



## Стратегия по рынку акций Март 2007

### Основные тенденции рынка :

- Ø Основной тенденцией рынка в марте является постепенное смещение инвестиционной привлекательности в сторону секторов, ориентированных на внутренний спрос, в частности, потребительского, банковского и энергетического.
- Ø Сильнейшая коррекция рынка во второй половине февраля дает хорошие возможности для реформирования инвестиционных портфелей.
- Ø Несмотря на снижение инвестиционной привлекательности нефтяных бумаг, мы уверены в низком уровне риска инвестирования в акции таких компаний как Газпром, Роснефть и Лукойл. В то же время, большой инвестиционный потенциал демонстрируют акции нефтепереработки, а также дистрибуции нефти и газа.
- Ø В 2006 году телекоммуникационную отрасль затронули существенные изменения, однако большинству компаний, рассмотренных нами, удалось существенно улучшить свои финансовые результаты. Мы считаем, что реформы оказали благоприятное влияние на сектор телекоммуникаций, создав почву для новых инвестиционных решений. Это подтверждается возросшим в последние месяцы интересом к бумагам телекоммуникационных компаний.
- Ø СПО Сбербанка, проведенное в марте, дает новые ориентиры стоимости банковского сектора.
- Ø Рост цен на продукцию черной металлургии в начале 2007 года позволяет нам рекомендовать для покупки некоторые акции металлургического сектора. Отрасль цветной металлургии предлагает идеи как в первом, так и во втором эшелоне.

### ПРОГНОЗ ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СЕКТОРОВ РЫНКА

<b>Нефтегазовый сектор</b>	↓
<b>Металлургия и добывающая промышленность</b>	↑
<b>Электроэнергетика</b>	↑
<b>Телекоммуникационный сектор</b>	↑
<b>Банковский сектор</b>	↑
<b>Химия и нефтехимия</b>	↓
<b>Транспорт</b>	↑
<b>Потребительский сектор</b>	↑

### Капитализация по отраслям, янв-фев. 2007 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Мсар +/- (01-02 07)	% к 100%
<b>Нефть и газ</b>	532 568,34	-7,47%	53,0%
Добыча газа	244 567,82	-10,48%	24,35%
Нефть-добыча	278 631,96	-4,76%	27,75%
Нефть-переработка	4 530,35	-14,87%	0,45%
нефть-продажа	1 593,37	-6,69%	0,16%
нефть-транспорт	3 244,83	-3,35%	0,32%
<b>Металл. и добыв. сектор</b>	103 689,20	14,33%	10,3%
Металлургия	46 986,88	15,03%	4,68%
Трубопрокатная индустрия	10 952,53	0,88%	1,09%
Цветная металлургия	36 510,00	18,99%	3,64%
горнорудная промышленность	9 239,79	8,35%	0,92%
<b>Электроэнергетика</b>	37 225,81	19,57%	3,7%
энергетика-генерация	27 375,72	16,26%	2,73%
энергетика-сбыт	1 045,90	36,88%	0,10%
энергетика-сеть	8 804,18	27,80%	0,88%
<b>Телекоммуникации</b>	54 730,11	3,49%	5,5%
<b>Банковский сектор</b>	88 918,38	4,94%	8,85%
<b>Химия и нефтехимия</b>	18 083,37	1,82%	1,8%
Производство химикатов	7 377,72	5,53%	0,73%
Производство удобрений	10 705,66	-0,75%	1,07%
<b>Транспорт</b>	3 487,36	13,00%	0,3%
Транспорт	2 337,76	8,76%	0,23%
Транспортная инфраструктура	1 149,60	21,62%	0,11%
<b>Потребительский сектор</b>	16 527,24	0,36%	1,6%
Производство пива	7 315,08	3,37%	0,73%
Пищевая промышленность (прочее)	3 600,74	5,07%	0,36%
Потребительские товары	5 611,42	-6,59%	0,56%

---

---

**СОДЕРЖАНИЕ**

<i>Макроэкономика: начало года – продолжение роста</i>	Стр. 7
<i>Нефтегазовый сектор</i>	Стр. 8-19
<i>Черная металлургия</i>	Стр. 20-23
<i>Цветная металлургия</i>	Стр. 24-29
<i>Добывающая промышленность</i>	Стр. 30-32
<i>Химия и нефтехимия</i>	Стр. 33
<i>Телекоммуникации и медиа</i>	Стр. 34-50
<i>Банковский сектор</i>	Стр. 51-58
<i>Транспорт</i>	Стр. 59-60
<i>Сектор розничной торговли</i>	Стр. 61-62

## **СТРАТЕГИЯ МАРТ 2007: РЕЗЮМЕ**

- Ø В начале 2007 года нефтегазовый сектор продолжал терять свою былую инвестиционную привлекательность из-за наметившейся тенденции снижения мировых цен на нефть. Инвесторы предпочли диверсифицировать свои портфели, постепенно переходя в сектора рынка, ориентированные на внутренний спрос. Несмотря на снижение инвестиционной привлекательности нефтяных бумаг, мы уверены в низком уровне риска инвестирования в акции таких компаний как **Газпром (GAZP)**, **Роснефть (ROSN)** и **Лукойл (LKOH)**. В то же время, большой инвестиционный потенциал демонстрирует сектор нефтепереработки, среди предприятий которого акции башкирских компаний - **Уфимского НПЗ (UNPZ)** и **Новоуфимского НПЗ (NUNZ)** выглядят наиболее привлекательно. В то же время, в секторе дистрибуции нефти значительно недооценены бумаги **Красноярскнефтепродукта (KRNPF)** и **Башкирнефтепродукта (BANP)**. Сектор дистрибуции газа, заинтересовавший потенциальных инвесторов на фоне реформы газовой отрасли, также перспективен. По нашей оценке, наибольшим инвестиционным потенциалом в данном сегменте обладают **Тверьоблгаз (TVEO)**, **Брянскоблгаз (BROG)**, **Костромаоблгаз (KOOG)**.
- Ø Рост цен на продукцию черной металлургии в начале 2007 года позволяет нам рекомендовать для покупки акции **Новолипецкого металлургического комбината (NLMK)**. Отрасль цветной металлургии предлагает идеи как в первом эшелоне, так и во втором. Рост никеля на 32% с начала года довольно сильно повышает привлекательность **Норильского никеля (GMKN)** в 2007 году, даже с учетом рисков коррекции на товарных рынках. Во втором эшелоне хорошие возможности для инвестирования дают акции **Уралэлектромедь (UELM)** и акции **ВСМПО-АВИСМА (VSMO)**.
- Ø Коррекция рынка в конце февраля способствовала появлению новых инвестиционных возможностей в секторе телекоммуникаций. По нашей оценке, наибольший потенциал роста наблюдается у бумаг **Дальсвязи (ESPK)**, **Сибирьтелекома (ENCO)** и ADR **Ситроникса (LSE: SITR)**. В результате повышенного интереса инвесторов к отрасли телекоммуникаций, спрэд между обыкновенными и привилегированными акциями некоторых компаний существенно отклонился от своего исторического значения. Это привело к недооценке привилегированных акций таких операторов, как **Ростелеком (RTKM)** и **Северо-западный телеком (SPTL)**, которые мы так же склонны рассматривать как привлекательный объект для инвестирования в марте.
- Ø В начале 2007 года для фондового рынка наиболее значимым фактором стало проведение SPO Сбербанка. Из объявленных 3,5 млн. акций банком было размещено, по предварительным данным, 2,8 млн. бумаг по цене 89 000 руб. Это означает, что по результатам SPO капитал Сбербанка увеличится максимум на 9,3 млрд. долл. вместо ожидаемых 12 млрд. С учетом предварительных результатов размещения, текущую стоимость банка по соотношению P/BV на конец 2007 г. мы оцениваем в 2,9. Мы рекомендуем «Покупать» акции **Сбербанка (SBER)**.
- Ø Во 2 квартале 2007 года **Внешторгбанк (ВТБ)** планирует провести первичное размещение на внутреннем и внешнем рынках. На наш взгляд, акции второго по величине активов банка в России будут пользоваться хорошим спросом. Из тех банков, чьи акции уже торгуются на российских площадках, мы рекомендуем «Держать» акции **Росбанка (ROSB)**, **Уралсиб (USBN)** банка.

**СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, МАРТ 2007**

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Нефть и газ добыча</b>			
Газпром	GAZP	10,10	5,43%
Роснефть	ROSN	7,92	-2,58%
Лукойл	LKOH	92,50	18,29%
Башнефть, ао	BANE	16,80	22,64%
<b>Сектор: Нефть и газ переработка</b>			
Новойл, ао	NUNZ	1,64*	72,4%
Новойл, ап	NUNZP	1,38*	125,9,3%
Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	3,40*	92,9%
Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,90*	87,1%
<b>Сектор: Нефть дистрибуция</b>			
Красноярскнефтепродукт, ао	KRNF	115,48	37,48%
Красноярскнефтепродукт, ап	KRNFP	63,10	37,17%
Башкирнефтепродукт, ао	BANP	20,98*	52,02%
Башкирнефтепродукт, ап	BANPP	12,50*	64,45%
<b>Сектор: Газ дистрибуция</b>			
Тверьоблгаз, ао	TVEO	302,00*	94,8%
Костромаоблгаз, ао	KOOG	335,48*	24,3%
Брянскоблгаз, ао	BROG	695,13*	172,6%
Комигаз, ап	KGAZP	16,9*	69,5%
Краснодаргоргаз, ао	KRGG	71,9*	39,7%
<b>Сектор: Металлургия</b>			
БКО	BKOG	3580,86	79,04%
Белорецкий металлургический комбинат, ао	BMKK	24,55	58,39%
Белорецкий металлургический комбинат, ап	BMKPP	11,88	58,39%
Чусовской металлургический завод, ао	CHMZ	88,05	22,29%
ГМЗ, ао	GUMZ	52,65	-4,27%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ао	METZ	178,61	-29,96%
Металлургический завод им. А.К. Серова, ап	METZP	66,54	-29,96%
Динур, ао	PDNZ	30,63	45,85%
Семилукский огнеупорный завод, ао	SMLU	22,21	16,88%
Ашинский метзавод, ао	AMEZ	0,62	27,44%
Северсталь	CHMF	11,52	-9,65%
ММК	MAGN	0,70	-27,56%
НЛМК, ао	NLMK	2,97	9,94%
<b>Сектор: Цветная металлургия</b>			
Уралэлектромедь	UELM	157,76	36,00%
ГМК Норильский никель	GMKN	214,38	23,92%
Корпорация ВСМПО-АВИСМА	VSMP	487,00	57,61%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Добывающая промышленность (сегмент добыча руд)</b>			
Гайский ГОК, ао	GGOK	605,01*	18,6%
Коршуновский ГОК, ао	KOGK	1035,08*	47,9%
Олкон, ао	OGOK	769,93*	62,1%
Учалинский ГОК, ао	UGOK	18,82*	36,4%
Ванадий, ао	KGOK	2,83*	13,2%
Высокогорский ГОК, ао	VGOK	0,25*	6,9%
<b>Сектор: Добывающая промышленность (сегмент добыча угля)</b>			
Разрез Березовский-1, ао	RBEZ	807,00*	90,0%
Разрез Бородинский, ао	RBOR	1 348,00*	51,4%
Алтай-кокс, ао	AKKS	0,60*	161,2%
Шахта Полосухинская, ао	PLSU	14 23*	67,4%
Шахта Воргашорская, ао	VORG	508,00*	64,8%
Воркутауголь, ао	VOUG	238,80	9,9%
<b>Сектор: Химия и нефтехимия (производители удобрений)</b>			
Невинномыский Азот	NEAZ	2,20	32,2%
НАК Азот	NMAZ	679,0*	50,9%
<b>Сектор : Телекоммуникации и медиа</b>			
Центртелеком, ао	ESMO	0,78*	0,7%
Центртелеком, ап	ESMOP	0,58*	7,7%
Северо-западный телеком, ао	SPTL	1,61*	2,7%
Северо-западный телеком, ап	SPTLP	1,21*	15,1%
Волгателеком, ао	NNSI	6,14*	4,0%
Волгателеком, ап	NNSIP	4,42*	13,0%
Южный телеком, ао	KUBN	0,22*	20,0%
Южный телеком, ап	KUBNP	0,17*	29,4%
УРСИ, ао	URSI	0,06*	-10,6%
УРСИ, ап	URSIP	0,04*	5,2%
Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,13*	16,2%
Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,10*	33,6%
Дальсвязь, ао	ESPR	5,19*	34,8%
Дальсвязь, ап	ESPRP	5,45*	13,5%
МГТС, ао	MGTS	31,21*	7,6%
МГТС, ап	MGTS	28,09*	8,2%
Ростелеком, ао	RTKM	6,01*	-26,3%
Ростелеком, ап	RTKMP	3,61*	20,2%
Комстар-ОТС, ао	CMST	8,60*	-4,5%
Ситроникс (GDR)	SITR	13,29*	23,7%
РБК-Информ	RBCI	6,37*	-40,8%
МТС	MTSS	9,06*	2,9%
Вымпелком	VIMP	261,86*	-25,2%
<b>Сектор: Банки (** подробные рекомендации по другим банкам см. в разделе «Банковский сектор»)</b>			
Сбербанк, ао	SBER	3 765,6*	15,5%
Сбербанк, ап	SBERP	62,38*	15,5%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Транспорт</b>			
ДВМП, ао	FESH	0,59*	13,1%
Мурманское морское пароходство	MUSH	163,79*	-21,3%
Мурманский траловый флот	MUTF	75,33*	151,1%
Новошип,	NOMP	3,62*	95,0%
Новошип, ап	NOMPP	2,21*	89,5%
СМП, ао	SEMP	5,69*	-85,8%
СМП, ап	SEMPA	4,97*	-80,1%
СахМП, ао	SHLS	0,91*	-69,7,0%
<b>Сектор: Потребительский</b>			
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	47,00*	2,2%
Магнит, ао	MGNT	42,00*	5,0%
Седьмой Континент, ао	SCON	32,00*	27,0%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

## МАКРОЭКОНОМИКА: НАЧАЛО ГОДА - ПРОДОЛЖЕНИЕ РОСТА

Первые месяцы наступившего года продемонстрировали возможности для дальнейшего роста экономики России, не обозначив ожидаемого провала, свойственного для начала года.

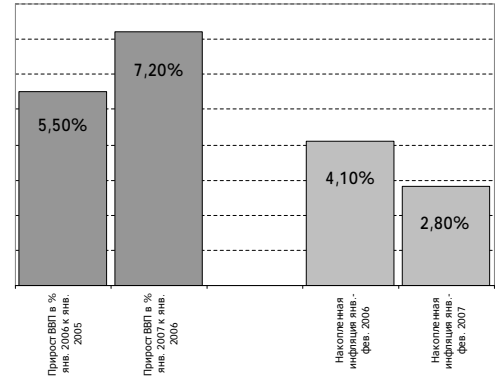
Положительная динамика экономики была налицо: так, прирост ВВП в январе 2007 года к январю прошлого года составил 7,2%, что превысило аналогичный показатель 2006 года на 1,7 п.п.; накопленная инфляция за 2 месяца 2007 года приравнялась к 2,8%, в то время как за тот же период прошлого года этот показатель был равен 4,1%. Снижение темпов инфляции в первые месяцы года, характеризующиеся наиболее высоким темпом роста цен, является положительным знаком дальнейшего укрепления экономики.

В структуре производства ВВП высокий рост в первый месяц года демонстрировала торговля (+13,5%), положительная динамика которой поддерживалась устойчивым ростом реальных денежных доходов населения, заработной платы, а также активностью банков на рынке потребительского кредитования.

Темп роста промышленности также оставался на достаточно высоком уровне, составив по итогам января +8,4%. По сравнению с январем 2006 года положительную динамику демонстрировала добыча полезных ископаемых и обрабатывающие отрасли, рост по ним составил (+4,2%) и (+7,3%) соответственно. Электроэнергетика продолжала в начале года демонстрировать спад (-10,5%), что стало следствием снижения потребления электро- и теплоэнергии в декабре прошлого и в январе нового года.

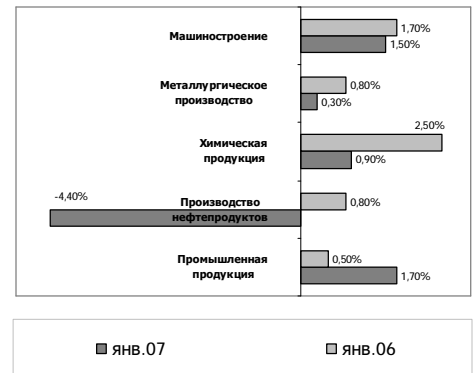
Прирост инвестиций в основной капитал в январе 2007 г. относительно января 2006 г. составил 23,2% (в январе 2006 года 3,6%). При этом тенденция прироста инвестиций в основной капитал, начавшаяся еще с сентября 2006 г., вероятно, найдет свое отражение и в наступившем месяце.

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



Источник: данные МЭРТ РФ

Сравнительная динамика цен по некоторым категориям продукции (% к янв. 2007 г. к янв. 2006 г.)



Источник: МЭРТ, Роскомстат

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

По итогам января-февраля 2007 года объем добычи нефти и газового конденсата в РФ вырос на 4,3% по сравнению с аналогичным показателем 2006 года и составил 79,301 млн. тонн, при этом среднесуточная добыча осталась на уровне января 2007, составив 1,335 млн. тонн (9,785 млн. баррелей) в сутки против 1,334,8 млн. т в декабре 2006 г. Основными факторами сохранения высоких темпов отрасли, по данным МЭРТ, называется исключительно повышение эффективности добычи (внедрение прогрессивных методов увеличения нефтеотдачи пластов).

В целом, лидерами по приросту объемов добычи нефти за анализируемые периоды последних трех лет стали «НК «Роснефть», «НК «ЛУКОЙЛ» и «НК «Сургутнефтегаз», доля которых в общей добыче составляет 14,08 %, 15,06%, 10,49 % соответственно. При этом высокий рост добычи «НК «Роснефть» в январе-феврале 2007 года (+14,12%) по сравнению с соответствующим периодом 2006 года обусловлен приобретением компанией прошлым летом «Удмуртнефти» у «ТНК-ВР», которое по этой же причине показало снижение добычи на -7,15 %. Аутсайдером в добыче нефти за 2 месяца 2007 года оказалось «НГК «СЛАВНЕФТЬ». Снижение добычи по компании достигло -10,47% после активной разработки в прошлом году. В настоящее время объемы добычи нефти пошли на спад из-за истощения запасов.

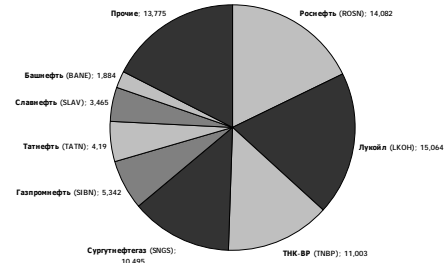
Сектор добычи газа демонстрировал скромные темпы прироста. Так, объем добычи газа в январе 2007 года составил 60,7 млрд. куб.м или 99,9 % по сравнению с соответствующим периодом 2006 года, что обусловлено снижением потребления газа на выработку электроэнергии и тепла и сокращением экспорта газа в конце 2006 – начале 2007 года. Независимые производители газа и нефтяные компании добыли в среднем 9,5 млрд. куб.м газа или 101,1% к соответствующему периоду 2006 года, при этом их доля в общем объеме добычи увеличилась на 0,2 п.п., составив 15,7 %. В свою очередь, группа «Газпром» добыла 51,2 млрд. куб.м газа (99,5% к соответствующему периоду 2006 г.), при этом ее доля в общем объеме добычи, соответственно, уменьшилась и составила 84,3%.

