	LEKZ	83,01	83,00	83,30	1700,26	115,75	39,0%	Покупать
ОАО Балтика	PKBA	50,00	43,00	48,75	8281,58	64,47	32,3%	Покупать
ОАО Балтика	PKBAp	33,50	30,00	30,00	8281,58	45,90	53,0%	Покупать
ОАО Верофарм	VRPH	47,50	47,00	48,00	480,00	69,52	44,8%	Покупать
ОАО Фармстандарт	PHST	66,20	66,00	66,20	2501,87	74,34	12,3%	Покупать
ОАО Синергия	SYNG	57,00	55,50	60,00	696,00	81,41	35,7%	Покупать
Группа Разгуляй	GRAZ	8,40	8,00	8,15	978,00	7,36	-9,7%	Держать
Группа Черкизово	CHE	14,05	13,50	13,50	801,26	16,28	20,6%	Покупать

Источник: расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	px Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Магнит	MGNT	47,80	1,25	0,86	0,61	33,17	18,07	10,57	21,00	11,07	6,43	42,70	24,39	13,93
ОАО Седьмой Континент	SCON	25,75	1,65	1,19	0,87	21,48	14,93	9,62	16,23	10,74	6,90	22,28	22,97	14,79
Группа Х5	FIVE	32,70	1,75	1,08	0,81	32,43	18,65	12,64	20,47	11,78	8,15	87,20	28,84	18,17
Группа Дикси	DIXY	14,85	0,72	0,54	0,44	28,73	12,44	9,14	15,22	8,49	6,57	66,35	19,23	12,69
Аптечная сеть 36,6	APTK	61,25	0,99	0,65	0,48	40,71	18,44	7,65	23,26	8,63	4,31	18,31	14,51	117,60
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	32,50	1,34	1,16	1,03	12,63	10,12	8,42	9,87	8,14	6,92	18,08	13,88	11,12
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	55,00	2,68	1,90	1,40	28,20	16,65	11,09	21,50	12,76	8,48	50,03	27,50	17,27
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	85,00	1,82	1,44	1,18	18,23	12,67	9,53	13,47	9,67	7,41	26,50	17,05	12,44
ОАО Лебедянский	LEKZ	83,30	2,10	1,69	1,41	13,62	11,25	9,01	11,31	8,92	7,44	19,34	14,91	11,09
ОАО Балтика	PKBA	48,75	1,22	1,05	0,94	5,00	4,14	3,61	3,98	3,32	2,90	13,80	11,25	9,84
ОАО Верофарм	VRPH	48,00	3,86	3,08	2,50	14,83	10,49	7,86	13,43	9,61	7,26	20,56	14,05	10,16
ОАО Фармстандарт	PHST	66,20	6,37	5,13	4,27	18,60	14,15	11,51	16,45	12,66	10,36	26,10	18,35	14,54
ОАО Синергия	SYNG	60,00	2,09	1,72	1,45	11,79	8,87	7,03	10,76	7,80	6,09	16,59	12,38	9,46
Группа Разгуляй	GRAZ	8,15	1,15	1,00	0,91	11,38	9,23	8,12	8,27	6,97	6,24	19,65	13,03	10,56
Группа Черкизово	CHE	13,50	1,43	1,15	1,03	12,46	9,80	8,79	9,97	7,29	6,54	11,71	8,90	8,35

