



15. 06. 2007

Стратегия по рынку акций Июнь 2007

Основные тенденции рынка :

- Ø Высокие мировые цены на нефть не добавили привлекательности нефтегазовому сектору. Акции крупных нефтегазовых компаний в большинстве своем потеряли в цене от 3% до 12%. В данной ситуации наилучшими позициями, по нашей оценке, обладают бумаги Лукойла (LKOH) и Роснефти (ROSN), при этом по Роснефти мы ожидаем рост спроса в конце июня – начале июля в результате публикации обновленных параметров бизнес-плана компании.
- Ø Коррекция рынка в конце мая – начале июня не могла не отразиться на секторе черной металлургии. С конца апреля индекс РТС Металлы и добыча снизился на -2.18% по сравнению с общим снижением рынка на -5.26%. Тем не менее, в этой ситуации мы подтверждаем потенциал роста у НЛМК (NLMK) и Магнитогорского металлургического комбината (MAGN). В секторе цветной металлургии мы подтверждаем рекомендацию Покупать для акций Норильского Никеля (GMKN).
- Ø Основной тенденцией в секторе телекоммуникаций можно назвать существенное снижение интереса инвесторов к отрасли. Ликвидные компании сектора (Уралсвязьинформ, МТС) в целом следуют за рынком, остальные бумаги консолидируются на достигнутых к началу июня уровнях. На наш взгляд, сегодня наиболее привлекательными бумагами отрасли остаются МТС (MTSS), Уралсвязьинформ (URSI) и Дальсвязь (ESPK)
- Ø Рост котировок акций потребительского сектора вследствие благоприятной конъюнктуры в стране делает сектор интересным для инвестирования. По нашему мнению, наиболее привлекательными объектами для инвестирования являются акции Седьмого Континента (SCON), подвергнувшиеся в последние месяцы сильной коррекции. Также мы советуем обратить внимание на акции компании X5 Retail Group (FIVE LI): удачное слияние сетей Пятерочки и Перекрестка способствует повышению эффективности объединенной компании.

ПРОГНОЗ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СЕКТОРОВ РЫНКА

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

Капитализация по отраслям, янв-май 2007 г.

Наименование сектора	Мср, млн. \$	Изменение Мср с начала года, %	Доля в общей капитализа., %
Нефть и газ	520 758	-16,7%	47,2%
газ	239 372	-18,0%	21,7%
нефть-добыча	272 581	-15,2%	24,7%
Нефть-переработка	3 671	-35,2%	0,3%
нефть-продажа	1 678	-0,7%	0,2%
нефть-транспорт	2 360	-33,8%	0,2%
нефть-сервис	1 096	-5,8%	0,1%
Банковский сектор	144 700	62,6%	13,1%
Электроэнергетика	137 522	22,9%	12,5%
энергетика-генерация	31 019	28,5%	2,8%
энергетика-сбыт	836	-6,4%	0,1%
энергетика-сеть	8 102	12,9%	0,7%
энергетика	97 565	22,4%	8,8%
Металлургия и добывающая пром.	122 964	10,4%	11,1%
Металлургия	50 396	10,6%	4,6%
Трубопрокатная индустрия	12 348	-10,7%	1,1%
Цветная металлургия	44 514	24,3%	4,0%
Горнорудная промышленность	9 569	-3,5%	0,9%
Уголь	6 136	-2,1%	0,6%
Телекоммуникации	59 291	8,3%	5,4%
Потребительский сектор	22 379	15,2%	2,0%
Пиво	7 919	11,2%	0,7%
Пищевая промышленность	8 336	39,9%	0,8%
Потребительские товары	6 124	-3,4%	0,6%
Химия и нефтехимия	19 975	6,3%	1,8%
Химическая промышленность	8 460	11,6%	0,8%
Производство удобрений	11 514	2,8%	1,0%
Машиностроение и электроника	23 865	21,8%	2,2%
Транспорт	7 908	21,0%	0,7%
Транспорт	6 624	23,3%	0,6%
Порты	1 284	10,3%	0,1%
Недвижимость	16 214	421,7%	1,5%
Строительство	5 992	123,9%	0,5%
Прочее	26 324	-2,1%	2,4%

СОДЕРЖАНИЕ

<i>Календарь выхода важнейших макроэкономических данных</i>	Стр. 6
<i>Макроэкономика: внутренний спрос – катализатор роста</i>	Стр. 7
<i>Нефтегазовый сектор</i>	Стр. 9-18
<i>Черная металлургия</i>	Стр. 19-22
<i>Цветная металлургия</i>	Стр. 23-25
<i>Добывающая промышленность</i>	Стр. 26-28
<i>Химия и нефтехимия</i>	Стр. 29-30
<i>Банковский сектор</i>	Стр. 31-32
<i>Телекоммуникации и медиа</i>	Стр. 33-35
<i>Сектор розничной торговли</i>	Стр. 36-41

СТРАТЕГИЯ ИЮНЬ 2007: РЕЗЮМЕ

Достаточно высокие мировые цены на нефть не добавили привлекательности нефтегазовому сектору. Акции крупных нефтегазовых компаний в большинстве своем потеряли в цене от 3% до 12% на фоне публикации разочаровывающей отчетности по первому кварталу 2007 года. В данной ситуации наилучшими позициями, по нашей оценке, сохраняют бумаги **Лукойла (LKOH)** и **Роснефти (ROSN)**, при этом по Роснефти мы ожидаем рост спроса в конце июня – начале июля в результате публикации обновленных параметров бизнес-плана компании.

В то же время слабые результаты российских НПЗ и компаний дистрибуторов нефтепродуктов значительно изменили расстановку сил в этом сегменте рынка. В результате вышедшей бухгалтерской отчетности мы ставим на пересмотр справедливую стоимость по акциям **Новойла (NUNZ)** и **Башкирнефтепродукта (BANP)**, в то же время сохраняя положительные рекомендации по бумагам **Лукойл-НОПСИ (NGNS)** и **Красноярскнефтепродукта (KRNF)**.

Коррекция рынка в конце мая – начале июня не могла не отразиться на секторе черной металлургии. Тем не менее, если взять динамику индексов с начала мая, то сектор металлургии выглядит значительно лучше рынка. С конца апреля индекс РТС Металлы и добыча снизился на – 2.18% по сравнению с общим снижением рынка на -5.26%. Мы полагаем, что **НЛМК (NLMK)** сейчас является одним из самых привлекательных объектов для инвестирования. Наше мнение основано, во-первых, на четких инвестиционных планах компании, во-вторых, на последовательном воплощении стратегии экспансии на зарубежные рынки (приобретение Winner Steel), а также на довольно устойчивой текущей ситуации на рынке металлургической продукции.

Наша справедливая цена составляет 3.18 долларов, что предполагает потенциал роста от текущих уровней 24.7% и соответствует рекомендации *Покупать*. Кроме того, мы произвели переоценку акций **Магнитогорского металлургического комбината (MAGN)** основываясь на озвученных инвестиционных планах компании, динамике производства за январь – май 2007 года, а также на планах по приросту производства до 2013 года. В настоящий момент наша оценка справедливой стоимости акции Магнитки составляет 0.947\$, что немного выше текущих оценок. Кроме того, мы сменили рекомендацию с *Продавать* на *Держать*.

21 мая 2007 года цены на никель (LME) достигли очередного максимального уровня за всю историю – 53 975 \$. Примечательно, что участники рынка как будто ждали лета для начала коррекции – в первую неделю июня цены на никель снизились на 12%. Нынешняя летняя коррекция, скорее всего, имеет сезонный, а не системный характер: в мире по-прежнему не хватает масштабных никелевых проектов, лишним подтверждением чему является упорная борьба «Норильского никеля» за LionOre. Переоценка вышедшей отчетности за 2006 год, а также объем заимствований, к которым прибегнет «Норильский никель» для финансирования сделки с LionOre, приведет к пересмотру справедливой цены акции. Пока наша рекомендация по акциям **«Норильского никеля» (GMKN)** остается прежней - *Покупать*, справедливая цена 245 долларов, потенциал роста 28%.

За месяц с середины мая по середину июня практически все банковские бумаги подверглись коррекции в той или иной мере. В каких-то случаях рыночная конъюнктура способствовала снижению котировок, в каких-то - вышедшая финансовая отчетность. Лидером снижения стали бумаги **«Уралсиба» (USBN)**, который разочаровал инвесторов отчетностью по МФО за 2006 год. Мы подтверждаем рекомендацию *Продавать* по акциям банка «Уралсиб» с индикативной ценой, полученной по доходному и сравнительному подходам на уровне 0.022\$, что на 33% ниже текущих цен предложения. В отличие от отчетности «Уралсиба», инвесторы восприняли отчетность **«Возрождения» (VZRZ)** позитивно. Сейчас наша индикативная оценка составляет 64.8\$ за акцию, что почти на 7% выше, чем текущие котировки в РТС, что соответствует рекомендации *Держать*.

Основной тенденцией в секторе телекоммуникаций можно назвать существенное снижение интереса инвесторов к отрасли. Ликвидные компании сектора (Уралсвязьинформ, МТС) в целом следуют за рынком, остальные бумаги консолидируются на достигнутых к началу июня уровнях. На наш взгляд, интерес к бумагам телекомов может вернуться вместе с ростом активности на российском рынке в целом. Однако мы не исключаем повышения привлекательности отдельных компаний на новостном фоне: в ближайшее время МРК будут публиковать отчетности за 2006 год по МФО, а также может быть обнародован окончательный план реструктуризации Связьинвеста. На наш взгляд, наиболее привлекательными бумагами отрасли остаются **МТС (MTSS)**, **Уралсвязьинформ (URSI)** и **Дальсвязь (ESPK)**.

Опережающий рост котировок акций потребительского сектора вследствие благоприятной конъюнктуры в стране делает сектор интересным для инвестирования. Основной тенденцией 2007 года, безусловно, станет большая ориентация на внутренний спрос в результате тенденции ослабления экспортного влияния на российскую экономику. Высокие темпы внутреннего потребительского спроса в 2006 - 2007 годах поддерживаются ростом реальных располагаемых доходов населения при опережающем росте реальной заработной платы, а также активностью банков в сфере потребительского кредитования.

По нашему мнению, наиболее привлекательными объектами для инвестирования являются акции **Седьмого Континента (SCON)**, подвергнувшиеся в последние месяцы сильной коррекции. Также мы советуем обратить внимание на акции компании **X5 Retail Group (FIVE LI)**: удачное слияние сетей Пятерочки и Перекрестка способствует повышению эффективности объединенной компании.

СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, МАЙ 2007

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Нефть и газ добыча			
Газпром	GAZP	10,10	-1,5%
Роснефть	ROSN	8,72	7,3%
Лукойл	LKOH	92,50	7,0%
Татнефть	TATN	4,5	5,1%
Сектор: Нефть переработка			
Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,9*	17,6%
Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,0*	15,2%
Лукойл-НОРСИ	NGNS	105,0	119,7%
Лукойл-НОРСИ	NGNSP	78,0	122,9%
Сектор: Нефть дистрибуция			
Красноярскнефтепродукт, ао	KRNF	115,48	60,39%
Красноярскнефтепродукт, ап	KRNFP	63,10	57,76%
Сектор: Газ дистрибуция			
Тверьоблгаз, ао	TVEO	296*	79,2%
Костромаоблгаз, ао	KOOG	326*	14,4%
Нижегородоблгаз, ао	NNOG	7,71*	180,3%
Брянскоблгаз, ао	BROG	695,13*	135,6%
Сектор: Металлургия			
БКО	BKOG	3580,86	62,8%
Белорецкий металлургический комбинат, ао	BMKK	24,55	83,2%
Белорецкий металлургический комбинат, ап	BMKKP	10,99	83,2%
Чусовской металлургический завод, ао	CHMZ	88,05	11,5%
ГМЗ, ао	GUMZ	52,65	-4,3%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ао	METZ	178,61	-10,7%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ап	METZP	74,98	-10,7%
Динур, ао	PDNZ	30,63	85,6%
Семилюкский огнеупорный завод, ао	SMLU	22,21	11%
Ашинский метзавод, ао	AMEZ	0,62	13,0%
Северсталь	CHMF	12,99	-4,9%
ММК	MAGN	0,94	-5,9%
НЛМК, ао	NLMK	3,18	8,2%
Сектор: Цветная металлургия			
Уралэлектромедь	UELM	157,76	39,0%
ГМК Норильский никель	GMKN	245,10	22,0%
Корпорация ВСМПО-АВИСМА	VSMP	487,00	68,0%
Южуралникель	UNKL	1180,9	31,21%

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

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
Сектор: Добывающая промышленность (сегмент добыча руд)			
Гайский ГОК, ао	GGOK	878,06*	76,5%
Коршуновский ГОК, ао	KOGK	922,84*	119,7%
Олкон, ао	OGOK	706,44*	45,8%
Учалинский ГОК, ао	UGOK	17,24*	25,7%
Ванадий, ао	KGOK	3,48*	61,7%
Сектор: Химия и нефтехимия (нефтехимия и производители удобрений)			
Невинномыский Азот, ао	NEAZ	2,20	33,8%
НАК Азот, ао	NMAZ	632,7*	50,6%
Сектор : Телекоммуникации и медиа			
Центртелеком, ао	ESMO	1,01	10,0%
Центртелеком, ап	ESMOP	0,71	22,5%
Северо-западный телеком, ао	SPTL	1,76	2,5%
Северо-западный телеком, ап	SPTLP	1,23	11,7%
Волгателеком, ао	NNSI	6,44	22,0%
Волгателеком, ап	NNSIP	4,51	14,1%
Южный телеком, ао	KUBN	0,23	11,2%
Южный телеком, ап	KUBNP	0,17	20,6%
УРСИ, ао	URSI	0,078	23,0%
УРСИ, ап	URSIP	0,055	27,2%
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,16	38,4%
Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,11	31,6%
Дальсвязь, ао	ESPR	5,99	24,7%
Дальсвязь, ап	ESPRP	5,69	13,7%
МГТС, ао	MGTS	32,03	20,6%
МГТС, ап	MGTS	28,82	13,9%
Башинформсвязь, ао	BISV	0,25	46,4%
Башинформсвязь, ап	BISVP	0,21	16,8%
Ростелеком, ао	RTKM	6,07	-31,8%
Ростелеком, ап	RTKMP	3,95	36,1%
Комстар-ОТС, ао	CMST	9,29	2,1%
Ситроникс (акции)	SITR	0,28	59,9%
МТС	MTSS	11,70	28,1%
Вымпелком	VIMP	105,12	8,4%
СТС-Медиа	CTCM	27,41	7,5%
Сектор: Банки			
Сбербанк, ао	SBER	4 047,53	5,9%
Сбербанк, ап	SBERP	54,00	-6,1%
Банк Возрождение, ао	VZRZ	64,81	6,7%
Банк Возрождение, ап	VZRZP	41,61	6,7%
Банк Москвы, ао	MMBM	44,60	-25,7%
Росбанк, ао	ROSB	5,29	-25,6%
Уралсиб, ао	USBN	0,022	-32,8%
Сектор: Потребительский			
Дикси, ао	DIXY	15.87	12.9%
Магнит, ао	MGNT	45.65	10,0%
Росинтер, ао	ROST	41.62	9.6%

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

КАЛЕНДАРЬ ВЫХОДА ВАЖНЕЙШИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ДАННЫХ НА 15 ИЮНЯ – 15 ИЮЛЯ 2007 ГОДА

Дата	Время (Мск)	Объект статистики/ страна	Наименование события	Анализируемый период	Предполагаемое значение	Значение предыдущего периода
15/06/2007	16:30	США	Индекс потребительских цен	Май 2007	2,6%	2,6%
15/06/2007	17:15	США	Промышленное производство	Май 2007	0,2%	0,7%
15/06/2007	13:00	Европа	Торговый баланс ЕС	Апрель 2007	1,2	7,4
26/06/2007	18:00	США	Индекс потребительского доверия	Июнь 2007	-	108,0
28/06/2007	16:30	США	Рост ВВП	1 кв. 2007	-	4,0%
29/06/2007	16:30	США	Личные доходы	Май 2007	-	-
12/07/2007	16:30	США	Торговый баланс	Май 2007	-	-58,5
9-13/07/2007	-	Китай	Торговый баланс	Июнь 2007	-	-

Источник: данные Bloomberg

МАКРОЭКОНОМИКА: ДАЛЬНЕЙШЕЕ УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ МОЖЕТ ЗАТОРМОЗИТЬ ПРОИЗВОДСТВО

По итогам 4 месяцев 2007 года российская экономика продолжила демонстрировать восходящую динамику – по данным МЭРТ прирост ВВП за отчетный период составил 7,7% против 5,4% за аналогичный период предыдущего года. Среднемесячный чистый прирост ВВП составил 0,7%. В то же время, рост промышленного производства несколько замедлился. Если за 1 квартал прирост промышленного производства составлял 8,4% к уровню 1-го квартала 2006 года, то за апрель этот показатель составил всего 4,6%. Данная тенденция обусловлена тем, что в начале прошлого года экономика демонстрировала достаточно скромные результаты за счет аномально холодной зимы, однако весной темпы роста производства начали расти, что и повлияло на базу сравнения в 2007 года.

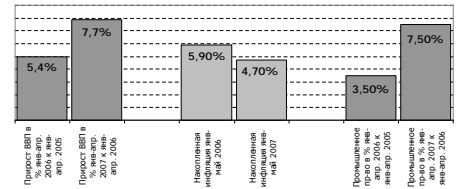
Наибольший прирост продолжали демонстрировать обрабатывающие сектора промышленности. Рост производства в этих секторах по итогам января-апреля текущего года составил 12,5% (в апреле прирост обрабатывающего сектора был равен 7%). Существенный вклад в достигнутую динамику дало строительство и сектор производства строительных материалов. Так, рост производства цемента составил 29,1%, ж/б конструкций 21,5%, труб различного диаметра 25,5%. Кроме этого, по итогам 4 месяцев существенно вырос объем производства в машиностроении, в частности в сегменте строительной техники.

Также, сохранились хорошие предпосылки для развития отраслей экономики, ориентированных на внутренний спрос. Стимулом этого стал рост благосостояния населения. Так, динамика реальных располагаемых доходов населения в январе-апреле 2007 года сохранилась на достаточно высоком уровне – рост этого показателя составил за 4 месяца 11,5%, при росте заработной платы на 18,5%.

Среди отрицательных тенденций российской экономики стоит выделить наметившийся рост инфляции. В мае 2007 года рост потребительских цен составил 0,6% увеличившись на 20% по сравнению с темпами роста мая 2006 года. В то же время, за период с января по май, инфляция потребительских цен осталась ниже уровня прошлого года, составив 4,7% (январь –май 2006 года – 5,9%). Рост инфляции, по нашим оценкам, стал не только следствием сезонного роста цен, но и чрезмерного роста избыточной денежной наличности. Для сдерживания роста ЦБ РФ вынужден будет пойти на ряд мер по укреплению рубля. Уже с 1 июля 2007 года в рамках этих мер ЦБ намерен повысить нормы резервирования по банковским операциям, что позволит несколько замедлить прирост цен, затормозив инфляцию.

Дальнейший процесс укрепления рубля, по нашим оценкам, может увеличить приток импорта, замедлив темп роста собственного производства. Кроме этого, рост курса рубля по отношению к доллару в будущем негативно повлияет на финансовые результаты экспортно-ориентированных предприятия, в частности компаний нефтегазового сектора. По данным статистики за январь-апрель 2007 года объем импорта в денежном выражении составил 59,8 млрд. руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом на 41,1%. Для сравнения - в январе-апреле 2006 года рост импорта был зафиксирован на уровне 19,7%.

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



Сравнительная динамика темпов инфляции в 2007-2006 гг.



Источник: данные МЭРТ РФ, Роскомстат

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

На протяжении мая 2007 года мировые цены на нефть продолжали оставаться на достаточно высоком уровне. Сезонный спрос на нефть на фоне не ослабевающей напряженности в Нигерии стал хорошей поддержкой, позволив ценам на нефть не опускаться ниже отметки в 65 долл. за баррель.