Значительные колебания нефтяных цен в начале месяца, ставшие следствием многих факторов, начиная от ожидаемого обострения Иранской проблемы, кончая климатическими прогнозами, подогревали нервозность участников рынка, вкладывающих в нефтяные бумаги, что в свою очередь способствовало уходу инвесторов из нефтегазового сектора.

### Перспективы изменения рынка

При сохранении предпосылок снижения мировых цен на нефть в среднесрочном периоде и тенденции увеличения глобального предложения на мировом рынке нефти высокая волатильность сохранится. При этом в текущем месяце можно ожидать сохранения достигнутого уровня цен на нефть и нефтепродукты, что характерно для начала весеннего с/х сезона и сезонного увеличения спроса.

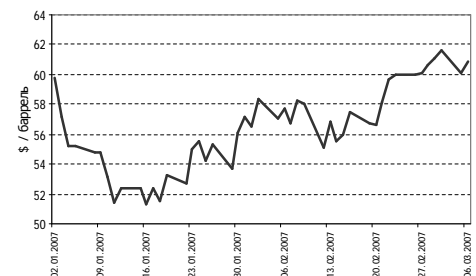
Добыча нефти крупнейшими компаниями в России в январе-феврале 2007 г., млн. тонн



Динамика добычи нефти крупнейшими нефтегазовыми компаниями (январь-февраль 2007 к январь-февраль 2006)

Добыча нефти	январь-февраль 2005	январь-февраль 2006	январь-февраль 2007	ЗУГР, %
Роснефть (ROSN)	11,65	12,34	14,082	9,94%
Лукойл (LKOH)	13,94	14,32	15,064	3,95%
ТНК-ВР (TNBP)	11,63	11,85	11,003	-2,73%
Сургутнефтегаз (SNGS)	10,03	10,46	10,495	2,29%
Газпромнефть (SIBN)	5,43	5,06	5,342	-0,81%
Татнефть (TATN)	4,13	4,13	4,19	0,72%
Славнефть (SLAV)	3,82	3,87	3,465	-4,76%
Башнефть (BANE)	1,94	1,91	1,884	-1,45%
Прочие	12,23	12,06	13,775	6,13%

Динамика цен на нефть (brent, spot) январь-февраль 2007 г.



Источник: данные Роскомстат, Bloomberg

Кроме этого, незначительной поддержкой цен на нефть может стать начало реализации декларированной еще в конце января правительством США стратегии закупки с рынка дополнительно 100 000 баррелей в сутки сырой нефти в рамках увеличения стратегического запаса страны. Ближе к концу месяца можно ожидать возобновления снижения нефтяных цен, если исключить возможность обострения отношений между США и Ираном.

Мы практически исключаем результативность влияния со стороны ОПЕК на замедление падения нефтяных цен. Еще в феврале организация экспортеров нефти провела намеченное сокращение добычи нефти на 500 000 тыс. баррелей в соответствии с договоренностью, принятой членами картеля в декабре прошлого года. О дальнейшем сокращении, слухи о котором обсуждаются рынком с начала года, не может быть и речи. В поддержку этого выступает, прежде всего, Саудовская Аравия, на долю которой приходится около 13% мировой добычи нефти. Правительство страны не видит причин в необходимости дальнейшего снижения квот на добычу нефти, что скорее всего, объясняется лоббированием интересов США на энергетическом рынке.

Основной интригой наступившего месяца, без сомнения, станет начало долгожданных аукционов по продаже активов Юкоса (YUKO). По официальным данным первый аукцион назначен на 27 марта 2007 года.

Первый лот включает 9,44% акций «Роснефти» и векселя «Юганскнефтегаза» на сумму свыше 3,5 млрд. руб. Начальная цена лота определена в 195,5 млрд. руб., Прием заявок на участие в аукционе завершится 23 марта.

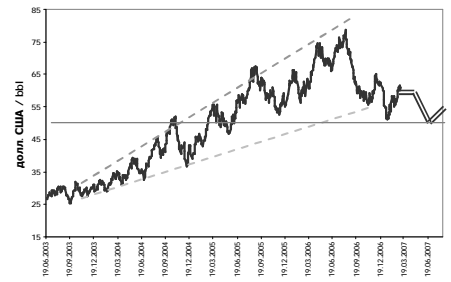
В состав второго лота для аукциона, назначенного на 4 апреля, входят в общей сложности 19 активов. Начальная цена составляет - 144,8 млрд. долл. Наиболее значимыми активами, предлагаемыми к покупке, станут 20% «Газпром нефти», 10,98% «Новосибирскнефтепродукт», а также 100% «Арктическая газовая компания» и 100% ЗАО «Уренгойл Инк».

Третий лот, выставляемый на торги также 4 апреля, включает комплекс активов, специализирующихся на производстве и обслуживании нефтегазового оборудования, крупнейшими из которых являются 100% ООО «Аланас Цунар», 100% ООО «Аланас Электрон», 100% ООО «Аланасмаш» и 100% ООО «Аланасмашсервис». Стартовая цена третьего лота составит 261,3 млн. руб.

Фактически рынок уже определил покупателей для двух первых лотов, одним из которых станет Роснефть, а вторым Газпром. Основная же борьба может разгореться за ключевые нефтедобывающие и нефтеперерабатывающие активы компании-банкрота – Самаранефтегаз, Томскнефть, а также НПЗ.

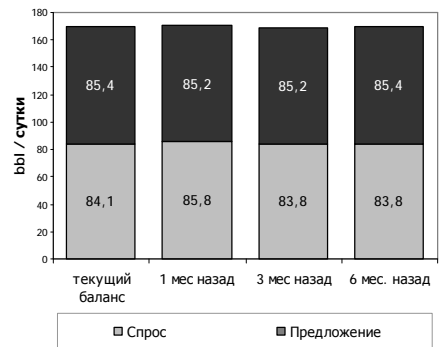
Приобретение активов Юкоса способны дать новые стимулы для роста капитализации компаний приобретателей. Рынок, в первую очередь, пророчит обладание основными активами Юкоса Роснефти, в цену которой, игроки рынка, похоже, включили эффект от приобретения данных активов. Но мы не исключаем, что к распродаже имущества включатся, помимо названных, прочие российские и зарубежные компании. Так, интерес к имуществу Юкоса, оцениваемого сейчас в 22 млрд. долл., проявили помимо Газпрома и Роснефти, Итера, Shevron и Норильский Никель.

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



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

**Динамика баланс мирового спроса-предложения на нефть (на 01/03/07)**



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

В марте мы продолжаем анализ нефтегазового сектора фондового рынка акцентируя внимание на 3 основных сегментах: 1) **Сектор добычи нефти и газа** 2) **Сектор переработки** 3) **Сектор дистрибуции нефти и нефтепродуктов**. Кроме этого, с марта 2007 г. мы добавляем новый сектор к анализируемым направлениям – **сектор дистрибуции и транспортировки газа**, представленный областными и краевыми газораспределительными компаниями.

#### Сектор добычи нефти и газа

Высокая волатильность нефтяных цен, без сомнения, неблагоприятно отразилась на нефтегазовом секторе. За февраль акции наиболее ликвидных нефтедобывающих компаний подверглись значительной коррекции. Бумаги Газпрома подешевели под конец месяца на секции РТС на -9,5%, Роснефти на -10,63%, Сургутнефтегаз на -8,8%, Лукойл на -4,8%. Это было закономерным, поскольку инвесторы предпочитали перераспределение средств между энергетическим, телекоммуникационным и банковским секторами, что явилось своеобразным буфером рынка, предохраняющим от значительных колебаний вследствие изменения нефтяных цен.

Анализируя изменение котировок нефтяных компаний (last price) от изменения индекса РТС, мы исключили в марте акции Татнефти, как демонстрирующие значительное отклонение в минус от среднерыночной динамики за последний год.

Рейтинг	Тикер	Наименование	Max 52 нед.	Текущая цена (на 04.08.07)	Потенциал роста до 52-Мах, %	Beta, K
	RTSI	Индекс РТС	1970,77	1795,89	9,74%	1
1	ROSN	«НК Роснефть»	9,49	8,00	18,63%	0,800
2	GAZP	«Газпром»	12,8	9,94	28,77%	0,783
3	BANE	«Башнефть»	14,7	14,01	4,93%	0,300
4	LKOH	«Лукойл»	94,8	77,70	22,01%	0,285

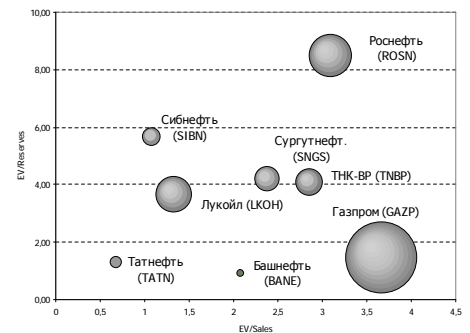
Таким образом, мы выделяем несколько бумаг компаний нефтегазового сектора, рекомендуемые для стратегического инвестирования, сочетающие в себе перспективы развития и достаточно низкий уровень риска.

#### **«Газпром» (GAZP)**

За февраль акции Газпрома подешевели в среднем на 9,5%, что в значительной степени было связано со снижением котировок всех нефтегазовых бумаг. Несмотря на то, что в настоящее время Газпром не является фаворитом сектора, он демонстрирует впечатляющий рост финансовых показателей.