Источник: расчеты Ист Коммерц

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОГК-1	OGKA	0,1180	0,1225	0,11850	5 290	0,14187	15,81 %	Покупать
ОГК-2	OGKB	0,1250	0,1290	0,1300	4 223	0,18377	42,46%	Покупать
ОГК-3	OGKC	0,1250	0,1300	0,1300	6 173	0,13107	1,00%	Продавать
ОГК-4	OGKD	0,1185	0,1350	0,1250	7 877	0,14209	5,25 %	Держать
ОГК-5	OGKE	0,1750	0,1780	0,1750	6 190	0,17072	-4,09 %	Продавать
ОГК-6	OGKF	0,1030	0,1120	0,1100	3 548	0,16467	49,7 %	Покупать
ТГК-1	TGKA	0,00118	0,0013	0,0012	4 621	0,0011	-15,38 %	Продавать
ТГК-2	TGKB	0,00083	0,00087	0,00086	946	0,00107	22,98 %	Покупать
Мосэнерго	MSGNG	0,2100	0,2600	0,2260	8 983	0,23517	-9,55 %	Продавать
ТГК-4	TGKD	0,00109	0,00119	0,00112	1 524	0,00112	-5,88 %	Продавать
ТГК-5	TGKE	0,00084	0,00088	0,00085	1 046	0,00140	59,09 %	Покупать
ТГК-6	TGKF	0,00098	0,00117	0,0010	1 289	0,00152	29,91 %	Покупать
ТГК-7	TGKG	0,1030	0,1060	0,1040	2 716	0,15122	42,66 %	Покупать
ТГК-8	TGKN	0,00138	0,00145	0,0014	2 886	0,00149	2,76 %	Держать
ТГК-9	TGKI	0,00029	0,00032	0,00029	1 652	0,00038	31,03 %	Покупать
ТГК-10	TGKJ	3,200	3,800	3,7500	1 733	3,20093	-15,77 %	Продавать
ТГК-12	KZBE	2,445	2,740	2,520	1 780	3,17680	15,94 %	Покупать
ТГК-14	TGKN	0,00028	0,00040	0,00033	257	0,00037	12,12 %	Покупать
Башкирэнерго	BEGY	1,9400	2,100	2,055	2 143	2,80913	33,77 %	Покупать

Источник: PTC, расчеты ИстКоммерц

РАО «ЕЭС России»

Первый месяц нового года был нелегким для электроэнергетики. Кризис на мировых финансовых рынках не обошел стороной и российские площадки. Так, в лидерах падения оказался холдинг РАО ЕЭС России. На фоне снижения индекса PTC на 7%, флагман отечественной энергетики потерял в январе около 20%.

Несмотря на 20% падение котировок РАО мы полагаем, что опасения инвесторов не совсем оправданы. В настоящее время акции компании, торгуются с колоссальным дисконтом к агрегированной стоимости активов РАО и это предоставляет инвесторам хорошую возможность для дешевого участия в реорганизации энергохолдинга. Мы полагаем, что инвестиционная привлекательность акций РАО ЕЭС будет раскрываться по мере приближения даты реорганизации, когда будет очевидна выгода от покупки акций энергохолдинга по сравнению с инвестированием в отдельные сегменты (генерация, сети, сбыт и т.д.). Кроме того, подавляющее большинство инвесторов РАО – это долгосрочные инвесторы, поддержавшие реорганизацию РАО ЕЭС 26 октября 2007 г. и готовые ждать логического завершения проводимых структурных преобразований.

Мы продолжаем оценивать акции энергохолдинга методом составных частей и уверены, что 1 июля акционер получит такой набор активов, который по своей стоимости будет равен: 1,94 долл. для обыкновенной и 1,81 долл. для привилегированной акции.

Мы подтверждаем, ранее выставленную рекомендацию **Покупать** по бумагам энергохолдинга.

Распределение стоимости активов на одну акцию РАО

Наименование	Обыкновенная акция			
	ЗА		ПРОТИВ	
Тепловая генерация	0,86	44,16%	0,28	14,30%
ГидроОГК	0,35	18,16%	0,46	23,71%
ФСК	0,24	12,46%	0,54	28,11%
Распределительные компании	0,41	21,16%	0,41	21,18%
РАО ЭСВ	0,05	2,32%	0,05	2,33%
Сочинская ТЭС	0,03	1,73%	0,03	1,73%
Центрэнергохолдинг	-	0,00%	0,12	6,29%
Интергенерация	-	0,00%	0,04	1,84%
Сибэнергохолдинг	-	0,00%	0,01	0,51%
Итого на акцию, долл.	1,94	1,00	1,94	1,00