Нужно отметить, что после обострения ситуации в Персидском заливе, нефтяной рынок стал еще более нервным. Сейчас на рынке преобладают «бычьи» настроения, и любая отрицательная новость незамедлительно сказывается на взлете нефтяных фьючерсов. Если исключить единовременные факторы, в настоящее время можно назвать два стимула способных оказать поддержку высоким ценам на нефть.

Во-первых, недавно члены Международного энергетического агентства (МЭА) призвало членов ОПЕК увеличить объемы добычи нефти для поддержания энергетической стабильности в мире и в частности компенсации роста спроса на нефть и нефтепродукты, связанного с наступлением летнего сезона. В ответ на это участники картеля отказались вносить изменения в квоты на объемы добычи нефти, аргументируя это тем, что в настоящее время спрос и предложение на нефтяном рынке сбалансированы, а имеющиеся у стран запасы нефти способны удовлетворить возросший спрос на углеводородное сырье.

Во-вторых, стимулом роста цен на нефть вплоть до конца летнего сезона станут сообщения о том, что ряд крупных американских компаний начали профилактические программы модернизации своих нефтеперерабатывающих мощностей.

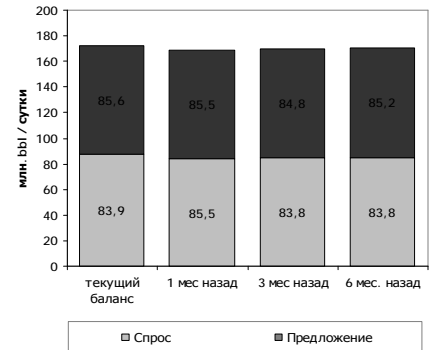
Названные факторы, а также возможные перебои в поставках со стороны африканских производителей позволят удерживать до конца лета цены на уровне не ниже 65 долл. за баррель.

В то же время, глобальным фактором, способным несколько охладить рынок нефти, может стать принятие и реализация США плана снижения энергетической зависимости от поставок углеводородного сырья. Конгресс США к концу 2008 года должен разработать и утвердить законопроекты по уменьшению потребления нефтепродуктов в энергетике и транспорте. И хотя последствия этого шага будут ощутимы лишь в 2009-2010 годах, это лишний раз подтверждает глобальную тенденцию снижения нефтяных цен в среднесрочной перспективе.

В мае среди российских компаний немногие могли констатировать увеличения добычи углеводородов. Так, наибольший прирост добычи по сравнению с маем прошлого года был отмечен у Роснефти (11,43%), Татнефти (2,29%) и Лукойла (1,62%). В то же время наиболее значительное снижение было зафиксировано у Славнефти (12,43%) и ТНК-ВР (7,10%).

Если рассмотреть ситуацию за пять (январь-май) месяцев 2007 и 2006 года, в лидерах по динамике нефтедобычи продолжают оставаться Роснефть и Лукойл у которых наблюдается прирост добычи 13,4% и 4,05% соответственно, причем именно у этих компаний динамика добычи нефти наиболее стабильна среди прочих игроков нефтегазового сектора.

Динамика баланс мирового спроса-предложения на нефть



Динамика цен нефть, (Brent, spot) 2005- август 2007 (Е гр.)



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



Динамика добычи нефти крупнейшими нефтегазовыми компаниями (январь-май 2007 к январь-май 2005)

Добыча нефти	январь-май 2005	январь-май 2006	январь-май 2007	3YGR, %
Роснефть (ROSN)	29,80	32,06	36,362	10,47%
Лукойл (LKOH)	35,91	36,89	38,382	3,39%
ТНК-ВР (TNBP)	30,13	30,65	28,534	-2,68%
Сургутнефтегаз (SNGS)	25,95	26,97	26,856	1,73%
Газпромнефть (SIBN)	13,86	13,40	13,661	-0,72%
Татнефть (TATN)	10,59	10,60	10,797	0,97%
Славнефть (SLAV)	9,86	9,89	8,796	-5,54%
Башнефть (BANE)	4,95	4,86	4,7693	-1,80%
Прочие	30,71	31,13	34,5547	6,08%

Источник: данные Роскомстат, МЭРТ, Bloomberg

Среди оставшихся компаний, продемонстрировавших по итогам 5 месяцев положительную динамику добычи, стоит выделить Газпромнефть (+1,98%) и Татнефть (1,83%).

До настоящего времени благоприятная конъюнктура мирового рынка оказывала существенную поддержку экспорту углеводородов. Относительно низкие пошлины способствовали росту экспорта нефти, который по итогам января-апреля 2007 года вырос на 7%, составив 79,04 млн. тонн. Экспортная выручка российских компаний выросла в свою очередь на 3,8%, составив за первые четыре месяца 2007 года – 30,9 млрд. долл.

Несмотря на достаточно благоприятные операционные результаты экспортеров нефти, в будущем, после повышения экспортной пошлины с первого июня, мы ожидаем некоторое снижение экспортных поставок, что будет связано с падением доходности внешнеторговых операций. Это, в свою очередь, достаточно негативно отразится на динамике поступлений от экспорта.

В июньской стратегии мы продолжаем покрытие следующих секторов нефтегазовой отрасли :

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

Сектор добычи нефти и газа

Масштабное падение фондового рынка в мае и отток средств инвесторов из нефтегазового сектора нашел свое отражение в динамике котировок российских компаний. В мае, как не странно, только одна компания завершила месяц в зеленой зоне. Газпромнефть (SIBN) продемонстрировала рост котировок на 4,3% на фоне успешной отчетности за 1 квартал 2007 г. и роста добычи.

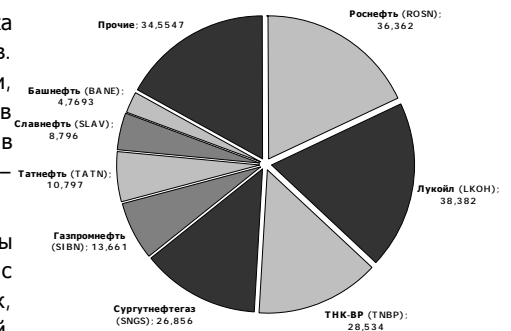
Прочим компаниям не удалось удержаться на плаву. Аутсайдером рынка стал Сургутнефтегаз, котировки акций которого снизились более чем на 14,6%. Практически равный уровень снижения был достигнут по бумагам ТНК-ВР. В свою очередь меньшего падения котировок удалось достичь акциям Татнефти, Роснефти и Газпрома, котировки которых снизились на 5,8%, 5,8% и 3,3% соответственно. В то же время наиболее стабильной бумагой на падающем рынке стал Лукойл, акции которого снизились всего на 0,7% от уровня начала месяца.

В июньской стратегии мы продолжили отслеживать изменения котировок крупнейших нефтегазовых компаний по сравнению с индексом РТС, определяя отклонение их динамики от среднерыночной. Падение котировок большинства акций нефтегазового сектора внесло значительные изменения в наш рейтинг.

Рейтинг	Тикер	Наименование	Макс 42 нед.	Текущая цена (на 04.06.07)	Потенциал роста до 42-Мак, %	Бета 52 нед., К
	RTSI	Индекс РТС	2008,42	1799,06	11,64%	1
1	ROSN	НК "Роснефть"	9,46	7,83	20,82%	0,53
2	LKOH	ОАО "Лукойл"	91,3	75,3	21,25%	0,13
3	SIBN	ОАО "Газпром нефть"	4,775	4	19,38%	0,08

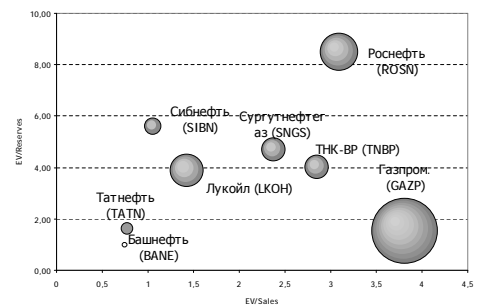
И хотя лидером нашего списка остается Роснефть, Татнефть и Газпром покинули наш рейтинг, что стало следствием сохранения негативной динамики по этим бумагам.

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



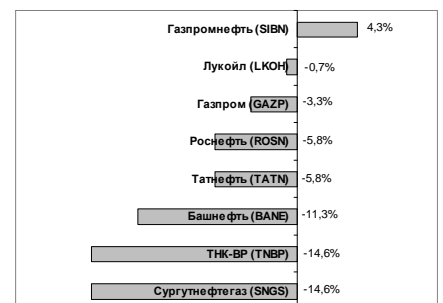
Источник: Госкомстат, расчеты Ист Кэпитал

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



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

Изменение котировок за май 2007 г.



Источник: данные РТС

ОАО «Роснефть» (ROSN)

В мае котировки государственной нефтяной компании снизились на 4,4%, причиной чему стала не только динамика российского рынка, но и отчетность, вышедшая в начале месяца. Результат Роснефти за 2006 год несколько охладил инвесторов, ожидавших сохранения динамики финансовых показателей 1 половины 2006 года. Чистая прибыль компании по стандартам GAAP снизилась на 15%, что стало следствием роста транспортных издержек, расходов по уплате налогов и снижения отпускных цен на нефть.

Несмотря на снижение финансовых показателей во втором квартале, мы ожидаем улучшения ситуации, чему будет способствовать сохранение цен на нефть на достаточно высоком уровне, а также достаточно низкий уровень НДС в апреле, мае текущего года. Кроме этого, мы прогнозируем снижение процентного долга компании в результате продажи части активов, приобретенных в рамках аукционов Юкоса.

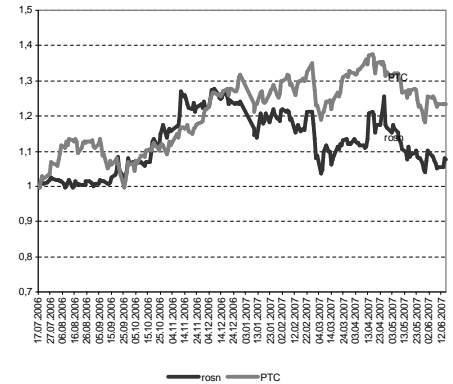
Так, президент Роснефти обозначил намерение продажи активов, не вписывающихся в стратегию развития предприятия, а также непрофильных активов, полученных в результате приобретения комплектных лотов аукциона. И хотя компания точно не определила список этих активов, можно предположить что на продажу будут выставленные сервисные и обслуживающие дочки бывшего Юкоса. Возможным покупателем для них может выступать, в первую очередь, независимые сервисные компании, такие как Интегра.

Продажа непрофильных активов, по нашему мнению, не даст значительного снижения долга компании, который в настоящее время составляет свыше 20 млрд. долл. Кардинально данную ситуацию сможет изменить лишь продажа 9,44% акций компании, о чем неоднократно заявлял менеджмент Роснефти. И хотя сейчас трудно определить покупателя для данного пакета, мы уверены, что реализация пакета, приобретенного в рамках аукциона со значительным дисконтом, позволит сократить размер процентного долга нефтяной компании более чем в два раза.

В то же время дальнейшее снижение задолженности компании возможно в случае продажи добывающих активов. Многие полагают, что Роснефть может избавиться от Томскнефти в пользу Газпромнефти. Мы, в свою очередь, считаем этот шаг маловероятным, поскольку восточно-сибирские активы Юкоса позволят компании нарастить объемы добычи компании в краткосрочной перспективе, что в настоящее время крайне необходимо Роснефти.

По заявлением менеджмента компании уже в июле текущего года Роснефть выйдет на уровень добычи 250 тыс. тонн нефти в сутки. И хотя руководство заявляет о приросте достигнутом в результате органического роста, мы предполагаем, что основным катализатором роста добычи станет именно присоединение восточно-Сибирских и самарских активов Юкоса.

6 июля, после опубликования данных консолидированного бизнес-плана компании, учитывающего приобретенные активы Юкоса, мы предполагаем «скачек» котировок Роснефти до уровня 11-13 долл. за акцию. В последствии цена акции, вероятнее всего, подвергнется коррекции, стабилизируясь на уровне 9-9,5 долл. за акцию.



	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	-	3,23	3,13	3,01
EV/EBITDA	-	13,64	10,37	10,02
EV/EBIT	-	17,37	12,82	12,55
P/E	-	27,30	17,88	-
Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %	
ROSN	8,00	8,72	9,0%	

Источник: данные PTC, расчеты Ист Кэпитал

В дальнейшем поддержку акциям компании будет оказывать процесс освоения Ванкорского месторождения и разработка проектов на шельфе Северных морей.

Так, еще в апреле Роснефть практически одновременно с Газпромом подала в Министерство природных ресурсов список 14 участков на континентальном шельфе моря Лаптевых, Баренцева и Охотского морей, лицензии по которым она хотела бы получить не позднее конца 2007 года. По различным оценкам, прогнозные ресурсы углеводородов по некоторым из них достигают 900 млн. тонн нефтяного эквивалента. В частности, прогнозные запасы Баренцового моря содержат порядка до 700 млн. тонн условного топлива.

В мае мы пересмотрели справедливую цену по акциям компании повысив ее до уровня 8,72 долл. за акцию и оставив без изменения рекомендацию *Держать*. После публикации официальной информации по прогнозируемому приросту добычи и переработке, мы, возможно, скорректируем полученный результат оценки.

ОАО «ЛУКОЙЛ» (LKOH)

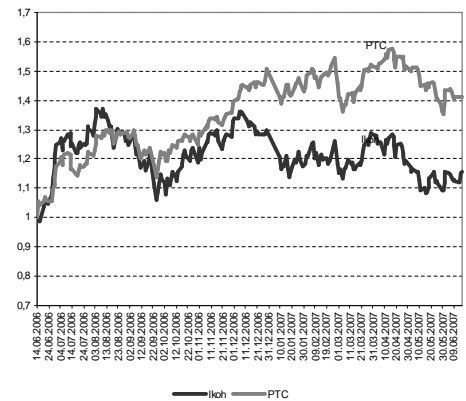
В мае ЛУКОЙЛ не баловал инвесторов корпоративными новостями, что однако не помешало крупнейшей независимой компании стать наиболее устойчивой к падению российского фондового рынка. Несмотря на всеобщее снижение акции ЛУКОЙЛа выстояли, практически сохранив уровень цен начала мая.

Поддержку бумагам компании оказывали ряд основных факторов. Первым из них стало размещение еврооблигаций на сумму свыше 1 млрд. долл. США. Замещение кредитных средств более дешевыми средствами от выпуска еврооблигаций позволит компании снизить расходы по обслуживанию долга, что, в свою очередь, благоприятно скажется на финансовых показателях ЛУКОЙЛа уже к концу этого года.

Другим фактором, оказавшим поддержку котировкам, стал интерес нефтяной компании к сербской компании Nafta Industrija Srbije (NIS). В настоящее время процесс приватизации сербской компании еще не закончен, однако на рынке еще в конце мая появилась информация о том, что ЛУКОЙЛ достиг принципиальной договоренности о покупке предприятия, владеющего двумя крупными нефтеперерабатывающими заводами. Мы полагаем, что приобретение NIS вполне укладывается в структуру бизнеса ЛУКОЙЛа в Сербии, в которой российской компании уже принадлежит сеть из 207 автозаправочных станций и 7 нефтехранилищ. Приобретение мощностей по нефтепереработке, по нашим оценкам, завершит формирование вертикально-интегрированного подразделения ЛУКОЙЛа в этой восточноевропейской стране.

Несмотря на достаточно скромную динамику бумаг нефтяной компании с начала года, мы рассматриваем акции Лукойла, прежде всего, как стратегические инвестиции, при этом в краткосрочном периоде поддержку котировкам окажет, на наш взгляд, отчетность холдинга за 1 кв. 2007 года, выход которой намечен на 28 июня, а также развитие сотрудничества с Газпром нефтью, которое предполагается в рамках учрежденного недавно СП. Кроме этого, мы не исключаем, что ЛУКОЙЛ может стать участником аукциона имущественных прав, относящиеся к территориям 11 участков недр Восточной Сибири, дата проведения которого назначена на 12 июля текущего года.

До публикации официальной отчетности мы оставляем без изменений рекомендацию *Держать* по акциям ЛУКОЙЛа и справедливую цену – 92,5 долл. за акцию.



Источник: данные PTC, расчеты Ист-Кэпитал

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	1,14	1,32	1,13	1,14
EV/EBITDA	5,12	5,94	5,78	5,72
EV/EBIT	5,88	7,02	6,9	7,08
P/E	7,61	8,84	7,93	-
Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %	
LKOH	77,77	92,5	19,05%	

Источник: данные PTC, Bloomberg

ОАО «ГАЗПРОМНЕФТЬ» (SIBN)

В настоящее время основной идеей, стимулирующей спрос в бумагах нефтяной компании, служат озвученные намерения Газпрома передать все месторождения, находящиеся в ведение газовой компании в собственность Газпром нефти. В то же время, основным риском остается намерения материнской компании перевести все экспортные торговые операции на себя, тем самым лишив Газпром нефть значительной части выручки. И хотя данный шаг со стороны газового монополиста возможен, мы уверены, что в ближайшее время Газпром не заинтересован в значительном снижении капитализации своей нефтяной компании – что может стать последствием таких действий.

Сейчас компания обладает достаточно скромной динамикой операционных показателей. За 1 квартал 2007 года добыча компании выросла на +2,9%, составив 10,9 млн. тонн нефти.

На фоне других компаний, демонстрирующих по итогам года достаточно скромные результаты, Газпромнефть по итогам 2006 года продемонстрировала рост выручки более чем на 38%, а чистой прибыли на 30,5%. По итогам года компания не только показала рост добычи, но и значительный рост нефтепереработки, превысивший показатели прошлого года на 38%.

Улучшение операционных и финансовых показателей добавляет инвестиционной привлекательности компании, тем не менее значительная степень риска по акциям Газпромнефти не позволяет нам рекомендовать к покупке данные бумаги. Мы оставляем рекомендацию *Держать* по акциям SIBN.

ОАО «ГАЗПРОМ» (GAZP)

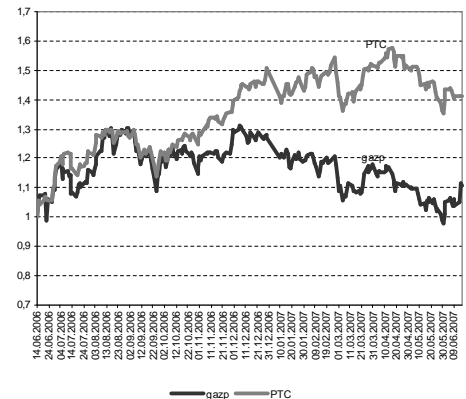
Опубликованные финансовые показатели Газпрома на фоне общего падения рынка не дали шансов государственному производителю газа продемонстрировать положительную динамику в мае. Акции компании снизились на 4,1%.

В дальнейшем мы ожидаем, что в случае отсутствия положительных корпоративных новостей акции газового концерна продолжат колебания в пределах 240-260 руб., вплоть до публикации корпоративной отчетности.

Практически одновременно с Роснефтью Газпром направил в Минприроды предложение о выдаче лицензий на шельфе Карского и Охотского морей. В то же время, по данным геологических исследований именно шельф Карского моря является наиболее рентабельным с точки зрения подтверждения вероятных запасов газа. По данным компании, дальнейшая разведка на шельфе северных морей должна обеспечить прирост запасов газа до 2030 года в объеме 13,7 трлн. куб. м.

Несмотря на то, что в число интересующих газовую компанию блоков, вошли участки, интерес к которым также проявляет Роснефть, мы уверены, что государственные компании смогут найти взаимовыгодное решение данного вопроса.