Так, отчетность компании за 9 мес. 2006, вышедшая в начале года превзошла самые оптимистичные ожидания рынка. По итогам 3 кварталов 2006 года рост выручки компании составил 75%, тогда как рост чистой прибыли приравнялся к рекордным 96,7%.

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



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Кэпитал

млн. руб.	9 м 2005	9 м 2006	%
Выручка	902 235	1 581 328	75,3%
Валовая прибыль	314 897	568 415	80,5%
Маржа, %	34,9%	35,9%	
Чистая прибыль	233 961	460 265	96,7%
Маржа, %	25,9%	29,1%	

Рост финансовых показателей газового монополиста был обусловлен увеличением цен реализации, в первую очередь, для потребителей стран ближнего зарубежья, а также сокращением расходов по обслуживанию кредитов, что, в свою очередь, явилось следствием сокращения процентного долга компании на 30,2 млрд. руб.

По итогам года мы ожидаем некоторого замедления темпов роста финансовых показателей компании, что будет связано с увеличением долговой нагрузки и, соответственно, увеличением расходов по обслуживанию долга в результате привлечения кредитов для финансирования новых приобретений.

В 2007 году, по прогнозам Газпрома, выручка компании продолжит свой рост и составит 2 566 млрд. руб., что выше прогнозной выручки за 2006 г. более чем на 20%. Мы расцениваем прогноз Газпрома реалистичным, при сохранении динамики роста цен на газ на уровне 25-28% и продолжении агрессивной политики M&A.

Несомненно, наиболее значимым для развития компании событием может служить намерение поглощения крупнейшей угольной компании России – СУЭК, контролирующей свыше 30% российского рынка угля и осуществляющей около 20% экспортных поставок. Поглощение компании планируется в рамках создания совместного предприятия, в уставной капитал которого будут включены все угольные активы СУЭК, а также доли акций Газпрома в энергетических активах, при этом в УК вновь создаваемого СП не будут включены, скорее всего, акции Мосэнерго. По нашим оценкам, создание данного СП, контролирующего потоки и цены основных видов энергетического топлива, позволит Газпрому напрямую влиять на рынок электроэнергетики. Мы в большой степени уверены в удачном завершении сделки уже в первой половине 2007 года, при этом не исключаем введение со стороны ФАС ограничений на дальнейшую экспансию нефтегазовых компаний в энергетическом секторе, что, в свою очередь, может снизить привлекательность энергетической отрасли в глазах потенциальных инвесторов.

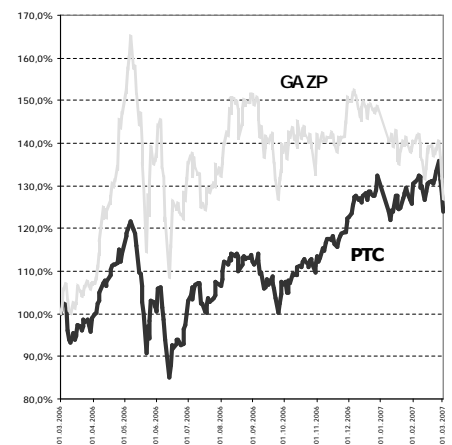
Другим катализатором дальнейшего роста компании в 2007 году может выступить участие в проектах газодобычи на рынках как СНГ, так и дальнего зарубежья. Так, в феврале Газпром продолжил экспансию, приобретая доли в нефтегазовых проектах по всему миру. Наиболее значимым, по нашим оценкам, явилось намерение приобрести долю Zerotax GmbH. Договоренность о покупке доли была достигнута между дочерним обществом Газпрома и Zerotax. В рамках договоренности предполагается участие Газпрома в проектах на территории Узбекистана, что позволит компании отчасти взять под контроль экспортные поставки газа страны, занимающей одно из ведущих мест по запасам среди стран Центральной Азии.

Мы сохраняем рекомендацию «Держать» по акциям Газпрома, несмотря на снижение инвестиционной привлекательности нефтегазового сектора, что объясняется следующими факторами:

- 1) Низкий уровень налоговых и политических рисков, учитывая аффилированность компании к государству.
- 2) Устойчивый и практически «гарантированный» рост доходов компании вместе с ростом газовых тарифов в среднесрочной перспективе.
- 3) Четкая стратегия инвестирования, направленная на горизонтальную и вертикальную диверсификацию деятельности компании, посредством приобретения долей в проектах России, СНГ и дальнего зарубежья.

	2005	2006 E	2007 E	2008 E
EV/Sales	3,84	4,26	3,82	3,395
EV/EBITDA	9,19	10	9,378	8,236
EV/EBIT	11,72	12,21	9,889	9,126
P/E	14,2	14,9	10,7	-
<b>Тикер</b>	<b>Last</b>	<b>Ind. Value</b>	<b>Upside, %</b>	
GAZP	9,58	10,1	5,43%	

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



Источник: данные РТС, Bloomberg

### НК «Роснефть» (ROSN)

По итогам февраля, подчиняясь общим тенденциям сектора, акции компании демонстрировали снижение на -10,63%, проявившееся, в большей степени, в последнюю неделю месяца. В конце февраля стартовали торги на РТС и ММВБ акциями компании, полученными в результате конвертации 12 дочерних обществ в середине 2006 года, повысив ликвидность компании и увеличив ее долю в расчете индекса ММВБ.

Несмотря на ожидания относительно ухудшения ситуации на мировых рынках энергоносителей, мы прогнозируем рост стоимости компании в ближайшие несколько месяцев, в результате следующих факторов:

*Начало аукционов по продаже имущества Юкоса.* Несмотря на то, что президент Роснефти связывает будущий рост капитализации компании с ростом добычи, мало кто сомневается, что основной прирост стоимости будет достигнут в результате приобретения активов компании-банкрота. Конечно, для выкупа собственного пакета (9,44%), а также двух бывших флагманов нефтедобычи Юкоса – Томскнефти и Самаранефтегаза, нефтяному гиганту понадобятся заемные средства, что неблагоприятно отразится на структуре баланса, но в то же время это позволит выйти на новый уровень добычи нефти, подтверждая тем самым заявленную при IPO прогнозную динамику роста в среднесрочном периоде.

*Расширение лимитов транспортировки газа.* Другим существенным фактором, оказывающим, по нашей оценке, прямое влияние на рост стоимости компании в будущем, стало решение Газпрома об увеличении объема закупки газа, добытого на месторождениях Пурнефтегаза. Ограничение на закупку и транспортировку газа Роснефти было одним из основных препятствий расширения газового сегмента бизнеса компании, который в перспективе должен приносить до 30% совокупного дохода компании.

### НК «Лукойл» (LKOH)

По итогам месяца компания потеряла в цене около 4%, что значительно меньше, чем другие компании сектора. При этом, до начала коррекции акции Лукойла демонстрировали чистый рост в 7,35%.

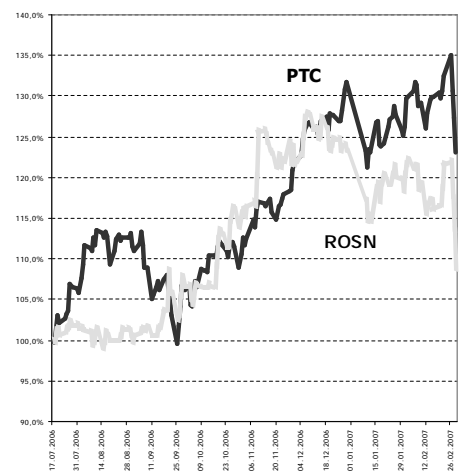
Лукойл, опубликовавший в январе финансовые результаты за 3 кв. 2006 года, продолжил удивлять инвесторов темпами роста. Выручка компании выросла на 27,89%, чистая прибыль демонстрировала рост в 34,18%, что во многом объясняется политикой компании по сокращению издержек. В то же время, операционные показатели работы компании за 2006 г., опубликованные в начале февраля, дали основания для оптимизма и в будущем. В соответствии с ними добыча нефти увеличилась на 5,6%, в то время как добыча газа увеличилась почти в 2 раза, что закономерно прошло в рамках политики компании по расширению газового бизнеса.

Кроме этого, положительным моментом явилось увеличение добычи по международным проектам. Несмотря на то, что международный бизнес занимает малую долю в общем объеме добычи компании, рост добычи на 46,2% подтверждает

	2005	2006 E	2007 E	2008 E
EV/Sales	-	3,30	2,80	2,651
EV/EBITDA	-	13,91	10,25	9,688
EV/EBIT	-	17,72	12,51	12,564
P/E	-	27,94	18,20	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
ROSN	8,13	7,92	-2,58%

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



Источник: данные РТС, Bloomberg

	2005	2006 E	2007 E	2008 E
EV/Sales	1,14	1,33	1,16	1,17
EV/EBITDA	5,12	5,68	5,98	6,10
EV/EBIT	5,88	6,56	6,59	7,00
P/E	7,61	8,36	8,77	-

Тикер	Last	Ind. Value	Upside, %
LKOH	78,20	92,5	18,29%

Источник: данные РТС, Bloomberg

наши предположения о росте значения данного сегмента в доходах компании в среднесрочном периоде. В перспективе, по нашей оценке, добыча за пределами России продолжит рост благодаря дальнейшим приобретениям компании. В частности, в феврале Лукойл заявил об обнаружении на блоке Кондор (Колумбии) запасов нефти эквивалентных 13,6 млн. баррелей, что является одним из наиболее существенных открытий за последнее время. Стратегия компании в международной геологоразведке в период с 2007 по 2016 год предусматривает создание портфеля из 17 геологоразведочных проектов, что создаст прирост запасов углеводородов всех категорий в объеме 1,9 млрд. нефтяного эквивалента.