Наименование	Привилегированная акция			
	ЗА		ПРОТИВ	
Тепловая генерация	0,78	43,23%	0,25	13,89%
ГидроОГК	0,32	17,78%	0,42	23,03%
ФСК	0,22	12,20%	0,50	27,30%
Распределительные компании	0,41	22,62%	0,41	22,47%
РАО ЭСВ	0,05	2,48%	0,05	2,47%
Сочинская ТЭС	0,03	1,69%	0,03	1,68%
Центрэнергохолдинг	-	0,00%	0,12	6,67%
Интергенерация	-	0,00%	0,04	1,95%
Сибэнергохолдинг	-	0,00%	0,01	0,54%
Итого на акцию, долл.	1,81	1,00	1,82	1,00

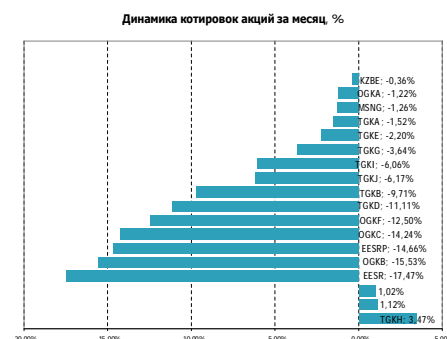
Источник: РАО ЕЭС России, расчеты ИстКоммерц

ТеплоОГК/ТГК

ТГК-4 разместят в марте

По информации РАО ЕЭС России, срок приема оферты на приобретение акций (предполагается, что размещение дополнительной эмиссии пройдет вместе с продажей гос.пакета) ТГК-4 продлен до 25 марта. Мы нейтрально рассматриваем это событие и полагаем, что в феврале внимание инвесторов будет отвлечено от акций этой компании. Дело в том, что интерес большинства игроков в отношении теплогенерирующих активов определяется возможностью поучаствовать в предстоящей оферте, поэтому вероятнее всего, что интерес рынка к ТГК-4 активизируется по мере приближения даты размещения.

После РАО вторым крупнейшим акционером компании является Prosperity Capital Management, которому принадлежит около 19,2 % акций ТГК-4. Кроме этого, интерес к компании проявили CEZ и КЕРКО. Мы полагаем, что Prosperity Capital Management, выкупит ту часть допэмиссии, которая необходима ей для сохранения своего текущего пакета в ТГК-4. По текущим котировкам, это может стоить ей 127 млн. долл. Соответственно, оставшаяся часть допэмиссии и гос.доля могут обойтись новому владельцу в 1 041 млн. долл.



Источник: Bloomberg, расчеты ИстКоммерц

	Кол-во акций, тыс. шт.	Затраты по текущим котировкам, тыс. долл.	Доля в УК после размещения
Акции, к размещаемые в пользу стратегического инвестора	473 488 000	535 041	46%
Акции, приходящиеся на гос. долю	448 073 145	506 323	
Докупка акций Prosperity Capital Management	112 512 000	127 139	5,7%
РАО ЕЭС России			10,7%
Итого		1 168 503	

Источник: РАО ЕЭС, РТС, Оценка Ист Коммерц

В любом случае, новый владелец компании консолидирует больше 30% уставного капитала ТГК-4, в связи с чем обязан будет выставить оферту миноритарным акционерам. По текущим котировкам цена выкупа не должна быть ниже – 0,00113 долл., что соответствует средневзвешенному значению цены акций ТГК-4 за последние 6 месяцев. Тем не менее, мы не исключаем, что компанию продадут с премией 10-12 % к рынку. В этом случае, предстоящая оферта может послужить хорошей возможностью, чтобы зафиксировать прибыль. Сегодня ТГК-4 торгуется по показателю EV/Установленная мощность на уровне 539 долл./кВт, при среднем уровне по ТГК 550 долл./кВт. Кроме того, согласно нашей DCF-модели справедливая стоимость обыкновенной акции ТГК-4 составляет 0,00112 долл., что предполагает – 1% потенциал падения от текущих котировок в РТС. Рекомендация **Продавать** остается в силе.

Магистральные сетевые компании

Вместе с реорганизацией холдинга РАО ЕЭС России 1 июля 2008 года произойдет одноэтапное присоединение магистральных сетевых компаний (МСК и ММСК) к Федеральной сетевой компании (ФСК). Ранее предполагалось использование двухэтапной модели слияния.