В мае Газпром продолжил экспансию в проекты газодобычи. Очередным объектом стал проект Сахалин-1. В рамках проекта газовая компания намерена договориться с участниками проекта о покупке всего добываемого газа и эксклюзивное право на его экспорт. И хотя о своем желании выкупать весь газ, добываемый на месторождений проекта, который вышел на пик добычи, газовый монополист заявлял еще в сентябре 2006, однако в этом году концерн продолжил переговоры в этом направлении. На июнь мы сохраняем справедливую стоимость по акциям Газпрома на уровне 10,1 долл. за акцию, рекомендация *Держать*.



Источник: данные PTC, расчеты Ист-Кэпитал

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	3,84	3,54	3,65	3,24
EV/EBITDA	9,19	8,44	9,04	7,86
EV/EBIT	11,72	10,33	9,83	8,85
P/E	14,2	12,36	11,03	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
GAZP	9,9	10,1	2,02%

ОАО «Башнефть» (BANE)

Нефтяная компания в мае окончательно разочаровала своих инвесторов. Мало того, что в начале месяца Башнефть опубликовала операционные результаты, демонстрирующие сокращение добычи на -2,5%, в середине месяца Башнефть придала гласности данные бухгалтерской отчетности за 1 кв. 2007 года, в соответствии с которыми чистая прибыль компании снизилась более чем в два раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

На фоне этих новостей котировки (Midmarket) обыкновенных акций башкирского предприятия плавно снизились на -11% и продолжают торговаться на уровне 12-12,5 долл. за акцию.

Снижение капитализации Башнефти, как, впрочем, и других акций Башкирского ТЭК, вполне закономерно после выплат значительных дивидендов по итогам года. В следующие несколько месяцев возможный рост котировок акций Башнефти мы связываем лишь с оживлением со стороны АФК «Системы», которая в начале текущего месяца объявила, что не оставляет своего намерения консолидации у себя контрольных пакетов предприятий Башкирского ТЭК.

АФК надеется, что после налоговых претензий и угрозы перевода Башкирских активов в собственность государства мажоритарные акционеры станут более сговорчивы и согласятся продать Системе недостающие доли, которые после этого будут перепроданы более крупному игроку вместе с пакетом Системы. Однако, в ближайший месяц мы не прогнозируем значительной активности со стороны АФК в данном направлении, поскольку в настоящее время компания ведет переговоры о возможной покупке ОАО «Нижнекамскнефтехим», стоимость акционерного капитала которого составляет не менее 850 млн. долл., а выкуп недостающих пакетов предприятий Башкирского ТЭК потребует привлечения значительных средств. В июне мы ставим на пересмотр справедливую цену Башнефти в связи с падением финансовых показателей компании.

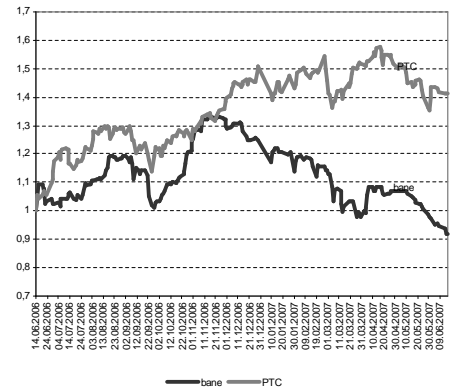
ОАО «Татнефть» (TATN)

На фоне общего снижения фондового рынка обыкновенные акции нефтяной компании подешевели за месяц на 6,7%, привилегированные акции демонстрировали большой спад – их котировки (Midmarket) под конец месяца снизились почти на 13%.

По нашей оценке, поддержку акциям компании в будущем смогут оказать лишь сильные операционные показатели. Так, в первом квартале добыча нефтяной компании выросла на +1,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а за 5 месяцев текущего года прирост составил 1,9%. Повышение эффективности добычи совместно с дальнейшей разработкой месторождений битумных сортов нефти позволяет заявлять компании о дальнейшем росте операционных показателей по сравнению с прошлым годом.

Незначительную поддержку акциям Татнефти, по нашим оценкам, сможет оказать стратегическое сотрудничество с НК «Лукойл», соглашение о котором было подписано в рамках встречи между правительством Татарстана и руководством Лукойла. И хотя никаких подробностей данного соглашения неизвестно, мы полагаем, что Лукойл может стать участником проекта разработки месторождений битумных нефтей.

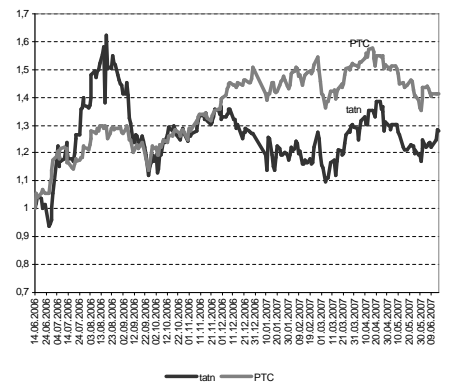
Мы полагаем, что на фоне общего снижения нефтегазового сектора динамика котировок нефтяной компании будет подчинена среднерыночной. На ближайший месяц мы сохраняем рекомендацию *Держать* по обыкновенным акциям Татнефти и справедливую цену на уровне 4,5 долл.



Источник: данные PTC, расчеты Ист-Кэпитал

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

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
BANE	12,00	-	-



Источник: данные PTC, расчеты Ист-Кэпитал

	2005	2006	2007 E	2008 E
EV/Sales	0,48	0,84	0,74	0,68
EV/EBITDA	2,12	4,19	3,69	2,98
EV/EBIT	2,63	5,12	4,21	3,76

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
TATN	4,68	4,5	-3,85%

Сегмент нефтепереработки

Снижение капитализации нефтегазового сектора российского рынка затронуло и нефтепереработку. Несмотря на то, что оптовые цены на нефтепродукты выросли в среднем на 4% в марте и 12% в апреле, акции российских НПЗ не демонстрировали положительной динамики.

По итогам месяца ростом котировок мог похвастаться только Лукойл-НОРСИ, обыкновенные и привилегированные акции которого подорожали на 3,0% и 8,8% соответственно. Вышедшая отчетность компании за 2006 год и первый квартал 2007 года полностью соответствовала нашим ожиданиям, что подтверждает фундаментальную привлекательность данного актива. Мы сохраняем на июнь справедливую цену по обыкновенным акциям компании – 105 долл., а по привилегированным акциям – 85 долл., что подразумевает потенциал роста 119,7% и 122,9% соответственно.

В то же время лидеры сектора - предприятия Башкирского ТЭК - в мае показывали далеко не лучшую динамику. Крупнейшие НПЗ Башкирии – Уфимский (UNPZ) и Новоуфимский НПЗ (NUNZ), достаточно успешно закончившие прошлый год, в первом квартале 2007 года демонстрировали не только снижение объемов переработки нефти, но и значительное падение финансовых показателей, что внесло некоторые изменения в нашу оценку башкирских компаний.

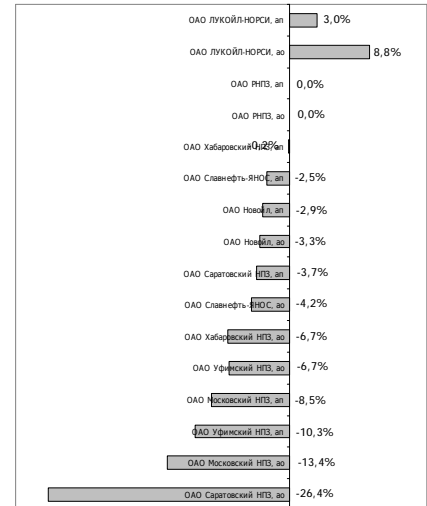
Так, чистая прибыль Новоуфимского НПЗ (NUNZ) за первый квартал снизилась на 54% от уровня 1 квартала 2006 года. Несмотря на то, что снижение выручки предприятия было не столь значительным (-9,2%), Новойлу (NUNZ) не удалось справиться с ростом издержек, что привело к снижению чистой прибыли предприятия. По результатам первого квартала мы внесем изменение в модель оценки, что приведет к снижению справедливой стоимости акций НПЗ.

Уфимский НПЗ, в отличии от Новойла отделался «малыми потерями» - снижение чистой прибыли предприятия за 1-ый квартал составило всего 3,8%, при том, что выручка предприятия за отчетный период даже выросла на 23%. Мы расцениваем данное снижение финансовых показателей как временное, учитывая существенный производственный потенциал нефтеперерабатывающего завода. Мы не изменили рекомендацию по данному предприятию, ожидая роста рентабельности завода по итогам второго квартала 2007 года.

Несмотря на снижение финансовых показателей НПЗ, поддержку акциям предприятий башкирского ТЭК окажет сообщение о том, что АФК Система планирует увеличить до контрольного свой пакет в Башкирских предприятиях для последующей перепродажи активов более крупному игроку нефтегазового сектора.

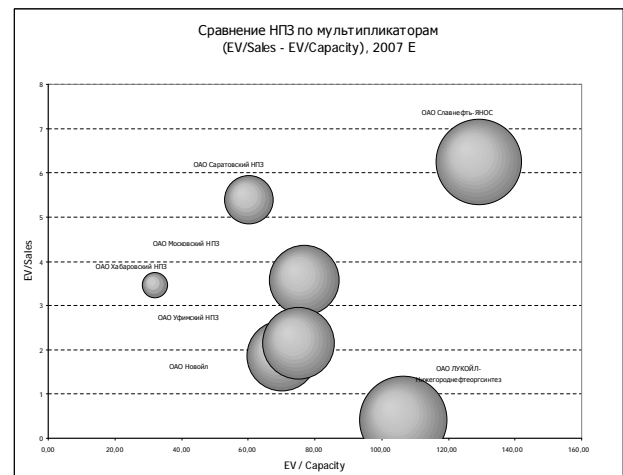
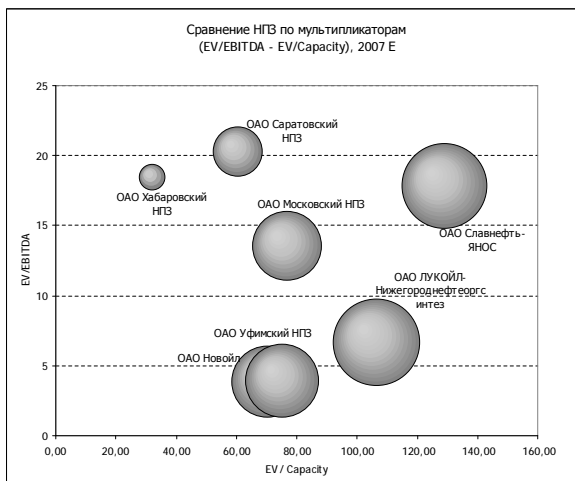
В краткосрочной перспективе мы ожидаем снижение инвестиционной привлекательности сектора нефтепереработки, причиной чему станут повышения с первого июня экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты и, как следствие, снижение привлекательности экспортных операций с нефтепродуктами. Это, в свою очередь, будет способствовать росту предложения на внутреннем рынке, ограничив дальнейший рост оптовых цен. Таким образом, уровень цен на нефтепродукты не окажет поддержку финансовым показателям российских НПЗ в ближайшие 2 месяца.

Изменение цен за май 2007 г.



Источник: данные РТС

Наименование	Тикер	Мсар, млн. долл.	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/Мощность, 07
ОАО Хабаровский НПЗ	HNPZ	109 706	2,65	20,12	10,47	274,47	32,39
ОАО Московский НПЗ	MNPZ	824 792	2,47	8,17	6,59	11,77	73,47
ОАО ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез	NGNS	1 291 890	0,37	3,11	2,79	3,91	96,35
ОАО Новойл	NUNZ	859 049	2,07	7,67	6,72	14,36	68,35
ОАО Уфимский НПЗ	UNPZ	914 392	2,21	4,76	4,43	7,29	75,66
ОАО Славнефть-ЯНОС	JNOS	1 231 104	1,40	13,79	4,90	24,22	129,67
ОАО Саратовский НПЗ	KRKN	403 926	5,19	34,08	19,93	54,50	60,35
Медиана по нефтепереработке			2,21	8,17	6,59	14,36	73,47



В секторе нефтепереработки мы сохраняем рекомендации по обыкновенным и привилегированным акциям Лукойл-НОРСИ (NGNS, NGNSP), а также Уфимского НПЗ (UNPZ). В то же время, мы пересматриваем рекомендации по акциям ОАО Новойл (NUNZ) по причине значительного снижения чистой прибыли предприятия в первом квартале 2007 г.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin, %)			3Y AGR	Bid	Offer	Справед.	Upside, %
		2004	2005	2006	2004	2005	2006 E					
UNPZ	ОАО Уфимский НПЗ, ao	339 669	485 425	407 357	22,85%	27,91%	36,77%	1,1%	1,46	1,6	1,9*	17,6%
UNPZP	ОАО Уфимский НПЗ, ап	339 669	485 425	407 357	22,85%	27,91%	36,77%	1,1%	0,7	0,88	1,0*	15,2%
NGNS	ОАО ЛУКОЙЛ-НОРСИ, ao	182 375	2 965 104	3 782 482	13,94%	2,01%	3,07%	344,0%	46	47,8	105,0	119,7%
NGNSP	ОАО ЛУКОЙЛ-НОРСИ, ап	182 375	2 965 104	3 782 482	13,94%	2,01%	3,07%	344,0%	34	35	78,0	122,9%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Сектор дистрибуции нефтепродуктов

В секторе дистрибуции нефтепродуктов ситуация была в целом похожа на нефтепереработку. Рост розничных цен на бензин и дизельное топливо в конце первого квартала не оказал положительного влияния на котировки сетевых компаний. Среди лидеров падения стала Роснефть-Кубаньнефтепродукт, скорректировавшаяся приблизительно на 70% после значительного роста котировок в апреле этого года.

В свою очередь, лидером роста прошлого месяца стали бумаги Оренбургнефтепродукта (ORNE), обыкновенные и привилегированные акции которого выросли в цене на 12,0% и 7,6% соответственно. Причиной роста котировок стал выход отчетности за 2006 и 1 квартал 2007 года. В соответствии с данными компании, выручка выросла на 17,7%, а чистая прибыль составила 152,8 млн. руб., против убытка 145,9 млн. руб., зафиксированного по результатам 2005 года. Результаты 1 квартала также демонстрируют продолжение роста. Выручка Оренбургнефтепродукта за этот период выросла на 6,5% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года.

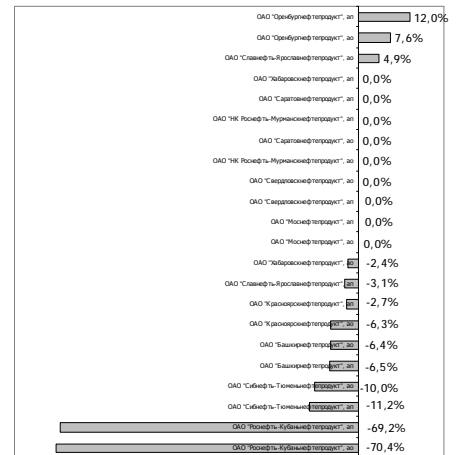
Вышедшая отчетность по другим компаниям сектора за первый квартал 2007 года разочаровала инвесторов. Большинство компаний демонстрировало ухудшение финансовых показателей, что в основном происходило по причине роста закупочных цен на нефтепродукты, а это имело свое отражение в снижении рентабельности бизнеса.

Данная тенденция не обошла стороной Башкирнефтепродукт (BANP) и Красноярскнефтепродукт (KRNF). По итогам трех месяцев 2007 года чистая прибыль Башкирнефтепродукта снизилась на 19,8% несмотря на рост выручки более чем на 24%. И если снижение результатов Красноярскнефтепродукта в первом квартале 2007 года мы связываем с особенностями деятельности предприятия (искусственное сдерживание цен, выраженная сезонность денежного потока), то ухудшение финансовых показателей Башкирнефтепродукта произошло по причине опережающего роста себестоимости, которая по итогам 1 квартала выросла значительно быстрее выручки (рост 37,8%).

Сохранение Красноярскнефтепродуктом рентабельности по валовой прибыли на уровне предыдущего года позволяет нам предположить, что ухудшение рентабельности носит, скорее, временный характер и чистая прибыль предприятия вырастет на фоне начала масштабных поставок нефтепродуктов сельхозпроизводителям и в рамках Северного завоза стартующего с мая. До выхода отчетности второго квартала мы сохраняем без изменения рекомендации по акциям компании. В то же время, мы ставим на пересмотр справедливую стоимость по акциям Башкирнефтепродукта.

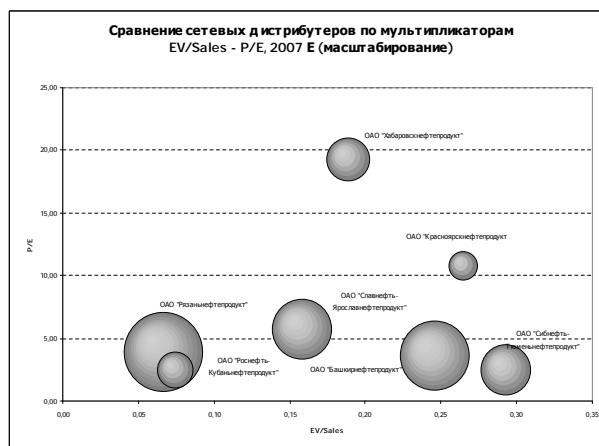
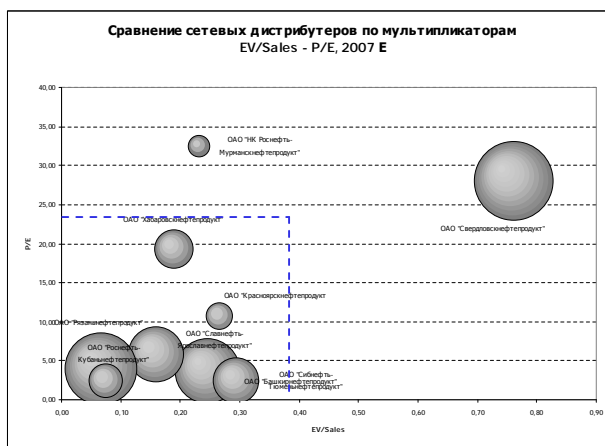
В следующие несколько месяцев в результате роста предложения на оптовом рынке нефтепродуктов мы ожидаем стагнацию или даже снижение оптовых цен, что благоприятно скажется на рентабельности сетевых компаний.

Изменение цен за май 2007 г.