В нефтепереработке в 2006 году также были достигнуты впечатляющие результаты: суммарный объем переработки увеличился на 7,5% (рост переработки нефти на собственных заводах компании вырос на 3,4%). Стоит отметить, что переработка нефти остается слабым местом компании. В перспективе в планах компании - доведение доли переработки нефти с существующих 45% до 100%. Нехватка собственных перерабатывающих мощностей побуждает к ускоренной модернизации существующих НПЗ и приобретению новых нефтеперерабатывающих мощностей как в России, так и за ее пределами. В частности, Лукойл в марте 2007 года примет участие в тендере на приобретение комбината «Oxis» в Македонии, где уже сейчас компания занимает около 12% рынка нефтепродуктов.

В целом, инвестиционные расходы компании на модернизацию принадлежащих ей нефтеперерабатывающих заводов в 2007 году составят около 800 млн. долл., а в рамках стратегии роста компании на 2007- 2016 года, общий объем инвестиций в переработку и сбыт нефтепродуктов составит от 13,5 до 24,3 млрд. долл.

Учитывая, наиболее грамотную, по нашей оценке, стратегию развития компании, высокие показатели роста выручки и чистой прибыли, мы подтверждаем рекомендацию «Покупать» по акциям Лукойла на март 2007 г., сохраняя планку справедливой стоимости на уровне 92,5 долл. за акцию.

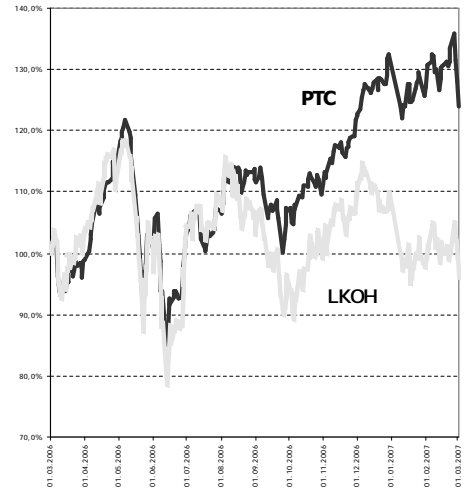
**НК «Башнефть» (BANE)**

Озвученные в СМИ в начале месяца претензии налоговых органов к ООО «Башкирский капитал» практически не отразились на котировках компании на РТС, и только общее снижение рынка в конце месяца заставило акции компании подешеветь на -4,9% с начала месяца.

В целом, новостной фон не оказывал поддержку акциям компании. Так, заявление президента Башкирии Муртазы Рахимова о нежелании продажи активов башкирского ТЭК и планы компании по сокращению нефтедобычи не добавляли оптимизма инвесторам данных бумаг.

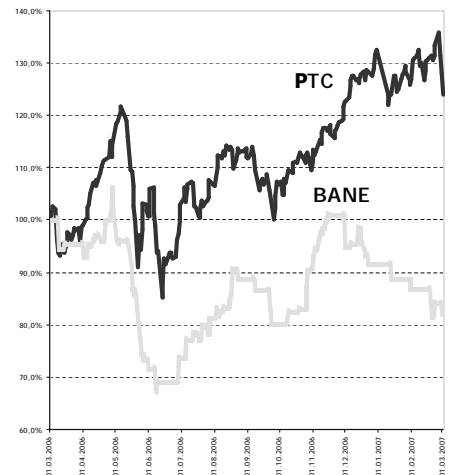
Тем не менее, мы оцениваем заявление компании о снижении объема нефтедобычи с 11,7 млн. тонн в 2006 году до 11,58 млн. тонн в 2007 как шаг к повышению эффективности бизнеса. Сегодня, обновление сырьевой базы, в равной степени как и улучшение качества запасов, являются приоритетной задачей компании, поэтому уменьшение объемов добычи за счет закрытия малоэффективных скважин с высокой удельной стоимостью добычи, по нашей оценке, благоприятно скажется на показателях рентабельности компании в 2007 году. На март 2007 года мы оставляем без изменений рекомендации по компании, с сохранением справедливой цены на уровне 17,2 долл. за акцию.

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



	2004	2005	2006 E	2007 E
EV/Sales	0,96	0,74	-	-
EV/EBITDA	4,72	-	-	-
EV/EBIT	6,31	5,05	-	-
P/E	4,24	7,03	-	-
<b>Тикер</b>	Mid/m	Ind. Value	Upside, %	
BANE	14,03	17,2	22,64%	

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



Источник: данные РТС, Bloomberg

Сегмент нефтепереработки

Начало 2007 года было ознаменовано ростом объема первичной переработки нефти. Так, в январе на российских НПЗ было переработано в общей сложности 19,2 млн. тонн нефти, что на 5,5% больше, чем за аналогичный период прошлого года.

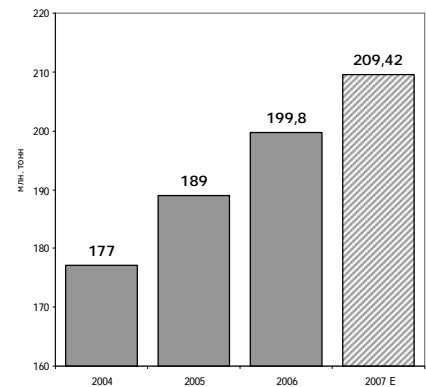
Согласно озвученным прогнозам МЭРТ, объем добычи нефти к 2015 году планируется на уровне 540 млн. тонн., тем самым, среднегодовой прирост добычи составит как минимум 1,27%. При этом, предполагается, что значительная часть добытой нефти будет перерабатываться на производственных мощностях внутри страны. Тем самым, учитывая стабильную нехватку современных мощностей, обеспечивающих глубокую степень переработки, подчеркивается необходимость в скорейшей модернизации существующих и строительстве новых нефтеперерабатывающих комплексов.

В свою очередь, по мнению президента компании «Лукойл» Вагита Алекперова, в случае, если в настоящее время не проводить значительные инвестиции в нефтепереработку, уже к 2010 году в стране может возникнуть дефицит качественных нефтепродуктов, что может сказаться, в том числе, на росте цен внутри страны. При сохранении умеренно-благоприятного климата на рынках энергоносителей в среднесрочной перспективе мы ожидаем увеличение инвестиционных вложений в нефтепереработку, что найдет отражение в росте капитализации НПЗ.

На март мы сохраняем индикативные цены по компаниям, проанализированным в феврале 2007 года. При этом отмечаем особый потенциал у акций башкирских нефтеперерабатывающих предприятий (Новоил (NUNZ), Уфимский НПЗ (UNPZ)), а также ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез (NGNS), благодаря выраженной благоприятной динамике финансовых показателей и четкой программе развития предприятия.

Кроме этого, мы рассчитываем на рост инвестиционной привлекательности Хабаровский НПЗ (HNPZ), принадлежащего НК «Альянс». В ближайшей перспективе мы ожидаем улучшение финансовых показателей завода в преддверии возможного выхода холдинга на IPO в конце 2007 года.

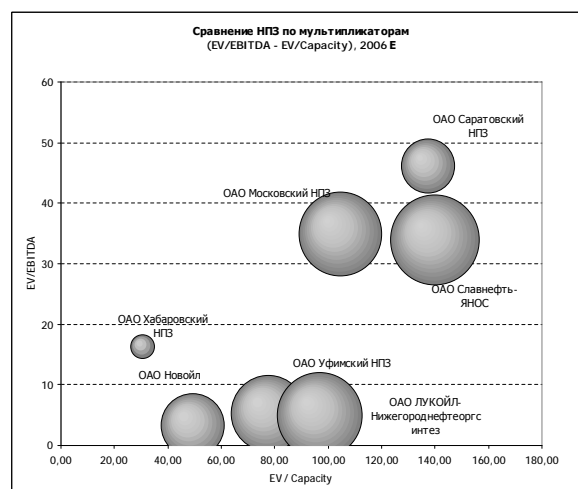
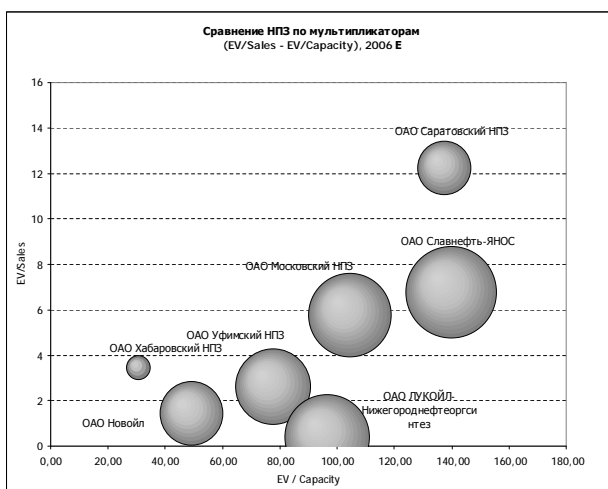
**Динамика первичной переработки нефти в России в 2004-2007 E**



Источник: данные Росстат, прогнозы Ист Кэпитал

Наименование	Тикер	Мсар, тыс. долл.	EV/Sales, 06	EV/EBIT, 06	EV/ EBITDA,06	P/E, 06	EV/Мощность, 06
Хабаровский НПЗ	HNPZ	105 176	3,46	37,70	16,27	185,22	30,55
Московский НПЗ	MNPZ	1 146 038	5,77	78,68	34,93	397,23	104,36
ЛУКОЙЛ-Нижегороднефтеоргсинтез	NGNS	1 209 482	0,40	5,68	4,95	6,97	96,70
Новойл	NUNZ	672 657	1,45	3,50	3,31	4,50	49,29
РНПЗ**	RNPZ	60 119	488,10	-623,30	-623,33	-590,19	3,73
Уфимский НПЗ	UNPZ	947 082	2,62	5,58	5,29	8,13	77,76
Славнефть-ЯНОС	JNOS	1 329 033	6,76	122,92	33,90	157,38	139,86
Саратовский НПЗ	KRKN	479 974	12,25	80,52	46,22	67,27	137,27
<b>Медиана по нефтепереработке</b>			<b>3,46</b>	<b>37,70</b>	<b>16,27</b>	<b>67,27</b>	<b>96,70</b>