В ходе первого этапа планировалось присоединить МСК к ММСК, а в ходе второго ММСК к ФСК. Тем не менее, такой способ консолидации не нашел одобрения со стороны РАО ЕЭС России и 30 марта 2007 года Советом директоров РАО была утверждена одноэтапная схема слияния МСК/ММСК и ФСК, в соответствии с которой сетевые компании будут присоединены к ФСК напрямую.

Мы считаем что текущий уровень цен по акциям магистральных сетевых компаний, предоставляет инвесторам неплохую возможность для дешевого входа в состав акционеров ФСК, по сравнению с покупкой акций РАО. Так, акционер купивший одну акцию РАО ЕЭС заплатит за одну бумагу ФСК 0,11 долл., при этом средняя цена акций ФСК, по текущим котировкам МСК колеблется в диапазоне 0,0256-0,0497 долл. Таким образом, для более выгодного входа в ФСК подходят бумаги торгующихся магистральных компаний. По нашим оценкам наилучшими компаниями для более эффективного входа при текущих котировках являются: привилегированные акции Тверских магистральных сетей, Воронежской магистральной сетевой компании, Челябинских магистральных электрических сетей и обыкновенные акции Архангельской магистральной сетевой компании (см. таблицу).

В среднесрочной перспективе к основным драйверам роста объединенной ФСК можно отнести:

- мощный синергетический эффект, который будет реализован за счет присоединения МСК к ФСК. Мы полагаем, что предстоящее объединение послужит основным катализатором роста стоимости акционерного капитала консолидированной ФСК в среднесрочной перспективе. По нашим оценкам, капитализация ФСК к середине 2008 года составит около 38,5 млрд. долл.;
- колоссальный дисконт с которым торгуются отечественные компании по сравнению с зарубежными аналогами. Сегодня, рыночная оценка магистральных сетевых компаний составляет 48 тыс. долл./км., при этом средняя оценка зарубежных аналогов колеблется в диапазоне 140-260 тыс.долл./км;
- существенный рост финансовых показателей ФСК, начиная с 2010 года, чему будет способствовать переход компании на новое тарифообразование. Предполагается, что начиная с 2010 года, будет происходить переход от метода «затраты плюс» на механизм тарифообразования на основе RAB (Regulatory Asset Base), позволяющий включать в тариф затраты на возврат инвестированного капитала.

Тем не менее, мы не исключаем что участие в капитале ФСК сопряжено с наличием определенных рисков. Дело в том, что деятельность ФСК будет полностью контролироваться государством, доля участия которого не опустится ниже чем 75 %+1 акция. Поэтому, в настоящее время достаточно сложно предсказать дивидендную политику компании.

Мы считаем, что инвестиционная привлекательность сетевых компаний будет раскрываться по мере приближения даты реорганизации РАО ЕЭС России, когда будет очевидна выгода от покупки бумаг магистральных сетевых компаний (МСК), по сравнению с входом через акции РАО.