Источник: данные РТС

Наименование	Тикер	Мcap	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/EBITDA,07	P/E, 07
ОАО "Красноярскнефтепродукт"	KRNF	27 206 364	0,26	5,41	5,05	10,80
ОАО "Башкирнефтепродукт"	BANE	156 366 654	0,25	1,47	1,40	3,66
ОАО "НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт"	MYNT	17 725 260	0,23	13,44	9,96	32,47
ОАО "Саратовнефтепродукт"	SARN	99 800 985	0,14	2,81	2,55	4,79
ОАО "Свердловскнефтепродукт"	SVNF	221 357 865	0,76	17,31	15,06	28,04
ОАО "Славнефть-Ярославнефтепродукт"	SLNE	116 441 789	0,16	3,14	2,90	5,76
ОАО "Сибнефть-Тюменьнефтепродукт"	TMNP	80 282 208	0,29	1,73	1,61	2,46
ОАО "Рязаньнефтепродукт"	RYAZ	192 504 300	0,07	2,91	2,79	3,95
ОАО "Хабаровскнефтепродукт"	HANF	57 249 325	0,19	13,75	9,04	19,26
ОАО "Роснефть-Кубаньнефтепродукт"	KUNP	43 444 540	0,07	2,11	1,98	2,45
ОАО "Моснефтепродукт"	MNEF	64 593 252	0,70	58,57	43,00	-
Медиана по дистрибуции нефти			0,23	3,14	2,90	5,28



Вышедшая отчетность за первый квартал 2007 года показала значительное падение чистой прибыли некоторых компаний сектора. В связи с этим мы ставим на пересмотр справедливую цену по акциям Башкирнефтепродукта.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006	2004	2005	2006					
KRNF	ОАО "Красноярскнефтепродукт, ао"	86 731	120 416	165 660	1,15%	0,86%	0,50%	38,20%	65	72	115,48	60,39%
KRNFP	ОАО "Красноярскнефтепродукт, ап"	86 731	120 416	165 660	1,15%	0,86%	0,50%	38,20%	33	40	63,10	57,76%

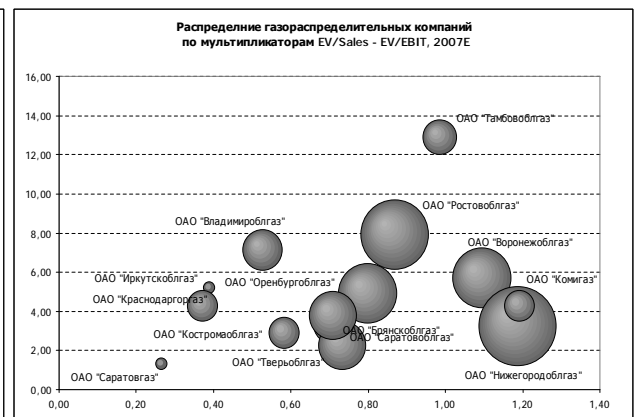
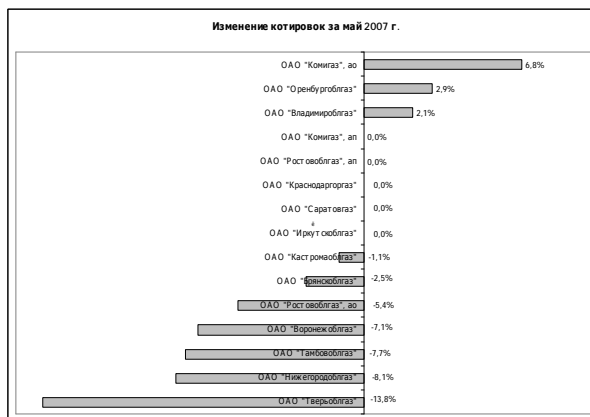
* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Сектор газораспределения

Снижение инвестиционной привлекательности нефтегазового сектора не обошло стороной газораспределительные компании. По итогам мая только некоторым компаниям из представленной выборки удалось продемонстрировать положительную динамику. Лидером роста в данном секторе рынка стали акции Комигаз, которые демонстрируют восходящую динамику еще с апреля нынешнего года. В мае обыкновенные акции Комигаз подорожали на 6,8%. Кроме этого, более скромную положительную динамику демонстрировали бумаги Оренбургоблгаза и Владимироблгаза, подорожавшие в среднем на 2-3% за прошедший месяц.

В краткосрочной перспективе поддержкой сектору газораспределения станет опубликованная информация Газпрома (GAZP) в соответствии с которой и в дальнейшем, после окончания программы газификации (2005-2007 гг.), газовый монополист сохранит объем строительства и реконструкции газораспределительных сетей на уровне 8,5 тыс. км. в год. В 2007 году на газификацию регионов планируется выделить 20,2 млрд. руб.

Наименование	Мсар	Тикер	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/Мощность
ОАО "Воронежоблгаз"	49 114	VOGZ	1,00	5,23	4,00	11,21	
ОАО "Владимироблгаз"	28 152	VLOG	0,69	9,34	7,26	12,31	10,05
ОАО "Иркутскоблгаз"	2 065	IROG	0,39	5,21	4,50	19,67	
ОАО "Ростовоблгаз"	57 663	RTBG	0,81	7,45	5,76	13,82	12,33
ОАО "Оренбургоблгаз"	39 357	OROG	0,70	4,29	2,65	12,88	
ОАО "Нижегородоблгаз"	72 919	NNOG	0,70	1,20	1,16	1,76	
ОАО "Саратовгаз"	2 106	SGAZ	0,27	1,32	1,02	1,38	
ОАО "Саратовоблгаз"	20 781	SROG	0,43	0,88	0,82	1,33	6,16
ОАО "Тверьоблгаз"	25 878	TVEO	0,62	1,90	1,57	2,77	11,73
ОАО "Кастромаоблгаз"	12 465	KOOG	0,55	2,75	2,20	3,67	
ОАО "Брянскоблгаз"	29 682	BROG	0,71	3,78	3,40	6,45	
ОАО "Комигаз"	11 354	KGAZ	1,06	3,82	3,19	5,44	6,04
ОАО "Тамбовоблгаз"	18 015	TOGZ	1,04	13,64	8,44	83,92	
Медиана по газораспределительным компаниям			0,69	4,06	3,29	5,94	10,05



Мы сохраняем на июнь рекомендации по Тверьоблгазу, Кастромаоблгазу и Брянскоблгазу, при этом падение котировок последнего дает инвестору хороший шанс покупки акций по сниженным ценам.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			3Y AGR	Bid	Offer	Индикат. стоимость	Upside
		2004	2005	2006 E	2004	2005	2006E					
NNOG	ОАО "Нижегородоблгаз"	40 592	48 414	60 391	-12,06%	14,21%	17,70%	22,0%	2,45	2,75	7,71*	180,3%
TVEO	ОАО "Тверьоблгаз"	16 847	20 943	29 385	11,17%	10,09%	23,85%	32,1%	140	165	296*	79,2%
KOOG	ОАО "Кастромаоблгаз"	13 668	15 594	17 987	5,56%	3,48%	16,32%	14,7%	185	285	325,95*	14,4%
BROG	ОАО "Брянскоблгаз"	21 251	29 239	35 845	5,43%	4,42%	9,57%	29,9%	290	295	695,13	135,6%

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

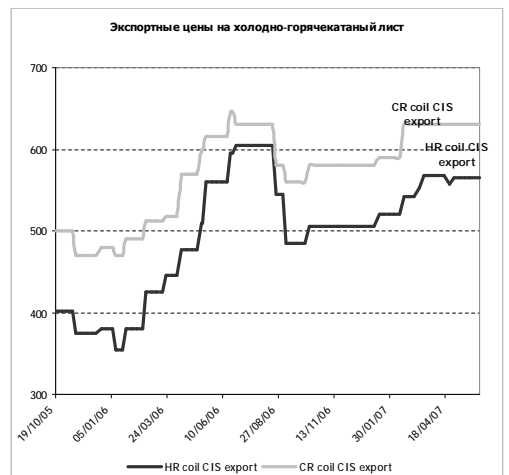
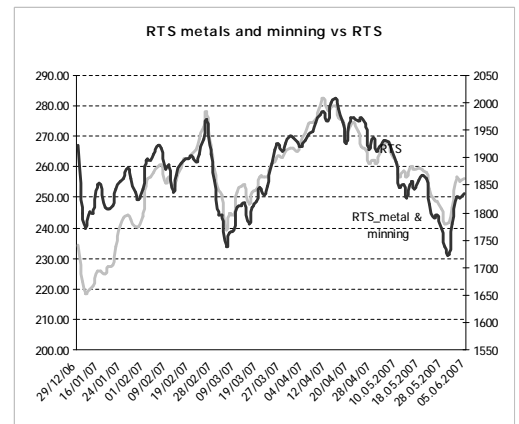
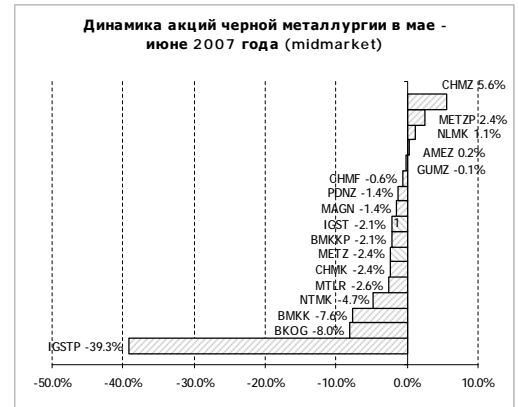
ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Коррекция рынка в конце мая – начале июня не могла не отразиться на секторе черной металлургии. Тем не менее, если взять динамику индексов с начала мая, то сектор металлургии выглядит значительно лучше рынка. С конца апреля индекс РТС Металлы и добыча снизился на – 2.18% по сравнению с общим снижением рынка на – 5.26%.

Если сравнить динамику с начала года, то сектор металлургии показал достойные +9.5%, по сравнению со снижением общего индекса на 4.6%. Во-многом, таким, прямо скажем, неплохим результатам по сравнению с рынком мы обязаны сменой инвестиционных предпочтений в сторону металлургического сектора на фоне хорошей ценовой конъюнктуры на рынке металлов в 1 – ом полугодии 2007 года.

Со времени написания стратегии на май экспортные цены на холоднокатаный – горячекатаный прокат оставались на прежних уровнях. Тем не менее, ситуацию на мировом рынке стальной продукции нельзя назвать однозначной. С одной стороны, повышение Китаем экспортных пошлин на стальные полуфабрикаты с 1 июля 2007 года уже привело к повышению цен предложения на азиатских рынках. С другой стороны, повышение предложения стальной заготовки со стороны производителей СНГ приводит к снижению контрактных цен, что может быть вызвано в том числе и снижением спроса в связи с началом летнего периода. Экспортные цены на стальную заготовку и арматурную сталь снизились с конца апреля на 5.3% и 8.5% соответственно.

Сейчас на рынке существуют два мнения относительно дальнейшей динамики цен на стальную продукцию. Покупатели не спешат пока формировать заказы, ожидая снижения цен в июле этого года. Продавцы же стальной продукции, в частности, представители Arcelor Mittal ожидают, что цены могут немного вырасти в Европе в 3 квартале 2007 года, основываясь на достаточно устойчивом спросе, кроме того, несмотря на слабый спрос в США, цены на североамериканском рынке также могут вырасти в результате сокращения объемов производства.



Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) – скромные дивиденды, но обширные инвестиционные планы

Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК RU) объявил о выплате промежуточных дивидендов за второе полугодие 2006 года в размере 1.5 рублей. Общая сумма дивидендных выплат составила по итогам 2006 года 17.98 млрд. рублей (687 млн. долларов), что соответствует уровню дивидендных выплат за 2005 год. При этом, чистая прибыль за 2006 год, по сравнению с 2005, выросла на 49%, а дивидендные выплаты снизились с 47.7% до 33.3% от чистой прибыли.

Мы считаем, что снижение дивидендных выплат в случае с НЛМК обосновано: сохранять дивидендные выплаты на прежних уровнях, инвестировать в развитие производства колоссальные суммы и при этом сохранять уровень долговой нагрузки на прежнем уровне одновременно невозможно.

В конце мая представители НЛМК конкретизировали стратегию развития компании до 2011 года. Общая сумма инвестиций в развитие должна составить более 4 млрд. долларов. Стратегические планы уже были озвучены ранее и не являются неожиданностью для рынка.

Мы полагаем, что НЛМК сейчас является одним из самых привлекательных объектов для инвестирования. Наше мнение основано во-первых, на четких инвестиционных планах компании, во-вторых, на последовательном воплощении стратегии экспансии на зарубежные рынки (приобретение Winner Steel), а также на довольно устойчивой текущей ситуации на рынке металлургической продукции.

Наша справедливая цена составляет 3.18 долларов, что предполагает потенциал роста от текущих уровней 24.7% и соответствует рекомендации Покупать.



Источник: РТС

Тикер:	NLMK
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, USD	3.18
Потенциал роста/падения	24.7%
Цена midmarket, USD	2.55
Цена offer, USD	2.85
Year max	3.08
Year min	1.70
Кол-во акций, тыс. шт.	5 993 227
Мсар, тыс. USD	17 080 698
Долг, тыс. USD	-1 208 341
EV, тыс. USD	15 872 357
изм. с начала года	18.00%
изм. за месяц	10.50%

	2 003	2 004	2 005	2006 E	Y-to-Y	CAGR
Выручка	2 468 022	4 538 686	4 375 806	6 045 625	38.160%	35%
ЕБИТ	882 274	2 222 864	1 844 024	2 243 345	21.655%	36%
рентабельность ЕБИТ	36%	49%	42%	37%	-5%	1%
ЕБИТДА	1 040 083	2 380 673	2 126 900	2 601 286	22.304%	36%
рентабельность ЕБИТДА	42%	52%	49%	43%	-6%	1%
Чистая прибыль	656 456	1 772 501	1 381 395	2 065 963	49.556%	47%
Рентабельность чистой прибыли	27%	39%	32%	34%	+3%	9%
Долг	24 270	20 491	90 846	296 935	226.855%	130%
Денежные средства	933 542	1 374 862	1 959 167	710 846	-63.717%	-9%
Чистый долг	-909 272	-1 354 371	-1 868 321	-413 911	-77.846%	-23%

Источник: данные компании, расчеты Ист-Кэпитал

Магнитогорский металлургический комбинат (MAGN)

Мы произвели переоценку акций Магнитогорского металлургического комбината (MAGN), основываясь на озвученных инвестиционных планах компании, динамике производства за январь – май 2007 года, а также на планах по приросту производства до 2013 года.

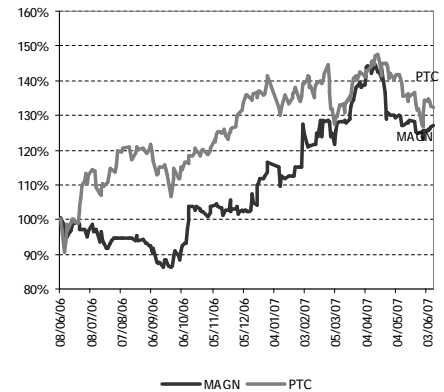
В настоящий момент наша оценка справедливой стоимости акции Магнитки составляет 0.947\$, что немного выше текущих оценок. Кроме того, мы сменили рекомендацию с «Продавать» на «Держать».

Компания показала неплохую динамику производства за период январь-май 2007 года. Выпуск товарной металлопродукции увеличился на 11% - до 4 949.4 тыс. тонн. Выпуск готовой руды увеличился на 22.5% - до 687,3 тыс. тонн. В то же время, выпуск агломерата сократился на 9.3% - до 4 142,7 тыс. тонн. Выплавка стали увеличилась на 9,7% и составила 5 373.3 тыс. тонн. Производство проката выросло на 8.6% - до 5 205,9 тыс. тонн.

Компания также изменила инвестиционные планы: ММК планирует в 2007 году инвестировать в модернизацию 850 млн. долл., в 2008 г. - еще около 1 млрд. долл. из общей программы инвестиций до 2012 г. в размере 5,2 млрд. долл. Ранее сообщалось, что кап. затраты в 2007 году составят 663 млн. долларов, а в 2008 году 808 млн. долларов.

ММК реализует масштабную инвестиционную программу, в рамках которой, в частности, в 2007 г. началось строительство нового агрегата горячего цинкования. Реализация этого проекта позволит увеличить производство оцинкованной металлопродукции на 450 тыс. т. в год. Кроме того, компания объявила о планах по строительству в Турции совместно с Atakas Group металлургического комплекса производительностью 2,6 млн. тонн продукции в год. Срок реализации проекта – около 3 лет, планируемая сумма инвестиций 1.1 млрд. долларов. Пока детали проекта компания не озвучивала, поэтому достаточно трудно строить какие-либо предположения о целесообразности проекта.

Обширная инвестиционная программа не позволит компании выплачивать такие же высокие дивиденды как в прошлые периоды. Мы дисконтировали денежный поток компании по ставке WACC 12.2%, при этом справедливая стоимость одной акции до дивидендов составила 0.907\$, с учетом предполагаемых дивидендов 0.948\$, потенциал роста положительный - 0.08%. Рекомендация *Держать*.



Тикер:	MAGN
Рекомендация	Держать
Справедливая стоимость, USD	0.947
Потенциал роста/падения	0.08%
Цена midmarket, USD	0.9475
Цена offer, USD	0.965
Year max	1.065
Year min	0.635
Кол-во акций, тыс. шт.	11 672 825.02
Мсар, тыс. USD	11 264 276.15
Чистый долг, тыс. USD	176
EV, тыс. USD	11 264 452.15
изм. с начала года	9.00%
изм. за месяц	0.05%

	2 004	2 005	1 H 2006	2006 E	2007 E
Выручка	4 829	5 380	2 780	6 424	7 336
ЕБИТ	1 538	1 323	690	1 765	2 270
рентабельность ЕБИТ	31.8%	24.6%	24.8%	27.5%	30.9%
ЕБИТДА	1 707	1 496	779	1 953	2 466
рентабельность ЕБИТДА	35.3%	27.8%	28.0%	30.4%	33.6%
Чистая прибыль	1 232	947	588	1 426	1 910
Рентабельность чистой прибыли	25.5%	17.6%	21.2%	22.2%	26.0%
Долг	1 249	670	931	1 067	1 232
Денежные средства	2 146	1 138	1 213	891	1 924
Чистый долг	-897	-468	-282	176	-692

Сводная таблица оценки предприятий металлургического сектора:

Тикер	Отраль	Mcap offer	EV/S05	EV/S06	EV/EBITDA05	EV/EBITDA06	PE05	PE06	Fair value	Upside from offer	Recom
BKOG	металлургия-огнеупоры	179 018	1.17	1.28	10.04	5.02	21.3	10.5	3580.86	62.8%	Покупать
BMKK	металлургия	100 056		0.40	5.08	4.75	5.3	7.7	24.55	83.2%	Покупать
BMKKP	металлургия	3 374		0.40	5.08	4.75	5.3	7.7	10.99	83.2%	Покупать
CHMZ	металлургия	184 161	0.61	0.76	5.21	4.41	10.4	15.1	88.05	11.5%	Покупать
GUMZ	металлургия	12 788	0.41	0.38	9.35	7.07	-320.8	35.0	52.65	-4.3%	Продавать
METZ	металлургия	78 452	0.41	0.72	3.88	5.27	4.4	4.4	178.61	-10.7%	Продавать
METZP	металлургия	10 978	0.41	0.72	3.88	5.27	4.4	4.4	74.98	-10.7%	Продавать
PDNZ	металлургия-огнеупоры	114 668	1.04	0.83	4.26	3.03	7.6	5.4	30.63	85.6%	Покупать
SMLU	металлургия -огнеупоры	43 358	1.03	1.04	6.95	13.34	24.5	-1267.2	22.21	11.0%	Покупать
AMEZ	металлургия	275 396	0.87	0.90	3.06	4.53	5.3	8.6	0.62	13.0%	Покупать
CHMF	металлургия	13 755 123	1.37	1.52	3.29	6.36	4.0	17.0	12.99	-4.9%	Продавать
MAGN	металлургия	10 630 222	1.91	1.60	6.88	5.27	11.2	7.5	0.94	-5.9%	Продавать
NLMK	металлургия	17 620 088	3.75	3.50	7.81	8.19	12.7	9.7	3.18	8.2%	Держать

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

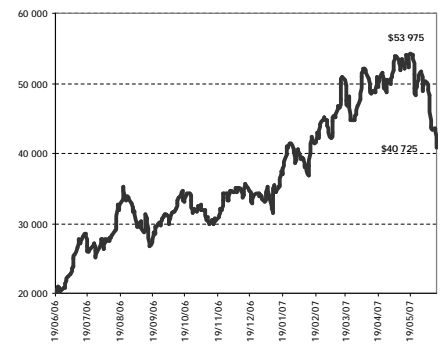
21 мая 2007 года **цены на никель (LME)** достигли очередного максимального уровня за всю историю – 53 975 \$. Примечательно, что участники рынка как будто ждали лета для начала коррекции: в первую неделю июня цены на никель снизились на 12%. Поводом для коррекции послужили данные по запасам никеля, которые мониторит LME: запасы выросли на 6.3% до 8 460 тонн – до рекордного уровня с 10 июля 2006 года. Несмотря на то, что в истории были и более серьезные коррекции на рынке этого металла, нынешняя коррекция отчасти привела к смене инвестиционных настроений. По прогнозам, в этом году производство никеля превысит потребление на 70 000 тонн. Некоторые видят в этом факте знак того, что производители нержавеющей стали постепенно стали искать товары – заменители сверхдорогому сырью. На наш взгляд, этот процесс может растянуться на несколько десятков лет и сейчас еще рано говорить об отказе от никеля как основного компонента нержавеющей стали. Нынешняя летняя коррекция, скорее всего, имеет сезонный, а не системный характер: в мире по-прежнему не хватает масштабных никелевых проектов, лишним подтверждением чему является упорная борьба «Норильского никеля» за LionOre. Более того, коррекция совпала с небывалым ростом доходности государственных облигаций, что девальвирует (хотя и временно) все прочие инвестиции, в том числе и в товарные фьючерсы.