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



В таблице приведены предприятия, обладающие наибольшим, по нашим оценкам, потенциалом роста.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
NUNZ	Новойл, ао	358 115	452 627	407 816	22,68%	24,44%	36,63%	6,7%	1,25	1,35	1,64*	72,4%
NUNZP	Новойл, ап	358 115	452 627	407 816	22,68%	24,44%	36,63%	6,7%	0,70	0,77	1,38*	125,9%
UNPZ	Уфимский НПЗ, ао	339 669	485 425	347 300	22,85%	27,91%	33,54%	1,1%	1,70	2,10	3,4*	92,9%
UNPZP	Уфимский НПЗ, ап	339 669	485 425	347 300	22,85%	27,91%	33,54%	1,1%	1,00	1,14	1,9*	87,1%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

### *Сектор дистрибуции нефти и нефтепродуктов*

В начале 2007 года, вследствие снижения оптовых цен на нефтепродукты, розничные сети оказались в выгодном положении. В среднем за январь производители снизили цены на нефтепродукты на 4,7% вслед за снижением мировых цен на нефть и призывами правительства к стабилизации цен на внутреннем рынке нефтепродуктов.

Так, оптовые цены на автомобильный бензин снизились в среднем на 5,1%, на дизельное топливо - на 2,6%. На топочный мазут снижение цен составило 4,5%, что явилось следствием падения спроса из-за теплой погоды. Несмотря на падение оптовых цен на бензин розничные сети практически не отреагировали на это снижением розничных цен.

Так, если в январе оптовые цены на бензин снизились на 5,1%, а удешевление наблюдалось у производителей в 13 субъектах Российской Федерации (от 13,3% в Пермском крае до 2,0% в г.Москве), то розничные цены на бензин после повышения остались без изменения в 49 субъектах Российской Федерации, а в 13 субъектах даже наблюдалось их повышение. Кроме этого, повышение акциза на нефтепродукты откладывается как минимум до 2008 года, что позволит дистрибуторам нефтепродуктов сохранить высокую норму рентабельности и в 2007 году.

По нашей оценке, наиболее благоприятно сложившаяся ситуация отразится на независимых сетях дистрибуции нефтепродуктов, так как они, совершая закупки на открытом рынке, в состоянии улучшить свои финансовые показатели за счет снижения цен производителей.

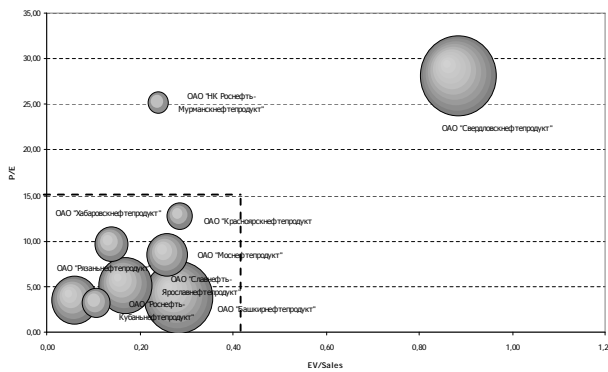
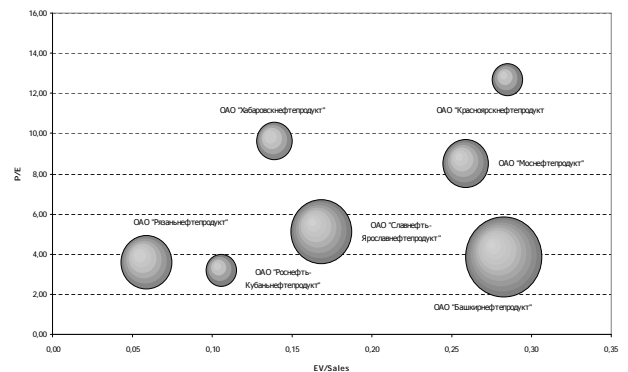
В свою очередь, наступление весеннего сезона и начало закупки нефтепродуктов для предстоящей посевной, станет еще одним стимулом роста операционных показателей уже в 1-ом квартале 2007 года. В данном случае в выгодном положении окажутся компании, обеспечивающие централизованные поставки нефтепродуктов областным и краевым сельхозпроизводителям.

В марте 2007 года мы ожидаем сохранения высокого инвестиционного потенциала для «Красноярскнефтепродукт» (KRNF) и «Башкирнефтепродукт» (BANP).

	декабрь 2006г., %	январь 2007г., %
<b>Индекс розничных цен</b>		
на бензин в т.ч.:	99,8	99,9
марки А-76 (АИ-80 и т.п.)	99,8	99,9
марки АИ-92 (АИ-93 и т.п.)	99,8	99,9
марки АИ-95 и выше	99,9	99,9
на дизельное топливо	99,9	99,9
<b>Индекс оптовых цен</b>		
на бензин в т.ч.:	99	94,9
марки А-76 (АИ-80 и т.п.)	98,4	95,3
марки АИ-92 (АИ-93 и т.п.)	100,2	93,8
марки АИ-95 и выше	100,3	97,2
на дизельное топливо	100,9	97,4

*Источник: данные Роскомстат*

	Тикер	Мсар, тыс. долл.	EV/Sales, 06	EV/EBIT, 06	EV/ EBITDA,06	P/E, 06
	"Красноярскнефтепродукт"	KRNF	28 278 732	0,29	6,16	5,69
	"Башкирнефтепродукт"	BANE	181 411 229	0,28	1,70	1,78
	"НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт"	MYNT	18 105 677	0,24	13,70	10,52
	"Саратовнефтепродукт"	SARN	98 033 860	0,14	2,48	2,32
	"Свердловскнефтепродукт"	SVNF	221 357 865	0,88	16,89	15,07
	"Славнефть-Ярославнефтепродукт"	SLNE	112 916 343	0,17	2,83	2,63
	"Рязаньнефтепродукт"	RYAZ	84 491 372	0,06	2,57	2,40
	"Хабаровскнефтепродукт"	HANF	41 557 703	0,14	7,76	6,52
	"Роснефть-Кубаньнефтепродукт"	KUNP	30 532 160	0,11	3,01	2,64
	"Моснефтепродукт"	MNEF	64 593 252	0,26	5,08	4,51
<b>Медиана</b>				<b>0,20</b>	<b>4,04</b>	<b>3,58</b>

 Сравнение сетевых дистрибуторов по мультипликаторам  
 EV/S-P/E, 2006 E

 Сравнение сетевых дистрибуторов по мультипликаторам  
 EV/S-P/E, 2006 E (масштабирование)


В результате проведенной оценки были выбраны следующие бумаги сектора нефтепереработки, привлекательные для инвестирования в 2007 году.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
KRNF	"Красноярскнефтепродукт, ао"	86 731	120 416	164 005	1,15%	0,86%	1,17%	37,5%	68,00	84,00	115,48	37,48%
KRNFP	"Красноярскнефтепродукт, ап"	86 731	120 416	164 005	1,15%	0,86%	1,17%	37,5%	32,00	46,00	63,1	37,17%
BANP	"Башкирнефтепродукт", ао"	296 050	393 623	443 366	8,07%	8,93%	10,62%	22,4%	11,75	13,80	20,98*	52,02%
BANPP	"Башкирнефтепродукт", ап"	296 050	393 623	443 366	8,07%	8,93%	10,62%	22,4%	7,00	7,60	12,50*	64,45%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

### *Сектор дистрибуции газа*

В настоящей стратегии мы проанализировали основные газораспределительные компании. Мы считаем, что данный сегмент рынка потенциально интересен, учитывая планы реформирования газовой отрасли в будущем. В настоящее время областные и краевые газораспределительные компании занимаются транспортировкой природного газа до потребителей, продажей сжиженного газа, а также оказанием услуг по организации газоснабжения предприятий. При этом, тарифы на транспортировку газа устанавливаются Федеральной службой по тарифам (ФСТ) ежегодно с учетом корректировки на уровень расходов каждой компании с поправкой на инфляционный рост.

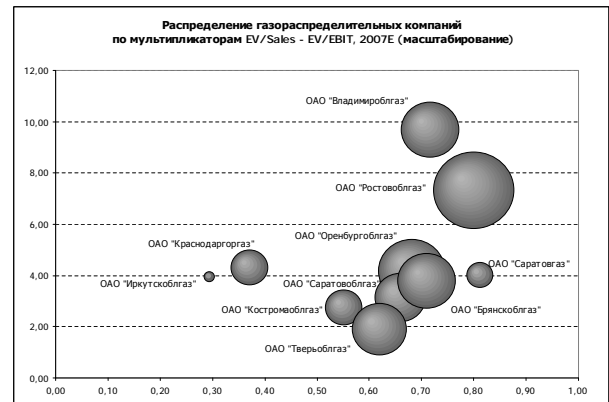
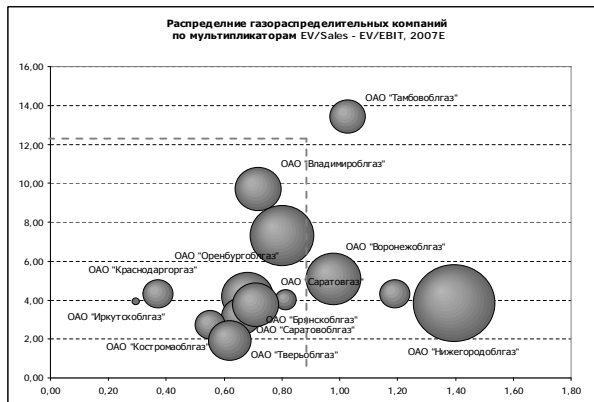
Ключевой идеей роста капитализации этих компаний в будущем станет рост прибыли за счет значительного увеличения ими объемов прокачки природного газа в период с 2007-2009 гг., вследствие осуществления национальной программы газификации регионов. Сегодня в бюджете Газпрома на 2007 год на газификацию регионов России планируется выделить около 20 млрд. рублей, не включая средств, выделяемых региональными властями. По итогам реформы планируется, что уровень газификации в городе достигнет 67%, в сельской местности 44%.