Наиболее привлекательные компании для входа в ФСК

Компания	Тикер	КК акций МСК за 1 акцию ФСК	bid, \$	ask, \$	Временная стоимость ФСК по текущим котировкам, \$	Справедливая стоимость МСК	Upside, %
Тверские МС, ап	TVMSP	0,774784896467240	0,03100	0,03300	0,0256	0,04303	30%
Воронежская МСК, ап	vrmsp	0,116775340113696	0,21700	0,22000	0,0257	0,28552	30%
Челябинские МЭС, ап	clmsp	4,295058312667670	0,00580	0,00610	0,0262	0,00776	27%
Архангельская МСК, ап	ARMS	1,423704834236800	0,01700	0,01900	0,0271	0,02342	23%
Кольские МС, ап	KOMSP	0,249924424375571	0,09440	0,11000	0,0275	0,13341	21%
Ярославские МС, ап	yrms	0,011038700056153	2,00000	2,50000	0,0276	3,02046	21%
Брянская МСК, ап	BRMSP	0,015348855595399	1,55600	1,80000	0,0276	2,17227	21%
Свердловские МС, ап	svmsp	0,197421480089809	0,12050	0,14000	0,0276	0,16889	21%
Ярославские МС, ап	yrmsp	0,012053614387588	2,00000	2,30000	0,0277	2,76614	20%
Читинские МС, ап	chms	0,509259872157684	0,04650	0,05450	0,0278	0,06547	20%
Свердловские МС, ап	svms	0,180798591466247	0,13200	0,15500	0,0280	0,18441	19%
Дагестанские МС, ап	DAMS	6,245370278280530	0,00450	0,00450	0,0281	0,00534	19%
Кировские МЭС, ап	kims	4,016611073600780	0,00600	0,00700	0,0281	0,00830	19%
Удмуртские МС, ап	UDMSP	0,225324235026371	0,10300	0,12500	0,0282	0,14797	18%
МЭС Кузбассэнерго	kbms	0,128508409477357	0,17500	0,22000	0,0283	0,25945	18%
Кольские МС, ап	KOMS	0,228880787843148	0,10220	0,12400	0,0284	0,14567	17%
Петербургские МС, ап	PBMSP	0,204159529795694	0,11250	0,14000	0,0286	0,16331	17%
Архангельская МСК, ап	ARMSP	1,554602352300500	0,01550	0,01850	0,0288	0,02145	16%
МЭС Республики Коми, ап	KMMS	1,737415844576040	0,01630	0,01670	0,0290	0,01919	15%
Белгородская МСК, ап	blmsp	0,00258207232533	10,00000	11,50000	0,0297	12,91285	12%
Рязанские МС, ап	rzms	0,204808296409134	0,11410	0,14500	0,0297	0,16280	12%
Пермская МСК, ап	PMMS	0,029938658933284	0,76900	1,00000	0,0299	1,11367	11%
Воронежская МСК, ап	vrms	0,106942856476123	0,23200	0,28000	0,0299	0,31177	11%
Тамбовская МСК, ап	TAMSP	2,736003207339470	0,00780	0,01100	0,0301	0,01219	11%
Самарская МК, ап	SRMSP	1,184895899608480	0,02020	0,02550	0,0302	0,02814	10%
Московская МСК, ап	msms	5,610274139016240	0,00450	0,00540	0,0303	0,00594	10%
Калужская МСК, ап	klms	0,121275502028615	0,20800	0,25000	0,0303	0,27493	10%
Саратовская МК, ап	SAMSP	3,046953726011730	0,00760	0,01000	0,0305	0,01094	9%
Читинские МС, ап	chmsp	0,556081974402362	0,04200	0,05500	0,0306	0,05996	9%
Волгоградские МС, ап	vgms	0,195280231166677	0,13500	0,15700	0,0307	0,17074	9%
Челябинские МЭС, ап	clms	3,933414402741060	0,00720	0,00780	0,0307	0,00848	9%
Саратовская МК, ап	SAMS	2,790400222281540	0,00850	0,01100	0,0307	0,01195	9%
Удмуртские МС, ап	UDMS	0,206351934437150	0,11100	0,15000	0,0310	0,16158	8%
Орловская МСК, ап	ORMSP	0,563281728103500	0,04100	0,05500	0,0310	0,05919	8%
Белгородская МСК, ап	BLMS	0,002364662208454	12,00000	13,30000	0,0315	14,10008	6%
Брянская МСК, ап	BRMS	0,014056481954266	1,87000	2,24000	0,0315	2,37200	6%
Пензенская МСК, ап	pnms	0,450160737727551	0,05180	0,07000	0,0315	0,07407	6%
Томские МС, ап	toms	1,581051689076460	0,01650	0,02000	0,0316	0,02109	5%
Омская МСК, ап	omms	0,004965404069945	4,30600	6,40000	0,0318	6,71485	5%
Курские магистральные сети, ап	kums	1,251046232227330	0,01860	0,02590	0,0324	0,02665	3%
Вологодские МС	VOMS	0,014745659695818	1,80000	2,20000	0,0324	2,26113	3%
Тамбовская МСК, ап	TAMS	2,505631737281490	0,01000	0,01300	0,0326	0,01331	2%
Липецкие МС, ап	LIMS	0,103240940647791	0,25000	0,32000	0,0330	0,32295	1%
Пермская МСК, ап	PMMS	0,027417823851102	0,90000	1,23000	0,0337	1,21607	-1%
Тульская МСК	tlms	1,690737975842850	0,01550	0,02000	0,0338	0,01972	-1%
Владимирские МС, ап	VLMS	0,019983292835218	1,35000	1,70000	0,0340	1,66849	-2%
Костромские МС, ап	KSMSP	0,880731539983477	0,03850	0,03900	0,0343	0,03786	-3%
Пензенская МСК, ап	pnmsp	0,491549178562515	0,05000	0,07000	0,0344	0,06783	-3%
Волгоградские МС, ап	vgmsp	0,213234583060360	0,11310	0,16200	0,0345	0,15636	-3%
Мордовская МСК	MRMS	3,160244577076860	0,00810	0,01100	0,0348	0,01055	-4%
Курские магистральные сети, ап	kumsP	1,366069264279680	0,01800	0,02590	0,0354	0,02441	-6%
МСК Ростовэнерго, ап	rtmsp	3,261612687586700	0,00960	0,01090	0,0356	0,01022	-6%
Орловская МСК, ап	ORMS	0,515853406597183	0,04510	0,07000	0,0361	0,06463	-8%
Костромские МС, ап	KSMS	0,806573944316868	0,03800	0,04500	0,0363	0,04134	-8%
Омская МСК, ап	ommsp	0,005421930628898	4,05000	6,75000	0,0366	6,14946	-9%
Смоленские МЭС, ап	SMMS	0,292906907070519	0,09500	0,12600	0,0369	0,11383	-10%
Томские МС, ап	tomsp	1,726415908578790	0,01500	0,02150	0,0371	0,01931	-10%
МЭС Республики Коми, ап	KMMSP	1,897156414693200	0,01300	0,02000	0,0379	0,01757	-12%
Нижегородская МСК, ап	NNMSP	0,001902623452037	19,90000	20,00000	0,0381	17,52419	-12%
Тверские МС, ап	TVMS	0,709548008184699	0,03310	0,05400	0,0383	0,04699	-13%
Самарская МК, ап	SRMS	1,085127664861450	0,02200	0,03600	0,0391	0,03073	-15%
Ивановские МС, ап	IVMSP	2,616652488026220	0,01000	0,01500	0,0392	0,01274	-15%
Ивановские МС, ап	IVMS	2,396330348534410	0,01010	0,01690	0,0405	0,01391	-18%
Астраханская МСК, ап	asms	0,653259038666839	0,04250	0,06200	0,0405	0,05104	-18%
Кировские МЭС, ап	kimsp	4,385904207906500	0,00570	0,00950	0,0417	0,00760	-20%
Марийские МС, ап	mims	0,301493731422265	0,07600	0,14000	0,0422	0,11059	-21%
Марийские МС, ап	mimsp	0,329213508869039	0,07300	0,13000	0,0428	0,10128	-22%
Петербургские МС, ап	PBMS	0,186969297386896	0,15000	0,23000	0,0430	0,17833	-22%
МСК Ростовэнерго, ап	rtms	2,986984899291900	0,01060	0,01450	0,0433	0,01116	-23%
Смоленские МЭС, ап	SMMSp	0,319837199247127	0,06710	0,15000	0,0480	0,10425	-31%
Нижегородская МСК, ап	NNMS	0,001742422557375	19,00000	28,50000	0,0497	19,13539	-33%