На **рынке меди** мы также являемся свидетелями коррекции, хотя и менее глубокой, чем на рынке никеля. Если основным фактором роста на рынке меди являлись высокие темпы импорта Китая в первом квартале 2007 года, то фактором падения - достаточно серьезное сокращение импорта со стороны Китая, а также опасения по поводу намерений правительства Китая поднять процентные ставки и тем самым охладить перегретую экономику. Эти опасения небезосновательны: китайский импорт меди только в апреле сократился на 28% до 220 561 тонн. Сейчас, по мнению экспертов, внутренний китайский спрос вполне насыщен (запасы меди увеличились в этом году в три раза) и не может более служить фактором роста. Другой фактор – риск повышения процентных ставок в Китае еще более реален – данные по инфляции показывают, что темп роста цен сейчас - самый высокий за последние два года. Поэтому можно предположить, что Китай вновь предпримет повышение учетных ставок, а так как это почти всегда делается неожиданно, то это держит рынок меди в постоянном напряжении, которое выражается в высокой волатильности цен.

Цены на цинк (LME)

Если в апреле – мае можно было говорить о возобновлении растущего тренда, то период с конца мая – начала июня ознаменовался коррекцией цен на фоне общего спада мировых площадок. В принципе, пока нет оснований говорить о фундаментальных факторах коррекции цен на цинк. Поскольку Китай является нетто-экспортером цинка, то ожидания охлаждения китайской экономики может являться фактором роста. На рынке цинка сейчас сформированы два мнения, которые разнонаправленно влияют на котировки цен. Одно мнение базируется на факте, что сейчас в мире достаточно проектов, которые могут обеспечить дальнейший прирост предложения, в частности, месторождения в западных странах могут обеспечить прирост предложения металла на 30% в ближайшие три года, а новые месторождения южной Европы дадут по 5.6% прироста до 2010 года. Другое мнение, играющее на повышение цен, основывается на том, что не все цинковые проекты могут достичь стадии реализации.

Динамика цен на никель, cash LME



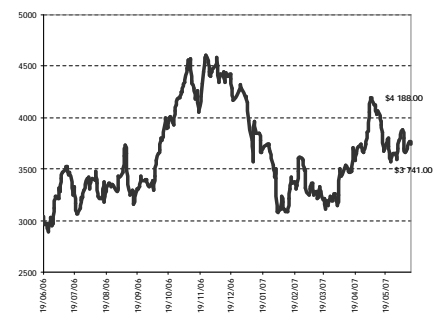
Источник: LME

Динамика цен на медь, cash LME



Источник: LME

Динамика цен на цинк, cash LME



Источник: LME

Большинство акций цветной металлургии в мае-июне корректировались вместе с рынком. Лидерами роста среди отслеживаемых нами предприятий оказались бумаги второго-третьего эшелона: привилегированные бумаги «Ванадий –Тула», Челябинского цинкового завода, Южуралникеля.

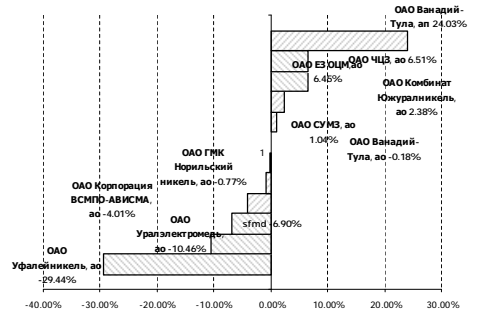
Южуралникель (Покупать, индикативная цена 1180,9 долл.)

Группа «Мечел» объявила о планах обновления собственного никелевого производства. В результате реконструкции входящее в группу Мечел «Южуралникель» увеличит производство ферроникеля с 14,4 тыс. тонн в 2006 году до более чем 20 тыс. тонн в год. Как было заявлено представителями «Мечела» строительство нового никелевого производства позволит «Южуралникелю» снизить затраты на производство до мирового уровня, которые на предприятии группы выше мирового на 30-40%. Мы полагаем, что сейчас во втором эшелоне цветной металлургии бумаги «Южуралникеля» являются одними из самых привлекательных и подтверждаем рекомендацию *Покупать* и индикативную цену 1180\$.

В бумагах «Уфалейникеля» (без рекомендации) инвесторы разочаровались после того как основной акционер - ОАО «Кокс» - в мае направил обязательное предложение о выкупе акций ОАО «Уфалейникель» у его миноритарных акционеров. Цена выкупа составила 170 рублей за одну акцию или 6.5\$. Можно долго рассуждать о «справедливости» цены выкупа, однако, по нашему мнению, она могла бы быть и выше, учитывая, что наша индикативная оценка акции 12.09\$. Мы рекомендуем акционерам воспользоваться предложением ОАО «Кокс».

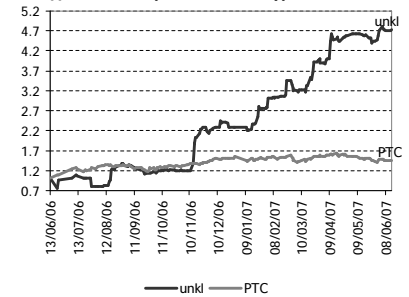
ВСМПО – АВИСМА (Покупать, индикативная цена 487 долл.) отчиталось, наконец, за 2005 год по стандартам GAAP. Выручка от реализации увеличилась на 39.3% до 728,19 млн. долл., валовая прибыль - на 53.6% до 315,95 млн. долл., производственные затраты - на 30% до 412.24 млн. долл., прибыль до налогообложения - на 52.1% до 130,2 млн. долл., чистая прибыль - на 48.4% до 74.61 млн. долл., EBITDA - на 57.3% до 161.15 млн. долл. В целом сам факт выхода отчетности никак не отразился на котировках компании, которые скорректировались под влиянием движения всего рынка. Тем не менее, мы полагаем, что результат по чистой прибыли за 2005 год мог бы быть и лучше. Мы пока не меняем рекомендацию *Покупать* по акциям компании, однако можем пересмотреть индикативную стоимость акций в сторону понижения.

Динамика котировок акций металлургического сектора



Источник: РТС, расчеты Ист - Капитал

Динамика котировок акций Южуралникель



Тикер:	unkl
Рекомендация	Покупать
Индикативная, обык. акции USD	1180.9
Потенциал роста/падения	31.21%
Цена midmarket, USD	883.5
Цена offer, USD	900
Ymin, \$	150
Ymax, \$	890
Кол-во акций, млн.шт.	0.60
Мсар, млн. USD	539.76
Долг, млн. USD	3.24
EV, млн. USD	543.01

Тикер:	VSMO
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, обык. акции USD	487.0
Потенциал роста/падения	68%
Цена midmarket, USD	288.3
Цена offer, USD	290.0
Кол-во акций, тыс.шт.	11529.538
Кол-во акций преф, тыс. шт	325
Мсар, тыс. USD	3 343 566.0
Долг, тыс. USD	141 833.9
EV, тыс. USD	3 485 400.0
Ymin, \$	175
Ymax, \$	322

Норильский никель: хороший отчет за 2006 год и сделка с LionOre приведут к пересмотру справедливых цен

Чистая прибыль ОАО ГМК «Норильский никель» (GMKN) по МФСО в 2006 году выросла до 5,965 млрд. долл. против 2,352 млрд. долл. в 2005 год. Результаты деятельности оказались в целом немного лучше наших ожиданий. Финансовые результаты ГМК «Норильский никель» (млрд. долл.):

Показатели	2005	2006	Y-Y	2006 E	отл.
Выручка	7169	11550	61%	11302	2.2%
Валовая прибыль	4175	8392	101%	7933	5.8%
Прибыль от операционной деятельности	3178	7024	121%	6660	5.5%
Прибыль до налогообложения	3116	6777	117%	6073	11.6%
Прибыль от продолжающихся операций	2278	4972	118%	4508	10.3%
Прибыль от прекращенных операций (Полюс)	74	993	1242%	0	
Прибыль за год	2352	5965	154%	5501	8.4%

Если взять результаты только «Норильского никеля» (без прибыли от прекращенных операций, включающей результаты Полюса), то рост чистой прибыли составил более скромную цифру- 118%.

Основным фактором роста выручки в 2006 году стало увеличение среднегодовых цен реализации всех металлов, производимых ГМК «Норильский никель». Так, среднегодовые цены реализации никеля выросли - на 65%, меди - на 83% палладия - на 57%, платины - на 26% и золота - на 35%. При этом, прирост физического объема производства был достигнут только по никелю +5%.

Прирост валовой прибыли был достигнут за счет очень небольшого темпа роста денежных затрат – всего 5% с 2538 млн. долларов до 2410 млн. долларов.

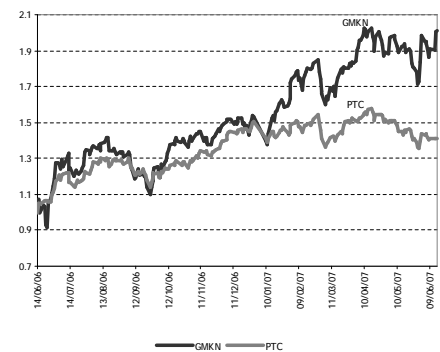
После довольно драматичной борьбы за LionOre «Норильскому никелю» удалось перебить предложение Xstrata. Конечное предложение Норильского никеля составило 6.27 млрд. долларов, а LionOre пришлось заплатить за отказ от предложения Xstrata.

Мы отметим тот факт, что сейчас в мире не так много никелевых проектов, которые могли бы быть интересны с точки зрения приобретения. Для «Норильского никеля» приобретение носит долгосрочный характер и не сможет оказать существенное влияние на котировки акций в краткосрочной перспективе. Более существенным фактором для участников рынка оказалась коррекция на рынке никеля. Мы полагаем, что сложившуюся ситуацию надо использовать для пополнения портфелей бумагами «Норильского никеля», тем более что средняя цена никеля, сложившаяся на мировом рынке за четыре последних месяца составляет 43 600 долларов за тонну, что на 80% выше средней цены реализации в 2006 году. Таким образом, прирост финансовых показателей компании, по крайней мере, по итогам полугодия 2007 года будет намного выше, чем прирост финансовых показателей в 2006 году по сравнению с 2005 годом.

Переоценка вышедшей отчетности за 2006 год, а также объем заимствований, к которым прибегнет «Норильский никель» для финансирования сделки с LionOre приведет к пересмотру справедливой цены акции. Пока наша рекомендация по акциям «Норильского никеля» остается прежней - Покупать, справедливая цена 245 долларов, потенциал роста 28%.

Тикер:	GMKN
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, обык. акции USD	245.1
Потенциал роста/падения	19.56%
Цена midmarket, USD	203.75
Цена offer, USD	205.00
Ymin, \$	91.00
Ymax, \$	206.50
Кол-во акций, млн.шт.	190.63
Кол-во акций преф, тыс. шт	
Мсар, млн. USD	39 078.7
Долг, млн. USD	-1 492.0
EV, млн. USD	37 586.7

Динамика котировок акций Норильского никеля



Источник: PTC

	2 005	2006	2007F
Выручка	7 169.00	11 550.00	16 264.86
EBIT	3 276.00	7 024.00	11 227.49
EBIT margin	45.70%	60.81%	69.03%
EBITDA	3 704.00	7 592.00	11 849.43
EBITDA margin	51.67%	65.73%	72.85%
Net income	2 349.00	5 989.00	8 198.85
Net margin	0.33	0.52	0.50
Net dept	-64.00	-1 492.00	-8 960.19

Источник: данные компании, расчеты Ист-Кэпитал

Multiles at current prices	2 005	2006E	2007F
EV/S	5.24	3.25	2.31
EV/EBIT	11.47	5.35	3.35
EV/EBITDA	10.15	4.95	3.17
P/E	16.64	6.53	4.77

Источник: данные компании, расчеты Ист-Кэпитал

ДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Горнорудная промышленность

Стагнация цен на железорудное сырье и спад фондового рынка не дал возможности предприятиям горнорудного сегмента продемонстрировать положительную динамику. Рост капитализации носил, скорее, выборочный характер на фоне опубликованных финансовых результатов и корпоративных событий.

Наилучшую динамику котировок в прошлом месяце демонстрировал Комбинат КМА Руда, бумаги которого подорожали на 17,6% на фоне выкупа акций предприятия со стороны ОАО «Кокс». Другим лидером сектора в мае стал Стойленский ГОК, акции которого выросли в цене на 8,6% на фоне данных о росте чистой прибыли компании на 186% за 1-ый квартал 2007 года по сравнению с аналогичным периодом 2006 г.

В ближайшие два месяца мы не предвидим существенной изменений в расстановке сил в горнорудном сегменте. Несмотря на рост котировок компаний, входящих в группу Евраз, мы констатируем сохранение потенциала роста у бумаг ОАО Ванадий (KGOK), а также Высокогорский ГОК (VGOK).

Кроме этого, мы оставляем в списке лидеров бумаги Оленегорского Коршуновского и Гайского ГОКов.

Угледобывающий сектор

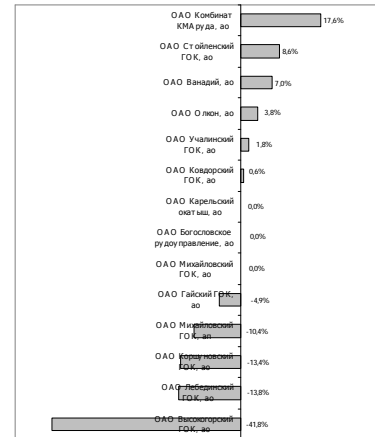
В мае мировые цены на угольное сырье продолжили свое восхождение, достигнув отметки в 44,5-45 долл. за тонну на фоне увеличения потребления топлива со стороны энергетической отрасли Китая. Несмотря на достаточно мощную поддержку со стороны угольного рынка, лишь некоторые из рассматриваемых нами компаний продемонстрировали рост котировок. Среди немногих лидеров роста можно назвать Шахту Польшаевскую, Южный Кузбасс и Шахту Комсомолец, котировки акций которых по итогам месяца выросли на 21,4%, 14,3% и 9% соответственно на фоне консолидации активов СУЭК.

Основной темой прошлого месяца стала реорганизация предприятий Группы СУЭК. Согласно плану реорганизации будет создано пять территориальных производственных объединений «СУЭК-Кузбасс», «СУЭК-Красноярск», «СУЭК-Забайкалье», «СУЭК-Восточная Сибирь» и «Суэк-Дальний Восток» (Приморский и Хабаровский край), что в свою очередь призвано увеличить эффективность корпоративного управления и вывести компании на готовность к IPO уже к концу 2007 года.

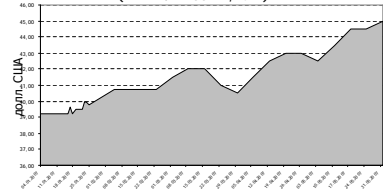
В рамках формирования данных корпоративных структур уже были объединены в единую структуру акции компании Разрез Березовский, Разрез Бородинский и Разрез Назаровский, что сопровождалось ростом котировок на акции этих компаний в апреле текущего года.

После завершения формирования «Суэк-Красноярск» следующим шагом угольного холдинга стало формирование «Суэк-Кузбасс», в состав которого вошли 10 предприятий Кузнецкого угольного бассейна в т.ч. Шахта им. Кирова, Шахта им. 7 ноября, Шахта Красноярская, а также 7 других предприятий. Акции данных предприятий были конвертированы в единые акции ОАО «СУЭК-Кузбасс».

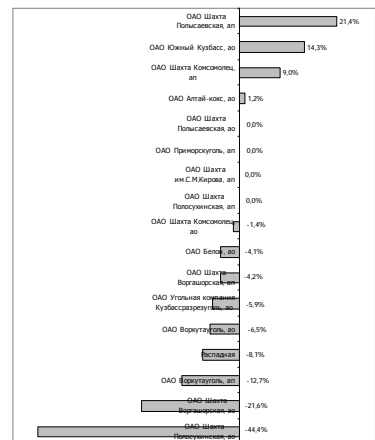
Изменение цен за май 2007 г.



Динамика мировых цен на уголь (январь-май 2007 г., ICEN)



Изменение цен за май 2007 г.

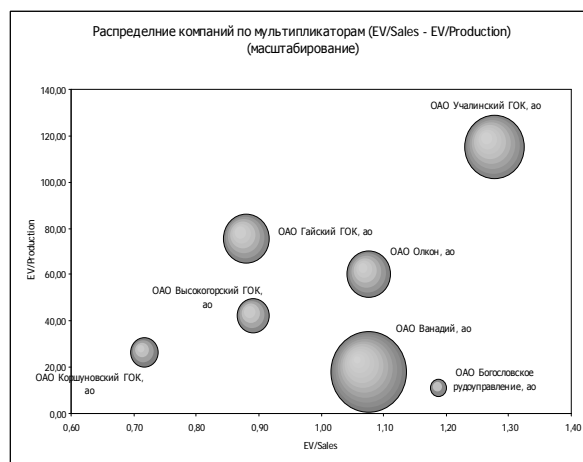
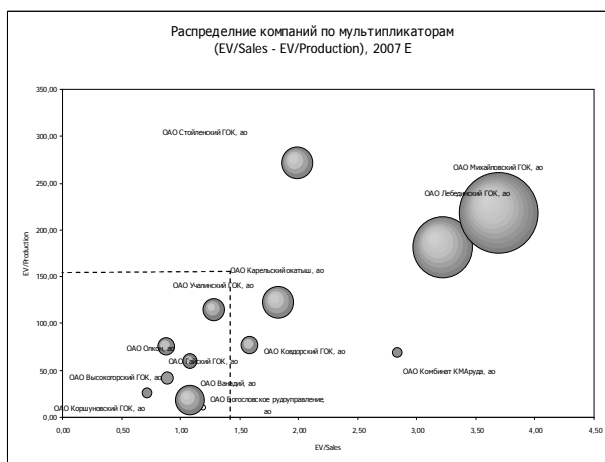


Источник: данные МЭРТ, ISI Securities, Bloomberg

С окончанием формирования компаний главным стимулом роста привлекательности угольной отрасли в среднесрочной перспективе станет рост спроса со стороны электрогенерации. Так по информации департамента экономической политики РАО «ЕЭС» потребление угля в электрогенерации России увеличится в 2,5 раза с существующего уровня 121 млн. тонн до 301 млн. тонн в год.

До 2020 года в рамках стратегии РАО должно быть введено угольной генерации общей мощностью около 40,9 ГВт, что составляет около 30% всех запланированных к вводу мощностей. В частности к 2010 году РАО намерено построить около 7,2 ГВт угольных электростанций, с 2011 по 2015 гг. – 22 ГВт, а с 2016 по 2020 гг. – 11,7 ГВт. Значительная часть угольной генерации будет размещена на территории Сибирского региона. По оценкам РАО «ЕЭС», к 2020 году доля угля в электроэнергетике вырастет с 25% до 39%.