Увеличение спроса на природный газ, за счет новых потребителей позволит, по нашим оценкам, увеличить объем прокачки через газораспределительные компании на 25-30% к 2010 году. При этом, сдерживающим фактором, способным ограничить рост потребления газа и, соответственно, объемов транспортировки станет все же рост цен на газ. Так, по прогнозам МЭРТ в 2008 году прирост тарифов на газ планируется на уровне 25%, в 2009-2010 году - 27,7%. В дальнейшем, после перехода на рыночные отношения, в зависимости от сложившейся конъюнктуры газового рынка цены на газ будут возрастать ежегодно, по нашим оценкам, на 5-10%. В данной ситуации, переход на альтернативные источники топлива и снижение потребления газа станет основным тормозом роста операционных результатов газораспределительных компаний.

В рамках нашего анализа мы оценили 14 газораспределительных компаний по сравнительному подходу. Результаты оценки показали наибольшую инвестиционную привлекательность у «Тверьоблгаз» (ТВЕО), «Костромаоблгаз» (КООГ), «Брянскоблгаз» (БРОГ), «Комигаз» (KGAZ), а также «Краснодаргоргаз» (KRGG),

Из названной группы наибольшим потенциалом, по нашему мнению, обладают компании, расположенные в центральной части – «Тверьоблгаз», «Костромаоблгаз» и «Брянскоблгаз», благодаря выгодному географическому положению, высоким темпам роста операционных показателей и норме чистой рентабельности.

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



В рамках оценки сравнительным подходом мы подтверждаем инвестиционную привлекательность обыкновенных акций «Тверьоблгаз» (TVEO), «Костромаоблгаз» (KOOG), «Брянскоблгаз» (BROG), «Комигаз» и «Краснодаргоргаз» (KRGG). В свою очередь, если обыкновенные акции «Комигаз» (KGAZ) уже в достаточной степени оценены рынком, то привилегированные акции компании торгуются с существенным дисконтом к индикативной цене.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка				Рентабельность (Net margin)				3Y AGR	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006 E	2007 E	2004	2005	2006E	2007 E					
TVEO	"Тверьоблгаз"	16 847	20 943	29 385	39 158	11,17%	10,09%	23,85%	23,85%	32,5%	137,00	155,00	302*	94,8%
KOOG	"Костромаоблгаз"	13 668	15 594	17 987	20 819	5,56%	3,48%	16,32%	16,32%	15,1%	181,00	270,00	335,48*	24,3%
BROG	"Брянскоблгаз"	21 251	29 239	35 845	42 607	5,43%	4,42%	9,57%	10,79%	26,1%	215,00	255,00	695,13*	172,6%
KGAZP	"Комигаз", ап	8 298	15 594	17 987	20 819	9,31%	16,47%	14,61%	14,61%	35,9%	10,00	38,00	16,9*	69,5%
KRGG	"Краснодаргоргаз"	20 629	27 506	28 701	34 159	1,57%	2,28%	8,18%	8,18%	18,3%	51,50	0,00	71,9*	39,7%

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

## ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Рынок продукции черной металлургии всегда стоял несколько в стороне от общемировых тенденций. Причиной этого является все тот же Китай, который периодически вносит свою «ложку» дегтя в рост предложения стальной продукции на рынке. Кроме того, принцип ценообразования на сырье – железную руду, который больше напоминает картельные соглашения, нежели «невидимую» руку рынка, характерную для продукции цветной металлургии, в немалой степени делает динамику цен прогнозируемым.

В декабре 2006 года начались очередные переговоры об установлении цен на железную руду, которые являются одним из факторов, определяющих конъюнктуру мирового рынка черной металлургии. По итогам этого соглашения цены на железнорудную руду вырастут с 1 апреля 2007 года на всего 9.5%. Рост более, чем скромный, если вспомнить, что в 2005 году рост цен на железную руду составил 71.5%.

Надо отметить, что темп прироста, на наш взгляд, вполне обоснованный, учитывая прогнозируемое замедление темпов экономического роста в Китае – главного «возмутителя» спокойствия на рынке железной руды. После 2008 года мы можем ожидать, скорее всего, стабилизацию цен и небольшое снижение, которое, по нашим прогнозам может укладываться в пределы 8%-9%.

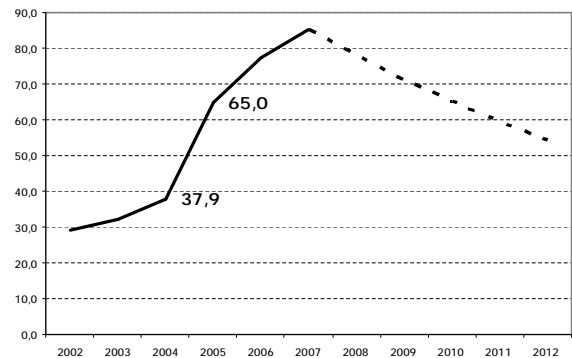
Предполагаемое снижение цен на железную руду связано с возможным ростом предложения, причем этот рост может измеряться двукратными цифрами. В настоящее время в Австралии в стадии разработки находятся железнорудные проекты на сумму 4,6 млрд. долл.

Российские производители стали пока не импортируют железную руду и российское ценообразование на железную руду, мягко говоря, немного отличается от мирового. Мировые цены на железную руду нас интересуют по столько, поскольку они серьезно влияют на цены горячекатаного и холоднокатаного листа.

Мировые цены на горяче/холоднокатаный лист в 2006 году значительно снизились с рекордных уровней 2005 года. В целом снижение цен на холоднокатаный лист составило около 5.4%, на горячекатаный лист - 5.2%. Рост спроса на сталь США и Европы немного «спасал» ситуацию. Многие не заметили одного очень существенного факта - в ноябре Китай стал первым в мире экспортером стали, опередив Японию и Россию.

Прирост экспорта из Китая за 9 месяцев 2006 года составил фантастические 60% по сравнению с 9 месяцами 2005 года. В то же время импорт со стороны Китая снизился на 32%.

Динамика средних цен на железную руду в 2002-2012 (Е)



Источник: данные World Bank, прогнозы Ист Кэпитал

крупнейшие импортеры	9 месяцев 2006	9 месяцев 2005	изм. %
США	31.2	21.3	46.5%
ЕС	27.8	20.6	35.0%
Ю.Корея	16.4	14.2	15.5%
Китай	14.2	20.8	-31.7%
Канада	8.3	6.9	20.3%

крупнейшие экспортеры	9 месяцев 2006	9 месяцев 2005	изм. %
Китай	32.7	20.4	60.3%
Япония	25.5	24.5	4.1%
Россия	24	23.5	2.1%
Украина	22.9	20.1	13.9%
ЕС	22.5	22.7	-0.9%

Источник: данные World Bank, Bloomberg

2007 год станет, на наш взгляд, годом роста на мировом рынке проката. Одним из стабилизирующих цены факторов будет реализация программы закрытия мелких неэффективных производств в Китае. Планируется закрыть производства с общей производственной мощностью около 100 млн. тонн.

На смену неэффективным мощностям планируется ввести новые, что несомненно окажет негативное влияние на цены проката, но это будет уже после 2007 года. Наш прогноз цен на прокат представлен на графике. В целом, мы предполагаем рост в пределах +10% в 2007 году и среднегодовое снижение цен в 2007-2012 году в пределах -2% на горячекатаный прокат и -3.2% на холоднокатаный прокат.

### Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК)

Коррекция цен, произошедшая за последнюю неделю февраля, дает хорошую возможность пополнить инвестиционные портфели одной из самых привлекательных компаний в металлургической отрасли. Новостной фон в январе – феврале 2007 года по НЛМК был по большей части положительным.

Во-первых, НЛМК и Duferco Group объявили о том, что компания Duferco U.S. Investment Corporation и компания Esmark создали совместное предприятие, с которым подписан протокол о намерениях с целью приобретения всех активов американской компании Winner Steel. Ожидается, что сделка будет завершена во втором квартале текущего года после завершения переговоров и оформления окончательного соглашения.

Компания Winner Steel является одним из крупнейших независимых производителей оцинкованного проката в США. Ее мощности, включающие 3 агрегата непрерывного горячего оцинкования общей мощностью 1,2 млн. тонн в год, располагаются на единой производственной площадке в штате Пенсильвания. В 2006 году общий объем производства составил 0,6 млн. тонн.

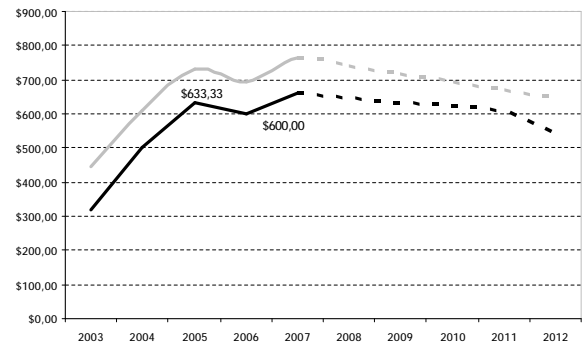
Во-вторых, НЛМК объявил о производственных результатах 2006 года. Выпуск стали составил 9,127 млн. тонн стали - на 7,8%. Выпуск чугуна вырос на 14,7% до 9,043 млн. тонн.