Источник: данные компаний, РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	Последняя Цена, \$	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			EV/Capacity			P/E		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
ОГК-1	OGKA	0,1185	4,7	3,8	2,9	59,8	35,0	24,5	36,4	22,5	13,6	584,2	93,9	48,4	33,4		
ОГК-2	OGKB	0,1300	3,8	3,0	2,3	64,4	35,4	19,8	38,8	25,0	12,9	498,6	100,2	49,3	33,6		
ОГК-3	OGKC	0,1300	6,44	5,5	4,5	88,2	41,7	38,5	46,7	28,3	21,2	734,9	75,3	57,0	52,4		
ОГК-4	OGKD	0,1250	7,6	6,0	4,6	132,3	43,4	23,9	62,7	31,1	18,3	990,3	197,5	59,6	32,3		
ОГК-5	OGKE	0,1750	5,6	4,7	3,9	78,9	52,4	34,7	28,6	23,0	17,3	695,2	92,1	80,9	62,9		
ОГК-6	OGKF	0,1100	3,3	2,8	2,3	31,1	19,3	14,5	15,1	11,9	8,8	426,5	47,7	28,0	20,7		
ТГК-1	TGKA	0,0012	3,9	3,4	2,7	41,71	59,3	40,0	25,9	25,8	17,2	644,5	87,4	58,3	28,5		
ТГК-2	TGKB	0,00086	1,4	4,47	3,9	12,8	4,5	3,9	11,7	4,2	3,6	440,5	20,03	6,51	6,23		
Мосэнерго	MSNG	0,2260	3,0	2,4	1,9	112,0	108,6	28,2	28,5	15,0	10,3	810,7	198,6	163,7	42,5		
ТГК-4	TGKD	0,00112	2,1	1,7	1,3	18,5	12,5	10,5	10,2	7,8	5,7	557,2	26,3	15,8	17,0		
ТГК-5	TGKE	0,00085	2,1	1,8	1,4	36,3	15,5	11,3	19,7	10,2	7,2	378,9	61,5	34,1	32,5		
ТГК-6	TGKF	0,0010	2,3	2,1	1,7	72,1	27,7	22,3	18,6	12,2	8,8	492,9	118,4	38,5	29,2		
ТГК-7	TGKG	0,1040	2,1	1,7	1,4	16,2	11,4	8,4	12,2	8,7	6,6	420,2	31,8	20,8	14,4		
ТГК-8	TGKH	0,0014	3,0	2,5	2,0	58,4	31,6	24,3	31,6	20,5	14,3	613,4	91,4	38,6	30,1		
ТГК-9	TGKI	0,00029	1,6	1,3	1,0	21,90	13,2	9,8	15,2	9,4	5,7	636,0	56,5	25,1	19,7		
ТГК-10	TGKJ	3,7500	2,3	1,9	1,5	46,3	30,7	24,8	24,6	18,9	13,1	602,7	90	45,4	36,7		
ТГК-12	KZBE	2,520	2,4	2,1	1,8	26,5	22,2	15,7	12,3	10,1	7,9	446,4	52,5	38,8	29,7		
ТГК-14	TGKN	0,00033	1,4	1,2	1,1	17,2	11,4	8,1	13,8	9,8	7,2	471,5	106,6	35,7	18,4		
Башкирэнерго	BEGY	2,055	1,3	1,1	1,0	12,7	10,6	9,0	12,8	10,7	9,1	446,9	15,9	14,8	11,9		