Наименование	Тикер	Мсрп	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/ EBITDA,07	P/E, 07	EV/ Производство 2007
ОАО Богословское рудоуправление, ао	brad	42 534	1,19	4,62	4,29	5,70	10,89
ОАО Гайский ГОК, ао	ggok	307 305	0,88	2,44	2,23	3,01	75,49
ОАО Карельский окатыш, ао	karo	976 289	1,83	5,67	5,14	6,59	122,33
ОАО Комбинат КМАруда, ао	kkma	128 536	2,83	12,34	10,62	15,26	69,76
ОАО Коршуновский ГОК, ао	kogk	105 053	0,72	2,08	2,06	2,47	26,53
ОАО Ковдорский ГОК, ао	kvdg	306 919	1,59	7,81	6,67	6,50	76,62
ОАО Лебединский ГОК, ао	lgok	3 543 507	3,22	6,78	6,61	9,11	181,27
ОАО Михайловский ГОК, ао	mgok	6 417 711	3,69	9,95	9,62	11,47	217,93
ОАО Олкон, ао	ogok	268 304	1,08	2,46	2,34	3,30	60,37
ОАО Стойленский ГОК, ао	sgok	1 074 600	1,99	3,53	3,41	4,53	272,04
ОАО Учалинский ГОК, ао	ugok	522 305	1,28	2,91	2,72	3,95	115,04
ОАО Ванадий, ао	KGOK	821 008	1,08	2,09	2,04	2,96	17,88
ОАО Высокогорский ГОК, ао	VGOK	156 021	0,89	3,51	3,19	6,43	42,27
Медиана по сегменту добычи руд			1,28	3,53	3,41	5,70	75,49



На июнь мы подтверждаем инвестиционную привлекательность следующих компаний сегмента добычи руд:

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка, тыс. долл.			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
ggok	ОАО Гайский ГОК, ао	106 882	147 653	245 991	10,19%	11,53%	25,03%	51,7%	470	525	878,06*	76,5%
kogk	ОАО Коршуновский ГОК, ао	96 551	177 959	177 963	17,11%	28,43%	23,00%	35,8%	340	500	922,84*	119,7%
ogok	ОАО Олкон, ао	93 294	159 470	241 312	12,11%	24,46%	32,44%	60,8%	469	500	706,44*	45,8%
ugok	ОАО Учалинский ГОК, ао	146 850	218 473	406 882	12,51%	11,63%	31,30%	66,5%	13,68	13,75	17,24*	25,7%
KGOK	ОАО Ванадий, ао	385 312	505 959	547 448	23,83%	38,59%	36,39%	19,2%	1,8	2,5	3,48*	61,7%
VGOK	ОАО Высокогорский ГОК, ао	108 491	183 534	173 625	17,35%	15,70%	13,45%	26,5%	0,101	0,22	0,22*	40,1%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

ПРОИЗВОДСТВО МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ

В мае предприятия - производители минеральных удобрений демонстрировали негативную динамику. Лишь некоторые из них по итогам месяца выросли под влиянием вышедшей отчетности и корпоративной информации. Так, лидером роста в прошедшем месяце стали ОАО «Минеральные Удобрения» (г. Пермь): котировки обыкновенных акций предприятия выросли более чем на 19% на фоне финансовых и операционных результатов 1-го квартала 2007 года. Производство удобрений предприятия за три месяца текущего года выросло в 2,7 раза, составив 158,3 тыс. тонн.

Кроме этого, в отличии от 4 квартала прошлого года, когда Минеральные удобрения демонстрировали убыток, чистая прибыль компании в первом квартале выросла до 308,5 млн. руб., что вызвало спрос на бумаги со стороны игроков рынка.

Основной тенденции прошедшего месяца, которая, по нашим оценкам, найдет свое отражение и в будущем, станет рост привлекательности производителей калийных удобрений. Так, в мае ряд предприятий – крупнейших экспортеров калийных удобрений значительно повысили отпускные цены, что привело к росту привлекательности этого сегмента рынка. Цены были повышены Белорусской Калийной Компанией (БКК) и Уралкалием - предприятиями, обеспечивающими около 20% мирового производства хлористого калия.

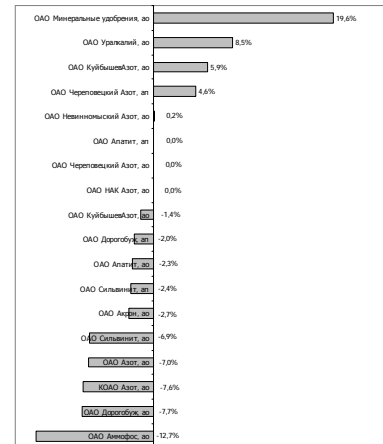
После повышения цен на продукцию Уралкалия (URKA) на +22,7% котировки крупнейшего производителя калийных удобрений выросли одновременно на +5%, а по итогам месяца продемонстрировали рост на +8,5%. Повышение цен было осуществлено в рамках долгосрочного контракта с индийской компанией Indian Potash Limited, что позволяет нам ожидать значительного роста финансовых результатов Уралкалия и по итогам года.

Кроме этого, мы уверены, что наметившееся повышение цен на калийные удобрения продолжится и в будущем, что скажется на дальнейшем росте инвестиционной привлекательности двух основных производителей калийных удобрений – Уралкалия и Акрона. При этом, на фоне выросшего в цене Уралкалия акции Акрона еще в достаточной степени не оценены рынком, что позволяет нам предполагать будущее расширение спроса на бумаги этой компании.

Кроме этого, дополнительную поддержку производителям калийных удобрений в среднесрочной перспективе окажет и рост тарифов на газ, поскольку производители этой продукции в меньшей степени зависят от цен на газ, учитывая его несравнимо малую долю в структуре себестоимости по сравнению с производителями азотных удобрений.

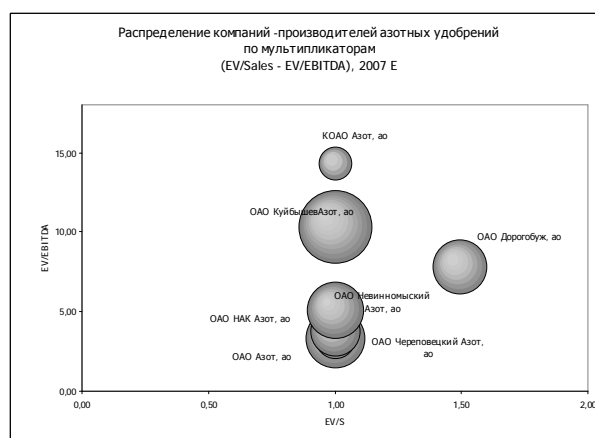
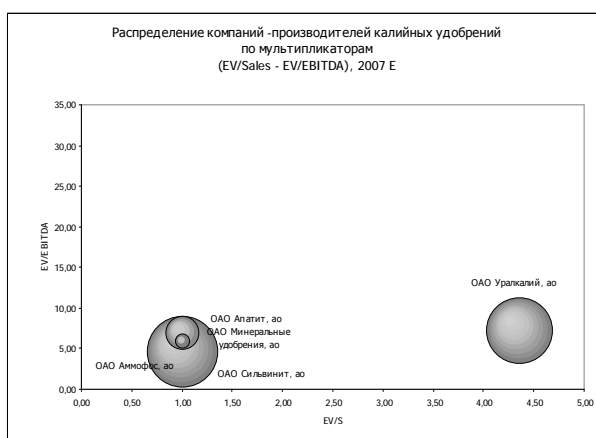
В целом, до конца года мы ожидаем оживление в сегменте производства минеральных удобрений, чему будет способствовать предстоящее IPO Уралкалия. Так, в конце мая руководство компании утвердило срок выхода компании на IPO - октябрь-ноябрь 2007 года. По прогнозам различных аналитиков IPO компании обещает быть удачным, учитывая рост финансовых показателей Уралкалия и текущие котировки акций компании. Успешное размещение Уралкалия, по нашим оценкам, способно не только существенно повысить ликвидность акций размещаемой компании, но и поднять инвестиционную привлекательность всего сектора минеральных удобрений.

Изменение цен за май 2007 г.



Источник: данные МЭРТ, ISI Securities, Bloomberg

Наименование	Тикер	Мсрп	EV/Sales, 07	EV/EBIT, 07	EV/EBITDA,07	P/E, 07
ОАО Уралкалий, ао	urka	4 461 219	4,35	8,16	7,23	11,63
ОАО Апатит, ао	apat	1 291 070	0,91	7,60	5,17	12,20
ОАО Азот, ао	azop	269 904	1,02	3,76	3,32	5,10
ОАО Череповецкий Азот, ао	chea	619 656	1,21	4,79	4,47	8,20
ОАО Невинномыский Азот, ао	neaz	563 825	1,64	5,45	5,06	5,41
ОАО Уфаоргсинтез, ао	ufos	666 325	1,23	10,46	8,86	18,15
ОАО НАК Азот, ао	nmaz	434 059	1,07	4,33	3,79	4,47
ОАО Аммофос, ао	ammo	245 374	0,55	6,01	4,30	8,74
ОАО Акрон, ао	akrn	1 096 815	2,41	7,48	6,99	7,94
ОАО КуйбышевАзот, ао	kazt	894 921	1,37	12,80	10,35	17,30
ОАО Метафракс, ао	mefr	387 451	1,84	8,34	6,78	13,34
ОАО Сильвинит, ао	silv	5 114 132	2,07	5,06	4,57	6,87
ОАО Дорогобуж, ао	dgbz	505 210	1,50	8,37	7,79	2,23
КОАО Азот, ао	azkm	190 398	1,36	34,99	14,29	36,60
ОАО Минеральные удобрения, ао	minu	214 658	2,12	6,30	5,87	7,97
Медиана для производителей азотных удобрений			1,36	5,45	5,06	5,41
Медиана для производителей фосфатов и калийных удобрений			2,10	6,89	5,52	8,35



В июне 2007 года мы подтверждаем инвестиционную привлекательность предприятий – производителей азотных удобрений, таких как NEAZ и NMAZ, а также обращаем внимание на потенциал роста ОАО «Сильвинит» - второго крупнейшего производителя калийных удобрений в России.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
neaz	ОАО Невинномыский Азот, ао	288 535	464 536	433 992	14,90%	27,70%	24,30%	22,6%	1,602	1,68	2,2	33,8%
nmaz	ОАО НАК Азот, ао	348 797	469 494	504 807	11,95%	18,78%	18,51%	20,3%	350	420	632,7	50,6%
silv	ОАО Сильвинит, ао	358 771	583 105	677 542	20,01%	32,14%	29,66%	37,4%	262	268,5	322,0	19,9%
silvp	ОАО Сильвинит, ап	358 771	583 105	677 542	20,01%	32,14%	29,66%	37,4%	183	186	223,1	19,9%

* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

За месяц с середины мая по середину июня практически все банковские акции подверглись коррекции в той или иной мере. В каких-то случаях рыночная конъюнктура способствовала снижению котировок, в каких-то - вышедшая финансовая отчетность.

Лидером снижения стали бумаги «Уралсиба» (USBN), который разочаровал инвесторов отчетностью по МФСО за 2006 год. Чистая прибыль банка в прошлом году сократилась в 2,7 раза - до 4,18 млрд. рублей с 11,18 млрд. рублей в 2005 году. Доналоговая прибыль уменьшилась в 2,5 раза - до 5,7 млрд. рублей с 14,38 млрд. рублей. Увеличение активов составило 27% - до 305,59 млрд. рублей с 240,82 млрд. рублей на конец 2005 года. Кредитный портфель банка за год вырос на 22% - со 128,98 млрд. рублей до 157,46 млрд. рублей. Капитал банка за 2006 год вырос на 10% до 45,9 млрд. рублей.

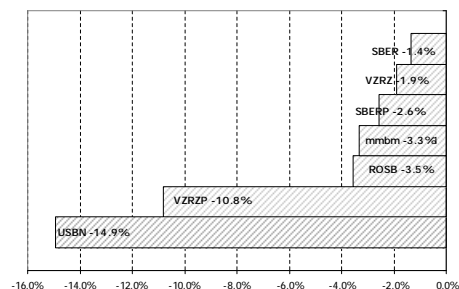
Снижение прибыли объясняется досозданием резервов на потери по ссудам (3,7 млрд. рублей), уменьшением доходов от переоценки ценных бумаг, а также дополнительными вложениями в инфраструктуру (по 2,5 млрд. рублей).

Мы подтверждаем рекомендацию Продавать по акциям банка «Уралсиб» с индикативной ценой, полученной по доходному и сравнительному подходам, на уровне 0.022\$, что на 33% ниже текущих цен предложения.

Банк «Возрождение» (Держать, индикативная цена 64.8\$) отчитался за 1 квартал 2006 года. В отличие от отчетности «Уралсиба», инвесторы восприняли отчетность «Возрождения» позитивно. Собственный капитал "Возрождения" по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) за I квартал 2007 года вырос на 2,345 млн. руб. или 68% по сравнению с I кварталом 2006 года и достиг на конец марта 2007 г. 5.784 млн. руб. (\$222 млн). Прибыль до налогообложения за первый квартал 2007 года увеличилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 72% - до 375 миллионов рублей. Увеличение чистой прибыли составило за первый квартал 2007 года 66% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года - до 275 миллионов рублей (\$10,6 миллиона). Мы полагаем, что первый квартал будет далеко не лучшим в деятельности банка в 2007 году. По году мы прогнозируем чистую прибыль банка в размере 54 млн. долларов. Сейчас наша индикативная оценка составляет 64.8\$ за акцию, что почти на 7% выше, чем текущие котировки в PTC, что соответствует рекомендации Держать.

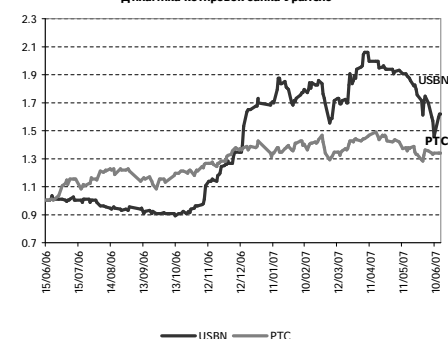
\$ mn	Offer, Bid, \$	Mcap last, \$	P/BV		PE06 E	PE07 E	Fair value	Upside from offer	Рекоменд.		
			O6 E	O7 E							
SBER	3800	3820	82	246	7.3	3.5	25.9	17.8	4047.53	5.96%	Держать
SBERP	56	57.5	2	838	6.3	3.2	27.3	24.0	54.00	-6.09%	Продавать
VZRZ	60	60.75	1493	7.13	3.4	50	27	64.81	6.69%	Держать	
mmbm	56.25	60	7	556	7.0	4.7	35.8	27.1	44.60	-25.66%	Продавать
ROSB	6.4	6.65	4	697	4.8	3.414	36.4	29.5	5.29	-20.52%	Продавать
USBN	0.028	0.033	6	228	3.8	3.4	30.1	26.3	0.0222	-32.82%	Продавать

Динамика котировок банковских акций в мае - июне 2007



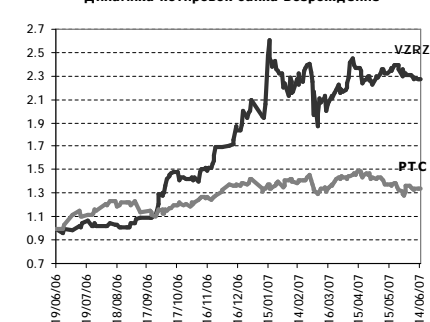
Тикер	USBN
Цена, обыкн.	0.033
Year max	0.038
Year min	0.0167
Кол-во обыкн. млн. шт	204 184
Кол-во прив., млн. шт	0
Мсар, млн. \$	6738.1
Справедливая стоимость обыкн. \$	0.0222
Потенциал роста	-32.82%

Динамика котировок банка Уралсиб



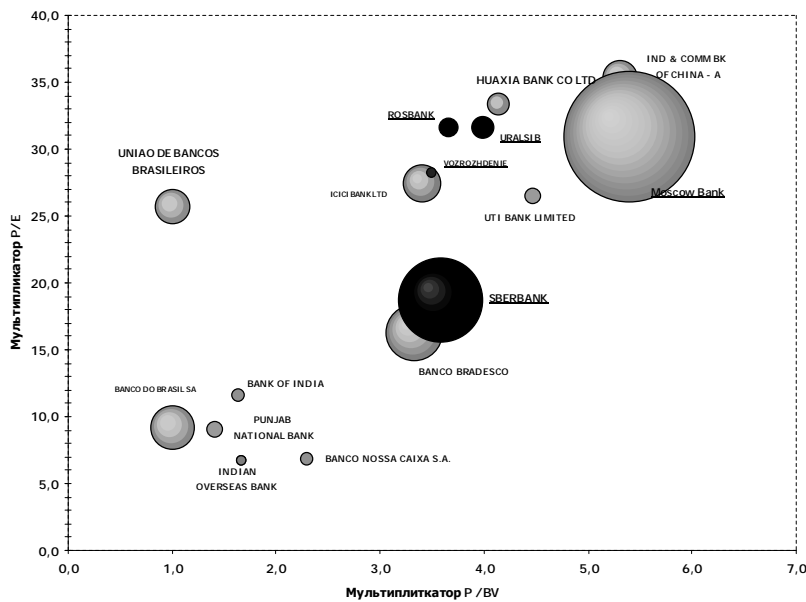
Тикер	VZRZ
Тикер	VZRZP
Справедливая стоимость обыкн. \$	64.81
Справедливая стоимость привилегированных \$	41.61
Потенциал роста	6.69%
Цена, обыкн.	60.75
Цена, преф.	39
прив./обыкн.	64.20%
Year max	76
Year min	21
Кол-во обыкн. млн. шт	24
Кол-во прив., млн. шт	1
Мсар, млн. \$	1493.2

Динамика котировок банка Возрождение



Наименование	страна	P/BV, 07	P/E, 07	Мсар, млн. долл.
BANCO ITAU HOLDING FIN	BRAZIL	3.73	20.41	41 744
UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS	BRAZIL	4.54	25.73	16 410
BANCO BRADESCO SA	BRAZIL	3.33	16.31	41 313
BANCO DO BRASIL SA	BRAZIL	2.69	9.24	26 520
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	BRAZIL	2.29	6.87	2 457
HDFC BANK LIMITED	INDIA	5.63	33.90	7 642
ICICI BANK LTD	INDIA	3.40	27.42	19 602
UTI BANK LIMITED	INDIA	4.47	26.54	3 266
PUNJAB NATIONAL BANK	INDIA	1.41	9.10	3 629
BANK OF INDIA	INDIA	1.64	11.64	2 157
INDIAN OVERSEAS BANK	INDIA	1.66	6.75	1 439
HUAXIA BANK CO LTD-A	CHINA	4.13	33.40	5 982
IND & COMM BK OF CHINA - A	CHINA	5.39	30.92	219 973
SHANGHAI PUDONG DEVEL BANK-A	CHINA	5.30	35.34	15 206
Медиана		3.57	23.07	
SBERBANK	RUSSIA	3.58	18.67	89 423
ROSBANK	RUSSIA	3.66	31.65	5 039
URALSIB	RUSSIA	3.99	31.65	7 402
VOZROZHDENIE	RUSSIA	3.49	28.23	1 532
MOSCOW BANK	RUSSIA	5.02	29.14	8 119
Медиана		3.66	29.14	

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



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

* - размер окружности соответствует капитализации банка

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА

Последний месяц котировки телекомов отличались меньшей (по сравнению с рынком) волатильностью. В мае акции сектора продемонстрировали не столь значительное падение, а в начале июня не в полной мере поддержали рост рынка. В итоге, индекс РТС-телекоммуникации продемонстрировал ту же месячную доходность, что и РТС. Данная динамика подтверждает наше предположение о снижении интереса инвесторов к отрасли, которое объясняется как относительно низким уровнем внимания к российскому рынку вообще, так и отсутствием новых идей в секторе телекоммуникаций. К тому же внимание инвесторов сейчас концентрируется на энергетике и нефтегазовых компаниях.

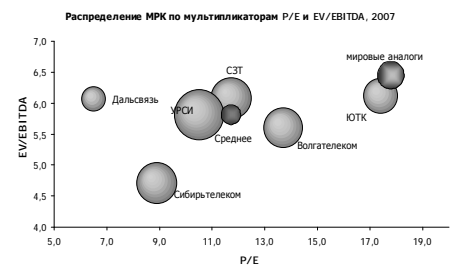
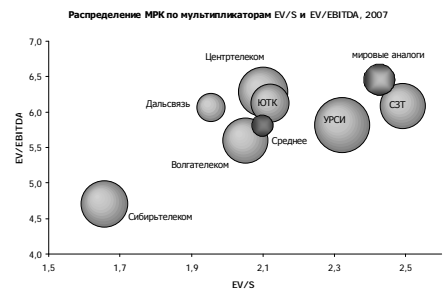
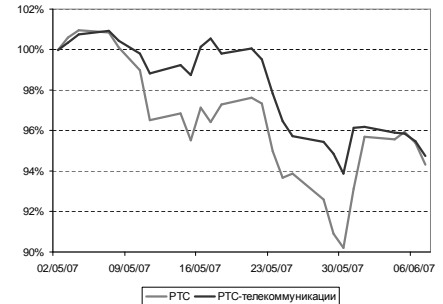
Инвесторы могут начать проявлять интерес к телекоммуникациям ближе к осени, когда закончится традиционное летнее «затишье» и ряд компаний сектора опубликуют полугодовые отчеты о своей деятельности. Также мы не исключаем всплеска активности в бумагах телекомов в результате утверждения окончательного плана реструктуризации Связьинвеста или спекуляций на данной почве. Напомним, что на сегодняшний день насчитывается как минимум пять основных версий развития событий вокруг госхолдинга.

Фиксированная связь

Мы рекомендуем внимательно следить за новостным фоном МРК в июне – все компании должны опубликовать годовые отчетности по МСФО за 2006 год. Из них будет понятно, как региональные операторы смогли адаптироваться к новым условиям функционирования отрасли фиксированной связи. Совершенно очевидно, что на произошедшие законодательные изменения компании отреагируют по-разному, что подтвердилось двумя уже вышедшими годовыми отчетами (Дальсвязь и Волгателеком).

Хоть Дальсвязь и продемонстрировала снижение операционной и чистой рентабельности, это снижение носит разовый характер – компания вынуждена была признать 810 млн. руб. расходов по созданию резерва по налоговым обязательствам. При этом из результатов, не учитывающих данную статью расходов, видно, что компании удалось существенно повысить эффективность своего бизнеса. Операционные расходы (не включая резерв под налоговые претензии) существенно сократились за счет новой кадровой политики и значительного уменьшения затрат на услуги других операторов, обусловленного реформой междугородней и международной связи. Доля расходов на услуги операторов в выручке сократилась почти в два раза: с 17% до 8,8%.

У Волгателеком, напротив, после введение принципа «платит звонящий» со второго полугодия 2006 расходы на услуги других операторов резко возросли. По итогам года доля данной статьи затрат в выручке оператора снизилась с 11% всего до 9%. В сочетании с увеличением амортизационных отчислений это обеспечило опережающий рост операционных расходов компании и негативно повлияло на рентабельность.



Принимая во внимание сложившиеся тенденции в наших моделях оценки стоимости операторов, мы незначительно понизили целевую цену Дальсвязи (с 6,14 USD до 5,99 USD за обыкновенную акцию), и существенно пересмотрели наш прогноз стоимости обыкновенных акций Волгателеком в сторону понижения (с 7,39 USD до 6,44 USD). При этом мы сохраняем рекомендацию *Покупать* по бумагам обеих компаний.

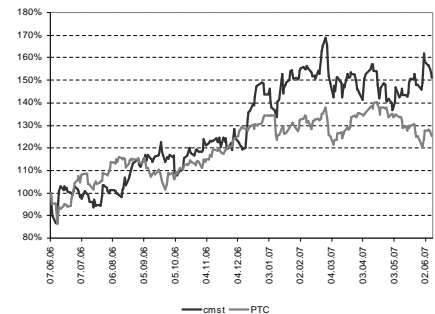
Комстар – ОТС

Опубликованные результаты оператора за 2006 год в целом носят позитивный характер: рост чистой прибыли (без учета выплат вознаграждений менеджерам и переоценки опционов) намного превысил рост выручки - 68% против 23% соответственно. Однако мы отмечаем, что в 2006 году увеличение доходов от традиционного сегмента (фиксированная телефонная связь) значительно превысило рост альтернативного сегмента – 29% против 15%. Мы считаем данную тенденцию негативной для компании: уменьшение доли альтернативных услуг ведет к увеличению зависимости выручки оператора от тарифов, которые регулируются государством, что в будущем может послужить преградой на пути роста доходов Комстар.

Дальнейшая стратегия развития Комстара также остается неясной: после покупки блокпакета Связьинвеста компания продекларировала свое намерение отойти от активных поглощений региональных игроков и перейти на сотрудничество с МРК. С одной стороны, данная тактика оправдана, так как Комстар не интересуют мелкие региональные операторы, а поглощение более крупных связано с большими затруднениями: в регионах их осталось достаточно мало, и цена их поглощения может быть неоправданно высокой. С другой стороны, возможность эффективного взаимодействия между Комстаром и МРК пока вызывает некоторые сомнения, так как далеко не все конфликты между АФК Система и Связьинвестом разрешены на данный момент. К тому же, альтернативные сегменты бизнеса МРК развиваются на данный момент гораздо более высокими темпами, и для объединения усилий в этой сфере руководству Комстара придется сделать менеджменту МРК весьма заманчивые предложения. Таким образом, дальнейшая эффективная экспансия оператора в регионы, за счет которой в прошлом году ему удалось выйти из кризисной ситуации, в настоящий момент сталкивается с ощутимыми препятствиями.

Согласно проведенной нами оценке, справедливая цена ADR Комстар-ОТС (1 ADR = 1 акция) на конец 2007 года составляет \$9,29, что подразумевает незначительный потенциал роста от текущего предложения на Лондонской бирже. Однако мы не исключаем повышения целевой цены по мере прояснения дальнейших планов развития компании. При этом, определенная тактика может быть выработана уже в ближайшем будущем, так как Комстар является стратегически важным активом для АФК Системы. Мы рекомендуем *Держать* бумаги оператора.

Тикер:	CMST
Цена ADR midmarket, USD	9,075
Цена ADR offer, USD	9,100
Ymin, USD	4,500
Ymax, USD	9,700
Кол-во обыкновенных	417 940 860
Мсар, mn. USD	3 793
Долг, mn. USD	707
EV, mn. USD	4 500
Справедливая стоимость ADR, USD	9,29
Потенциал роста	2,1%
Рекомендация	Держать



USD mn.	2006	2007 E	2008 E	2009 E
Sales	1120,2	1350,0	1579,2	1805,1
EBIT	235,6	375,9	454,2	538,1
EBIT margin	21,0%	27,8%	28,8%	29,8%
OIBDA	366,6	535,9	645,0	752,1
OIBDA margin	32,7%	39,7%	40,8%	41,7%
Net income	82,9	203,2	248,6	297,5
Net margin	7,4%	15,0%	15,7%	16,5%

Прогноз выручки компании по сегментам



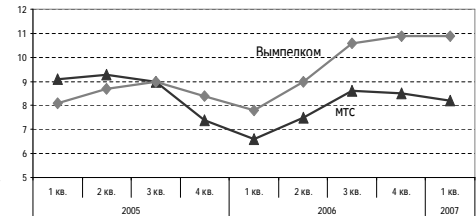
Мобильные операторы

В конце мая и МТС, и Вымпелком опубликовали отчетность по стандартам US GAAP за первый квартал 2006 года.

Вымпелком приятно удивил ростом рентабельности: при соответствии выручки нашим ожиданиям, показатель прибыли оказался примерно на 15% выше, а чистая рентабельность за первый квартал составила 18,6%. Мы также отмечаем переход Вымпелкома на новую систему подсчета абонентской базы: ранее если абонент совершал хоть одну транзакцию в течении полугодия, то он считался активным, теперь этот срок понижен до трех месяцев. Такой способ подсчета дает более адекватное представление о показателях компании, в частности об ARPU. Динамика данного показателя подтверждает, что Вымпелком эффективно противодействует сезонным факторам, и в традиционно «слабом» первом квартале компании удалось поддержать ARPU на уровне четвертого квартала (\$10,5 в расчете на базу активных абонентов). До выхода полугодовой отчетности мы оставляем нашу целевую цену ADR Вымпелкома без изменений (\$105,2) с рекомендацией *Держать*.

Вопреки нашим прогнозам, МТС продемонстрировал незначительное снижение ARPU в России в первом квартале, которое, однако, компенсировалось относительно высоким притоком новых абонентов. По-видимому, причиной снижения ежемесячного дохода на абонента стало введение новых «демократичных» тарифов, что также простимулировало приток абонентов и небольшое увеличение среднего трафика на абонента. В целом, результаты оказались на уровне наших ожиданий, однако в связи с небольшим понижением ARPU оператора в 1ом квартале мы незначительно понизили годовой прогноз справедливой цены акций МТС – до \$11,7, рекомендация *Покупать*.

Динамика месячного ARPU активной базы, USD



Тикер NYSE	VIP
Цена ADR, USD	97,000
Ymin, USD	39,50
Ymax, USD	105,98
Кол-во обыкновенных	51 281 022
Кол-во ADR на акцию	4
Мсар, мн. USD	19 897
Долг, мн. USD	2 355
EV, мн. USD	22 252
Индикативная стоимость ADR, USD	105,12
потенциал роста/падения	8,4%
рекомендация	держать

Тикер:	MTSS
Цена обыкновенной midmarket, USD	9,090
Цена обыкновенной offer, USD	9,130
Ymin, USD	5,15
Ymax, USD	10,30
Кол-во обыкновенных	1 993 326 138
Мсар, мн. USD	18 119
Долг, мн. USD	3 075
EV, мн. USD	21 194
Индикативная стоимость обыкновенной, USD	11,70
потенциал роста/падения	28,1%
рекомендация	покупать

	Тикер	offer	Мсар offer	EV	EV/S 06	EV/S 07	EV/EBITDA 06	EV/EBITDA 07	P/E 06	P/E 07	Fair value	Upside from offer
Центртелеком	ESMO	0,92	1757	2525	2,3	2,1	6,8	6,3	35,0	23,4	1,01	10,0%
	ESMOP	0,58									0,71	22,5%
Северо-западный телеком	SPTL	1,72	1792	2124	2,8	2,5	10,9	9,6	14,0	11,9	1,76	2,5%
	SPTLP	1,11									1,23	11,7%
Волгателеком	NNSI	5,28	1623	4671	5,0	4,6	14,3	12,6	20,2	13,9	6,44	22,0%
	NNSIP	3,95									4,51	14,1%
Южный телеком	KUBN	0,20	736	1553	2,3	2,2	6,4	6,2	19,6	18,0	0,23	11,2%
	KUBNP	0,14									0,17	20,6%
Уралсвязьинформ	URSI	0,0635	2388	3210	2,6	2,4	6,8	5,9	15,0	10,8	0,078	23,0%
	URSIP	0,0430									0,055	27,2%
Сибирьтелеком	ENCO	0,12	1720	2249	1,9	1,7	5,3	4,8	9,7	9,0	0,16	38,4%
	ENCOP	0,09									0,11	31,6%
Дальсвязь	ESPK	4,80	615	847	2,1	2,0	8,3	6,2	48,8	6,7	5,99	24,7%
	ESPKP	5,00									5,69	13,7%
МГТС	MGTS	26,55	2523	2583	3,2	-	7,8	-	12,2	-	32,03	20,6%
	MGTSP	25,30									28,82	13,9%
Башинформсвязь	BISV	0,17	168	172	1,1	0,9	3,3	2,5	7,6	4,3	0,25	46,4%
	BISVP	0,18									0,21	16,8%
Ростелеком	RTKM	8,90	7190	6893	3,0	-	16,2	-	26,0	-	6,07	-31,8%
	RTKMP	2,90									3,95	36,1%
Комстар - ОТС	CMST	9,10	3803	3862	3,4	2,9	10,5	7,2	46,6	19,0	9,29	2,1%
	СИТРИК	0,18	1424	1563	1,0	-	9,8	-	25,6	-	0,28	59,9%
МТС	MTSS	9,13	18199	21274	3,3	3,0	6,6	6,0	17,1	13,9	11,70	28,1%
Вымпелком (NYSE)	VIP	97,00	19897	21702	4,5	3,5	8,9	7,1	26,8	15,1	105,12	8,4%
СТС - медиа (NASDAQ)	CTCM	25,49	3862	3862	10,4	7,7	22,2	16,0	36,3	24,7	27,41	7,5%

СЕКТОР РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Опережающий рост котировок акций потребительского сектора вследствие благоприятной конъюнктуры в стране делает сектор интересным для инвестирования.

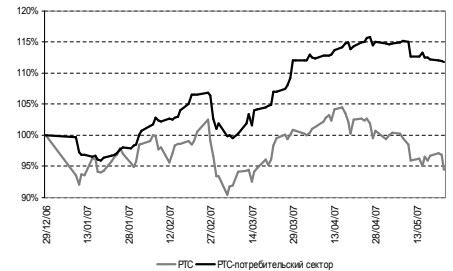
Основной тенденцией 2007 года, безусловно, станет большая ориентация на внутренний спрос в результате тенденции ослабления экспортного влияния на российскую экономику. Высокие темпы внутреннего потребительского спроса в 2006 - 2007 годах поддерживаются ростом реальных располагаемых доходов населения при опережающем росте реальной заработной платы, а также активностью банков в сфере потребительского кредитования.

Потребительский сектор является одним из наиболее динамично развивающихся секторов российской экономики. За последние 7 лет оборот розничной торговли вырос до 319,91 млрд. долл. (2006 год), средняя скорость роста составила 25% (CAGR 2000-2006=25,02%). Мы прогнозируем дальнейший устойчивый рост розничных продаж, но более низкими темпами. По нашему мнению, средний темп роста оборота розничной торговли в 2007 – 2015 годах составит 11%. В результате чего к 2015 году розничные продажи достигнут уровня в 915,48 млрд.долл.

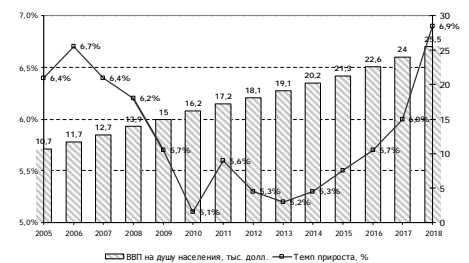
Региональная структура российского потребительского сектора в значительной степени ассиметрична со смещением в сторону Центрального региона и Москвы, где выше плотность населения и реальные располагаемые доходы. Вклад Центрального региона в общие розничные продажи составляет 36%. Однако явно прослеживается тенденция снижения доли Центрального округа в общем обороте розничных продаж. В ближайшее время мы прогнозируем сохранение понижательного тренда и к 2015 году, по нашему мнению доля, Центрального региона снизится до 30%.

Мы ожидаем, что в 2007 – 2015 годах регионы будут расти опережающими темпами. Темпы роста реальных располагаемых доходов на душу населения в регионах опередают соответствующие показатели Москвы и Санкт-Петербурга. В ближайшее время российские ритейлеры продолжат активную экспансию в регионы как за счет органического роста, так и за счет слияний и поглощений.

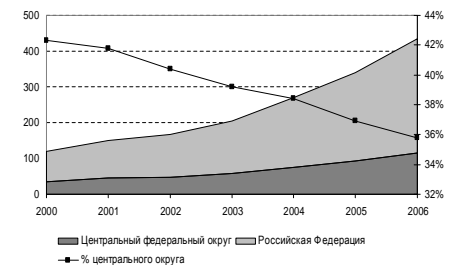
Динамика РТС и РТС-потребительский сектор (с начала 2007)



Динамика ВВП

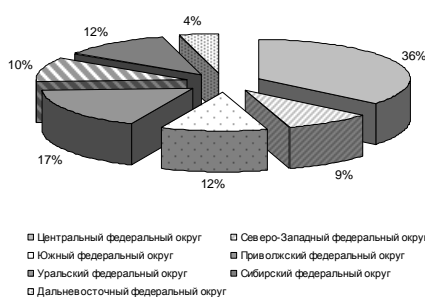


Оборот розничной торговли, млрд. долл



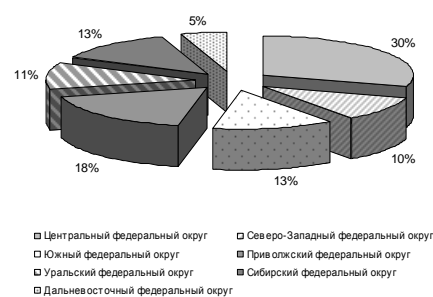
Источник: Росстат

Розничные продажи по регионам, 2006



Источник: Росстат

Розничные продажи по регионам, 2015E



Источник: Росстат, прогнозы ИСТ Кэпитал

Благоприятным фактором, влияющим на уровень спроса, является рост средних зарплат по России и реальных располагаемых доходов. Так, за 2006 год средняя реальная заработная плата выросла на 13,4% относительно 2005 года. В 1 квартале 2007 года рост показателя составил 18,4% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года. Реальные располагаемые доходы в 2006 году по сравнению с 2005 годом также росли, но в отличие от реальной зарплаты, более низкими темпами (10,2%). В ближайшие годы мы прогнозируем некоторое замедление темпов роста реального располагаемого дохода и заработной платы, однако общая тенденция останется неизменной.

В прогнозном периоде, по нашему мнению, сохранится тенденция последних лет с опережающим ростом потребления непродовольственных товаров по сравнению с продовольственными товарами. В настоящее время их процентное соотношение в общем обороте розничной торговли составляет 46,1% к 53,9%, продовольственный и непродовольственный сектор соответственно. Мы полагаем, что в ближайшие годы доля продовольственных товаров будет постепенно снижаться и стабилизируется к 2015 году на уровне 45%.

Структура потребительских расходов за 5 последних лет претерпела значительные изменения: доля личных доходов, поступающих на оплату питания снизилась с 47,6% в 2000 году до 33,2% в 2005 году. Постепенно фокус потребительского спроса сдвигается в сторону непродовольственных товаров, услуг и развлечений. Согласно нашим прогнозам, в 2007 – 2015 годах Россия достигнет среднего для развивающихся стран показателя, который составляет 25% от личного дохода.

К концу 2006 года доля современных форматов розничной торговли составили 25% (11% дискаунтеры, 6% гипермаркеты и 8% супермаркеты). Наиболее распространенным форматом торговли и по сей день остаются открытые рынки, их доля составляет 43% в 2006 году. Мы полагаем, что к 2010 году доля современных форматов достигнет уровня в 45 – 50%. Наиболее динамично, по нашему мнению, будут развиваться гипермаркеты, доля которых в 2010 году приблизится к 16%.

Мы полагаем, что в 2007 – 2009 годах на российском потребительском рынке будут превалировать следующие идеи:

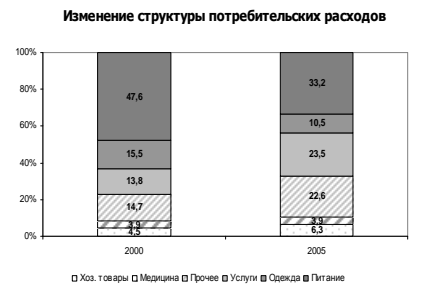
- Региональная экспансия ритейлеров как за счет органического роста, так и посредством слияний и поглощений;
- Увеличение доли современных форматов розничной торговли;
- Дальнейшее развитие мультиформатности ритейлеров;
- Увеличение конкуренции в Москве и Санкт-Петербурге, вследствие чего темпы роста показателей Like-for-like в этих городах будут уступать темпам роста соответствующих показателей в регионах;
- Дальнейшая консолидация рынка;
- Постепенное снижение рентабельности ритейлеров как за счет увеличения конкуренции, так и за счет повышения затрат компаний (в том числе и капитальных).