Источник: расчеты ИстКоммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

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

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

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

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

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

Тел.: (495) 644-1122

Факс: (495) 644-4797

Email: research@eastkom.ru

Департамент аналитических исследований

Head of Research

Фетисов Александр

тел.: (495) 644-1122

e-mail: Afetisov@eastkom.ru

Департамент продаж

*Head of Equity Sales/
Domestic Sales*

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: NPPermyakov@eastkom.ru

*Equity Sales Manager/
International Sales*

Ашешов Ник

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: NAsheshov@eastkom.ru

Департамент управления активами

Дерябин Павел

тел.: (495) 644-1122 доб. 2281

e-mail: PDeryabin@eastkom.ru

Департамент брокерского обслуживания

Head of Brokerage

Иванов Алексей

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: Alvanov@eastkom.ru

Представительства в России

С-Петербург

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

Petersburg@eastkom.ru

Калининград

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

Kalininograd@eastkom.ru

Ставрополь

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

Stavropol@eastkom.ru

Кемерово

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

Kemerovo@eastkom.ru

Липецк

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

Lipeck@eastkom.ru

Ростов-на-Дону

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

Rostov@eastkom.ru

Воронеж

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

Voronezh@eastkom.ru

Оренбург

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

Orenburg@eastkom.ru

Уфа

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

Ufa@eastkom.ru

Чебоксары

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

Cheboksary@eastkom.ru

Челябинск

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

Chelabinsk@eastkom.ru

Владивосток

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

Vladivostok@eastkom.ru

Представительства в Центральной Азии

Узбекистан

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

факс: +998 71 1385768

Кыргызстан

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

факс: +996 31 2660806