Источник: Росстат, прогнозы ИСТ Кэпитал



Источник: Росстат, прогнозы ИСТ Кэпитал



Источник: Росстат



Источник: Бизнес Аналитика

Дикси (Dixy) – размещение с 7-ми процентным дисконтом

ОАО «Дикси Групп» одна из крупнейших розничных сетей среди российских ритейлеров. По объему выручки компания занимает четвертое место. В 2006 году выручка «Дикси Групп» составила 1009 млн.долл. Темп роста выручки в 2006 году составил 42%, что соответствует среднеотраслевому значению. По итогам 30 апреля 2007 года Дикси управляет 338 магазинами. Компания осуществляет деятельность в Центральном, Северо-Западном и Уральском регионах России, при этом около 40% продаж компании приходится на Москву и Санкт-Петербург.

ОАО «Дикси Групп» развивается как мультиформатная сеть, владеет розничной сетью дискаунтеров «Дикси», состоящей из 327 магазинов, сетью из 6 супермаркетов «Минимарт», а также сетью из 5 гипермаркетов «Мегамарт».

По нашему мнению, инвестиционная привлекательность компании не очевидна. Если сравнить Дикси с отечественными ритейлерами, мы увидим самые низкие показатели рентабельности. Так, рентабельность по EBITDA у Дикси Групп составляет 4,4%, уступая даже ориентированному на регионы Магниту (4,9%). Для сравнения EBITDA margin X5 Group 8,8%, Седьмого Континента 10,9%. Рентабельность Дикси по чистой прибыли составляет всего 0,9%. По нашим прогнозам к 2008 году Net margin компании возрастет до 1,9% за счет увеличения доли выручки с магазинов формата Minimart и Megamart, где доля непродовольственных товаров выше.

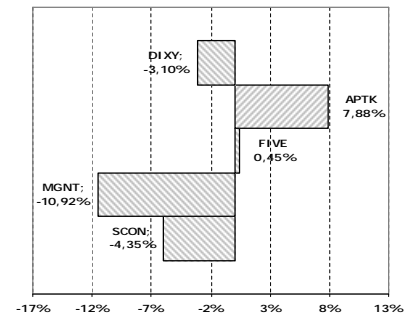
Дикси также демонстрирует невысокую динамику сопоставимых продаж (like-for-like), рост которых в 2006 году составил около 12% в Уральском ФО, около 8-9% в Московской области и 4-5% в Москве. Отрицательную динамику продемонстрировали продажи like-for-like в Санкт-Петербурге и области. В дальнейшем мы прогнозируем снижение роста сопоставимых продаж в связи со значительно возрастающей конкуренцией, особенно в Санкт-Петербурге и Москве.

В дополнение к вышесказанному «Дикси Групп» имеет самую высокую долговую нагрузку среди розничных торговых операторов – участников фондового рынка. Отношение Долг/EBITDA в 2007 году составило 4. Для сравнения у Магнита данный показатель почти в 2 раза ниже и составляет 2,37 в 2007 году.

Проведя стоимостную оценку методом DCF, мы получили справедливую стоимость акций, которая составляет 15,87 долл. (потенциал роста + 8,9%) Капитализация компании составляет 928 млн.долл. В рамках рыночного подхода мы провели сравнительный анализ компании с ближайшими отечественными аналогами, а также аналогами в развитых и развивающихся странах. Сравнение с отечественными аналогами по показателю EV/Sales 2007 указывает на переоценку компании на 36,6%. По показателям EV/EBIT 2007, EV/EBITDA 2007, P/E 2007 «Дикси Групп» недооценена на 33,4%, 14,7% и 15,9% соответственно.

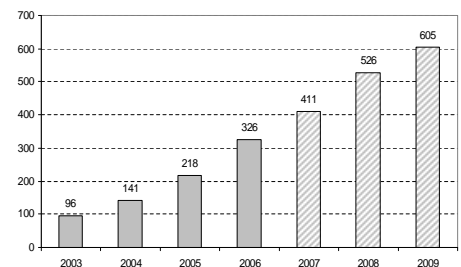
Основываясь на проведенном анализе, мы присваиваем компании «Дикси Групп» рекомендацию *Держать*.

Изменение котировок за май 2007 г., %



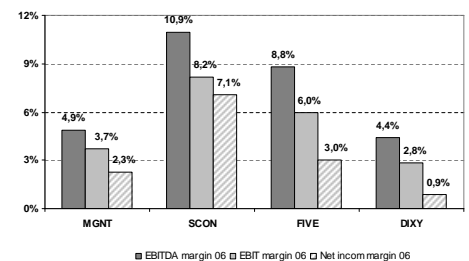
Тикер:	DIXY
Цена обыкновенной midmarket, \$	13,975
Цена обыкновенной offer, \$	14,050
Ymin, \$	13,95
Ymax, \$	14,55
Кол-во обык. акций, тыс. шт.	60 000
Mcap, mn. \$	839
Долг, mn. \$	-288
EV, mn. \$	550
Справедливая стоимость а/о, \$	15,87
Потенциал роста/падения	12,9%
Рекомендация	Держать

Количество магазинов



Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал

Рентабельность основных ритейлеров



Источник: данные компаний, расчеты ИСТ Кэпитал

млн. USD	2 005	2 006	2007 E	2008 E	2009 E
Выручка	709	1 009	1 460	2 089	2 718
EBIT	19	28	50	88	141
EBIT margin	2,69%	2,81%	3,45%	4,19%	5,18%
EBITDA	28	45	83	139	211
EBITDA margin	3,89%	4,42%	5,70%	6,66%	7,77%
Net income	10	9	26	40	68
Net margin	1,42%	0,89%	1,77%	1,90%	2,49%
Чистый долг	87	121	288	440	576

Источник: данные компаний, расчеты ИСТ Кэпитал

Тикер	EV/Sales, 2007E	EV/EBIT, 2007E	EV/EBITDA, 2007E	P/E, 2007E
Развитые страны				
DELB BB Equity	0,50	9,355	6,148	18,85
CA FP Equity	0,55	11,476	7,855	20,85
MEO GR Equity	0,44	12,304	7,606	23,13
BASIK GA Equity	0,38	9,49	5,738	n/a
JMAR PL Equity	n/a	n/a	n/a	23,86
SBRY LN Equity	0,61	19,597	10,227	29,25
TSCO LN Equity	0,87	14,093	10,388	19,45
AH NA Equity	0,50	13,128	7,737	17,37
WMT US Equity	0,64	10,452	8,33	16,83
AXFO SS Equity	0,53	13,376	9,386	19,51
MRW LN Equity	0,71	19,108	11,191	33,54
KR US Equity	0,43	10,612	6,849	20,26
SWY US Equity	0,53	12,53	7,944	19,2
SVU US Equity	0,44	9,934	6,053	18,42
COLR BB Equity	1,03	10,737	8,579	23,09
медиана	0,53	11,89	7,8995	19,885
Развивающиеся страны				
PCAR4 BZ Equity	0,66	12,85	7,23	122,92
DYS CI Equity	1,15	18,45	11,06	41,19
8277 HK Equity	n/a	n/a	n/a	36,61
980 HK Equity	0,20	10,96	4,29	24,76
600361 CH Equity	n/a	n/a	n/a	61,09
BSI IT Equity	0,71	11,20	7,83	13,44
SAE IT Equity	0,55	13,83	8,18	29,56
WALMEXV MM Equity	1,45	20,04	16,76	27,31
GIGANTE* MM Equity	0,60	22,16	10,60	28,60
CENCOSUD CI Equity	1,37	n/a	12,36	32,87
SHP SJ Equity	0,44	7,85	5,66	19,96
MIGRS T1 Equity	0,75	15,15	9,83	41,67
BIMAS T1 Equity	n/a	17,59	13,19	27,59
SPP SJ Equity	0,43	8,20	7,49	21,67
2912 TT Equity	n/a	14,88	10,43	20,11
SHP SJ Equity	0,44	7,85	5,66	19,96
медиана	0,6285	13,83	9,003	28,095
Отечественные аналоги				
MGNT	0,67	9,63	8,33	31,00
SCON	1,59	18,07	12,74	19,38
FIVE	1,31	19,22	13,09	35,95
медиана	1,31	18,07	12,74	31,00
DIXY	0,83	24,11	14,61	35,94
Премия/дисконт к развитым станам	58,50%	102,77%	85,00%	80,76%
Премия/дисконт к развивающимся станам	32,52%	74,33%	62,33%	27,94%
Премия/дисконт к отеч. аналогам	-36,59%	33,41%	14,67%	15,95%

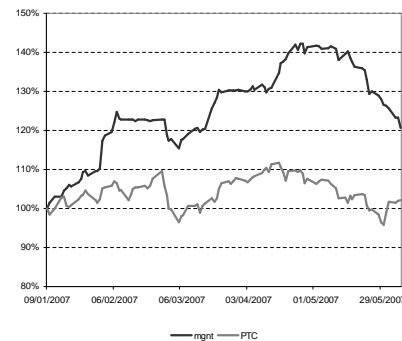
Источник: данные Bloomberg, прогнозы ИСТ Кэпитал

Магнит (MGNT) – крупнейший региональный ритейлер

В настоящее время торговая сеть Магнит является одной из самых быстрорастущих среди отечественных ритейлеров. По итогам 2006 года Магнит насчитывает 1893 магазина, что позволяет ему занять первое место по этому показателю. По объемам выручки компания занимает второе место среди российских розничных сетей, уступая лишь X5 Group.

Сейчас Магнит существует только в формате дискаунтеров, однако в 2006 году было принято решение развивать мультиформатность сети. Во второй половине 2007 годы компания планирует открыть до 14 гипермаркетов. Мы расцениваем переход к мультиформатности как дополнительное преимущество, позволяющее, во-первых, охватить большую целевую аудиторию, во-вторых, увеличить валовую рентабельность за счет большей доли не продуктовых товаров в гипермаркетах. Согласно нашей оценке к 2011 году количество гипермаркетов достигнет 43, а доля гипермаркетов в общей выручке составит 17%.

Помимо развития мультиформатности мы выделяем еще два фактора, способствующих будущему росту денежных потоков. Во-первых, компания успешно реализует стратегию активного органического роста. За год Магнит открывает около 250-300 магазинов. Это позволяет поддерживать среднегодовой темп роста выручки в 2005-2006 годах на уровне 59%. В 2007 – 2012 годах, по нашим прогнозам, среднегодовой темп роста выручки сократится до 25%.



Тикер:	MGNT
Цена обыкновенной midmarket, \$	41,000
Цена обыкновенной offer, \$	41,500
Ymin, \$	20,15
Ymax, \$	47,50
Кол-во обык. акций, тыс.шт.	72 000
Мсар, mn. \$	2 952
Долг, mn. \$	-407
EV, mn. \$	2 545
Справедливая стоимость, ao, \$	45,65
Потенциал роста/падения, %	10,0%
Рекомендация	Держать

Во-вторых, широкое региональное присутствие. 41,3% розничных торговых точек находятся в Южном Федеральном округе, 28,4% - в Приволжском, 1,5% - в Уральском. Среднегодовые темпы роста розничного товарооборота в этих регионах в 2000-2006 годах превышали аналогичные показатели в Москве и Санкт-Петербурге и в целом по РФ. Кроме того, в регионах влияние конкурентов значительно слабее, чем в Москве и Санкт-Петербурге.

И наконец, Магнит обладает одним из самых высоких показателей Like-for-like по сравнению с отечественными ритейлерами. В 2006 году рост продаж в формате LFL составил 17,53% в долларовом выражении, который сложился из 2,8% увеличения трафика (LFL) и 14,32% роста среднего чека (LFL). Мы прогнозируем постепенное снижение показателя LFL, вследствие усиления конкурентной борьбы.

Магнит, ориентированный на региональный рынок, демонстрирует невысокую рентабельность по сравнению с отечественными компаниями аналогами. Валовая рентабельность по итогам 2006 года составила 18,3%, операционная рентабельность – 3,7%, рентабельность по EBITDA – 4,9%, по чистой прибыли – 2,3%. Мы прогнозируем постепенное повышение рентабельности в силу следующих причин:

- С 2007 года в структуру выручки будет включена выручка от гипермаркетов, маржа в которых выше, чем в дискаунтерах из-за большей доли непродовольственных товаров в ассортименте;
- Увеличение доли Private Label products в общих продажах, валовая маржа по которым на 8% и более выше аналогичных продуктовых категорий. В 2006 году их доля составляла 10,9%, а к 2015 году компания планирует увеличить долю Private Label products до 20-21% от общих продаж.

По результатам стоимостной оценки мы определили справедливую стоимость акций компании и установили рекомендацию Держать. Справедливая стоимость обыкновенных акций составляет 45,65 долл.

Росинтер (ROST) – первая сеть ресторанов на бирже

Компания «Росинтер ресторанс холдинг» первая среди российских ресторанных сетей вышла на IPO. Росинтер управляет ресторанами в России, Украине, Белоруссии, Казахстане, Чехии, Венгрии, под товарными знаками «IL Патио», «Планета Суши», «Мока Лока», «Испанский уголок», «Печки Лавочки», «Патио Паста», Кафе Дез Артист, «Американский Бар и Гриль», «1-2-3 кафе», а также имеет право открытия ресторанов под торговыми марками «Сибирская Корона», T.G.I. Friday's и Benihana of Tokyo.

На 1 мая 2007 года под контролем Росинтера сеть, состоящая из 192 ресторанов в 23 городах России, а также в Центральной Европе и СНГ. 38 заведений – франшизные.

В настоящее время российский ресторанный рынок сильно фрагментирован, доля ресторанных сетей низка. Росинтер занимает одну из лидирующих позиций в российском ресторанном сегменте с долей 1,3%. Столь низкая доля свидетельствует о том, что отрасль еще не консолидирована и в дальнейшем мы можем наблюдать волну слияний и поглощений, что обычно позитивно воспринимается инвесторами. Общий объем ресторанного сегмента в денежном выражении в 2005 году составил 9,3 млрд.долл.

млн. USD	2 005	2 006	2007E	2008E	2009E
Выручка	1 578	2 505	3 609	5 094	6 573
EBIT	64	93	147	271	401
EBIT margin	4,05%	3,73%	4,06%	5,32%	6,10%
EBITDA	78,88	122,44	226,41	405,43	585,39
EBITDA margin	5,00%	4,89%	6,27%	7,96%	8,91%
Net income	37	57	96	173	258
Net margin	2,33%	2,27%	2,67%	3,39%	3,93%
Чистый долг	117	167	407	558	645

Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал

Мультиплик. по текущим ценам	2 005	2 006	2007E	2008E	2009E
EV/S	1,6	1,0	0,7	0,5	0,4
EV/EBIT	39,9	27,2	17,4	9,4	6,3
EV/EBITDA	32,3	20,8	11,2	6,3	4,3
P/E	80,1	51,9	30,6	17,1	11,4
ROE	74,9%	18,8%	25,0%	32,5%	34,4%

Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал

Тикер:	ROST
Цена обыкновенной midmarket, \$	37,000
Цена обыкновенной offer, \$	38,000
Ymin, \$	35,40
Ymax, \$	35,50
Кол-во обыкновенных акций, тыс. шт.	11 811
Мсар, mn. \$	437
Долг, mn. \$	-121
EV, mn. \$	316
Справедливая стоимость обык., \$	41,65
Потенциал роста/падения	9,6%
Рекомендация	Держать

Данные приведены на 04.06.2007

По нашему мнению, основными драйверами роста данного сегмента будут выступать:

- Рост покупательской способности населения;
- Изменение менталитета населения (рост популярности eating-out) и, как следствие, увеличение расходов на общественное питание;
- Дальнейшее уравнивание уровня реальных располагаемых доходов в различных регионах страны.

Большинство ресторанов Росинтера находятся в сегменте Casual dining, доля которого на Московском ресторанном рынке достигает 61%.

1 июня Росинтер завершил размещение акций в рамках IPO. Несмотря на то, что цена размещения составила 32 долл. за акцию, что близко к нижней границе диапазона (31 – 43 долл), мы оцениваем размещение как вполне удачное. Росинтеру удалось привлечь 100 млн долл и разместить 3,1 млн акций (первоначально планировалось привлечь 127 млн.долл., разместив 4,1 млн. акций). На цену размещения, по нашему мнению, повлияла коррекция на российском фондовом рынке, а также интерес инвесторов несколько охладил следующие один за другим IPO в потребительском секторе. Кроме того, смущает довольно низкая чистая прибыль компании, которая за 2006 год составила 0,88 млн.долл.

Привлеченные средства Росинтер планирует направить на финансирование органического роста компании. Стратегия компании включает следующие ключевые пункты:

- Росинтер планирует открыть рестораны в городах с населением не менее 350 тыс. человек. Причем в маленьких городах преимущество отдается развитию франшизной сети ресторанов, в больших же собственных и в форме регионального партнерства;
- Дальнейшее усиление пенетрации ключевых брендов на существующих рынках;
- Усиление лояльности населения и повышение узнаваемости бренда;
- Улучшение рентабельности и операционной эффективности за счет создания комбинированных ресторанных зон.

Справедливая стоимость акций компании оценена методом DCF в рамках доходного подхода. При расчете параметра WACC, мы включили корпоративный риск в размере 2,9%, который отражает риск увеличения арендных ставок (отметим, что Росинтер работает полностью на арендованных площадях, причем срок аренды половины площадей истекает в 2 года). Ставка дисконтирования составляет 13,31%, что, по нашему мнению, является весьма осторожной оценкой рисков. Справедливая стоимость акций составляет 41,65 долл., что подразумевает 9,6% рост. Мы выставляем рекомендацию *Держать* по акциям компании.

млн. USD	2 005	2 006	2 007E	2 008E	2 009E
Выручка	166	219	272	334	416
EBIT	9	13	19	31	51
EBIT margin	5,21%	5,75%	6,95%	9,15%	12,15%
EBITDA	16,91	20,73	28,72	46,40	72,76
EBITDA margin	10,20%	9,48%	10,57%	13,88%	17,47%
Net income	0,60	0,88	4,02	15,64	27,31
Net margin	0,36%	0,40%	1,48%	4,68%	6,56%
Чистый долг	75	86	61	89	108

Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал

Мультипликаторы по текущим ценам	2 005	2 006	2 007E	2 008E	2 009E
EV/S	2,3	1,7	1,4	1,1	0,9
EV/EBIT	44,2	30,3	20,2	12,5	7,5
EV/EBITDA	22,6	18,4	13,3	8,2	5,2
P/E	739,4	503,9	110,3	28,3	16,2

Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал



Источник: данные компании, прогнозы ИСТ Кэпитал

© Ист Кэпитал, 2007 г. Все права защищены.

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

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

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

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

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

Тел.: (495) 792-5957

Факс: (495) 792-5119

Email: info@eastcapital.ru

Департамент аналитических исследований

Фетисов Александр

тел.: (495) 792-5957 доб. 2292

e-mail: AFetisov@eastcapital.ru

Лысенко Андрей

тел.: (495) 792-5957 доб. 2298

e-mail: ALysenko@eastcapital.ru

Гладкова Марина

тел.: (495) 792-5957 доб. 2249

e-mail: MGladkova@eastcapital.ru

Проценко Александр

тел.: (495) 792-5957 доб. 2268

e-mail: Aprotsenko@eastcapital.ru

Ильина Мария

тел.: (495) 792-5957

e-mail: milina@eastcapital.ru

Департамент брокерского обслуживания

Буренин Роман

тел.: (495) 792-5957 доб. 2291

e-mail: RBurenin@eastcapital.ru

Гаврилова Наталья

тел.: (495) 792-5957 доб. 2278

e-mail: NGavrilova@eastcapital.ru

Департамент продаж

Head of Equity Sales

Пермяков Никита

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

NPermyakov@eastcapital.ru

Nick Asheshov

тел.: +7(495) 792-5957 доб. 22-83

NAsheshov@eastcapital.ru

Head of Domestic Sales

Кабанов Максим

тел.: +7(495) 792-5957 доб. 22-85

моб.: +7(910) 470-6276

email: mkabanov@eastcapital.ru

Департамент управления активами

Дерябин Павел

тел.: (495) 792-5957 доб. 2281

e-mail: PDeryabin@eastcapital.ru