Новолипецкий комбинат пока придерживается заявленной стратегии, в соответствии с которой планируется увеличить к 2011 году производство стали до 12.4 млн. тонн с текущих уровней в 9.1 млн. тонн и рост производства готовой катаной продукции до 9.5 млн. тонн. В нашей модели оценки стоимости мы полагаем, что эти планы вполне реализуемы.

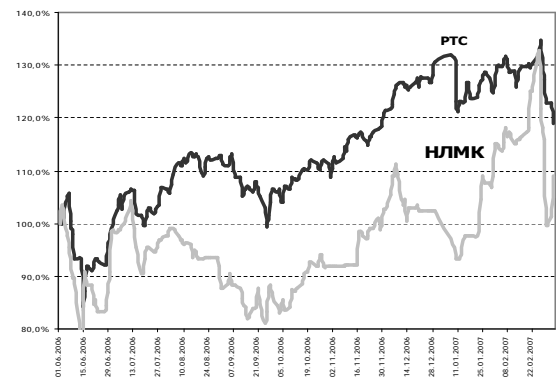
Таким образом, существенный прирост стоимости компании (свыше справедливой стоимости в 2.91\$) возможен при реализации следующих сценариев:

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

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



Источник: данные World Bank, прогнозы Ист Кэпитал



Тикер:	NLMK
Цена midmarket, USD	2.68
Цена offer, USD	2.70
Year max	2.92
Year min	1.70
Кол-во акций, тыс. шт.	5 993 227
Мсар, тыс. USD	16 181 714
Долг, тыс. USD	-535 479
EV, тыс. USD	15 646 235
Справедливая стоимость, USD	2.97
Потенциал роста/падения	11.0%

тыс. долл.	9 мес. 2005	9 мес. 2006 без учета продажи Лебедянского ГОК и КМА руды	Y-to-Y
Выручка	3 362 770	4 358 488	29.6%
Себестоимость	-1 747 509	-2 305 972	32.00%
Валовая прибыль	1 615 261	2 052 516	27.10%
Валовая рентабельность, %	48.00%	47.10%	-
ЕВИТ	1 419 071	1 678 201	18.30%
Рентабельность ЕВИТ, %	42.20%	38.50%	-
Прибыль до налогообложения	1 449 339	1 652 980	14.10%
Рентабельность ЕВТ, %	43.10%	37.90%	-12.00%
ЕВИТДА	1 628 626	1 928 459	18.40%
рентабельность ЕВИТДА, %	48.40%	44.20%	-
Эффект. ставка налога, %	-27.00%	-32.00%	-
Чистая прибыль	1 045 788	1 114 860	6.60%
Рентабельность чистой прибыли, %	31.10%	25.60%	-

Источник: данные PTC, прогнозы Ист Кэпитал

**Финансовые показатели NLMK:**

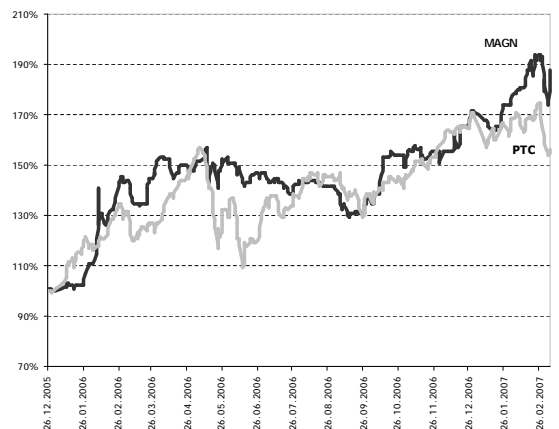
тыс. долл.	2 003	2 004	2 005	1 Q 2006	1 H 2006	9 мес. 2006	2006 (E)
Выручка	2 468 022	4 538 686	4 468 726	1 122 987	2 601 736	4 358 488	5 351 845
ЕВИТ	882 274	2 222 864	1 860 039	379 798	925 334	1 678 201	2 203 579
рентабельность ЕВИТ, %	35.7%	49.0%	41.6%	33.8%	35.6%	38.5%	41.2%
ЕВИТДА	1 040 083	2 380 673	2 143 661	453 560	1 083 783	1 928 459	2 506 972
рентабельность ЕВИТДА, %	42%	52%	48%	40%	42%	44%	47%
Чистая прибыль	656 456	1 772 501	1 385 336	545 420	943 293	1 684 719	1 986 123
Рентабельность чистой прибыли, %	26.6%	39.1%	31.0%	48.6%	36.3%	38.7%	37.1%
Чистый долг	-749 556	-1 048 899	-1 567 609	-1 879 789	-877 376	-535 479	-477 019

**Магнитогорский металлургический комбинат (MAGN)**

Магнитогорский металлургический комбинат объявил о выплате рекордных дивидендов по итогам 2006 года. С учетом ранее объявленных дивидендных выплатах за 1-3 кварталы 2006 года компания выплатит акционерам около 1.3 млрд. долларов. Такие колоссальные дивидендные выплаты можно объяснить только предстоящим IPO компании, которое планируется провести в апреле. Согласно документам компании продавцом акций выступит Mintha Holding Limited. Она разместит на LSE и российских биржевых площадках до 13,64% акций (1,45 млрд. шт.). Мы полагаем, что предприятию и организаторам придется приложить немало усилий для того, чтобы хотя бы разместить акции по текущим высоким ценам. На наш взгляд, 0.7 долл. за акцию вполне справедливая стоимость на 2007 год.

Факторами роста справедливой цены мы называем:

- 1) Рост цен реализации.
- 2) рост объемов производства. Причем для последнего фактора уже имеются предпосылки. «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК) в январе-феврале 2007 года произвел 2.082 млн. т стали, что на 11.1% больше, чем за аналогичный период прошлого года.



Цена midmarket, USD	0.94
Цена offer, USD	0.96
Year max	0.95
Year min	0.635
Кол-во акций, тыс. шт.	10 630 221.60
Мсар, тыс. USD	10 205 012.74
Долг, тыс. USD	-282
EV, тыс. USD	10 204 730.74
Справедливая стоимость, USD	0.703
Потенциал роста/падения	-26.80%

Источник: данные PTC, прогнозы Ист Кэпитал

млн. долл.	2 005	1 Q 2006	1 H 2006	2 006	2 007
Выручка	5 380	1 564	2 780	5 701	6 540
ЕВИТ	1 323	398	690	1 354	1 794
рентабельность ЕВИТ, %	24.6%	25.4%	24.8%	23.8%	27.4%
ЕВИТДА	1 496.00	445.00	779.00	1 516.87	1 988.57
рентабельность ЕВИТДА	27.8%	28.5%	28.0%	26.6%	30.4%
Чистая прибыль	947.00	340.00	588.00	1 169.11	1 505.59
Рентабельность чистой прибыли, %	17.6%	21.7%	21.2%	20.5%	23.0%
Чистый долг	-468	0	-282	257	-713

Сводная таблица оценки предприятий металлургического сектора:

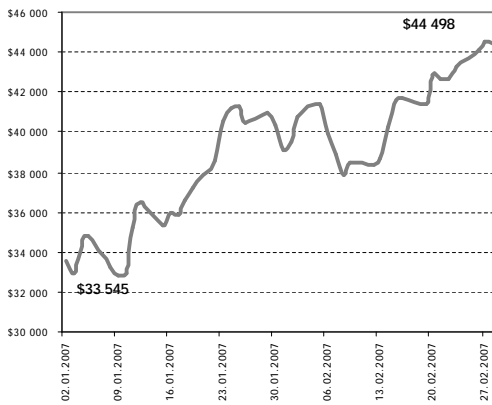
Тикер	bid	offer	Мсар Offer, тыс. долл.	EV/S05	EV/S06	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	PE05	PE06	Справед. стоимость	Upside, %	Рекоменд.
ВКОГ	511	2000	162 744.00	1.07	1.16	9.14	4.57	19.4	9.5	3580.86	79.04%	Покупать
ВМКК	10.85	15.5	115 736.05		0.45	5.70	5.33	6.1	8.9	24.55	58.39%	Покупать
ВМККР	4.3	7.5	4 217.29		0.45	5.70	5.33	6.1	8.9	11.88	58.39%	Покупать
СНМЗ	68.1	72	167 843.30	0.58	0.71	4.89	4.14	9.5	13.8	88.05	22.29%	Покупать
GUMZ	35	55	12 787.72	0.41	0.38	9.35	7.07	-320.8	35.0	52.65	-4.27%	Продавать
METZ	221	255	99 976.83	0.46	0.81	4.36	5.92	5.6	5.7	178.61	-29.96%	Продавать
METZP	71	95	12 415.36	0.46	0.81	4.36	5.92	5.6	5.7	66.54	-29.96%	Продавать
МММЗ	7.5	14	136 243.24	1.16	1.35	-13.64	-22.63	-12.5	-13.1	0.00	-100.00%	Продавать
PDNZ	18.5	21	145 940.76	1.35	1.09	5.57	3.96	9.6	6.9	30.63	45.85%	Покупать
SMLU	14.9	19	41 190.48	0.98	0.99	6.63	12.72	23.3	-1203.8	22.21	16.88%	Покупать
AMEZ	0.4565	0.49	244 242.86	0.74	0.77	2.61	3.86	4.7	7.6	0.62	27.44%	Покупать
СНМФ	12.5	12.75	12 848 192.28	1.55	1.42	5.28	5.95	7.7	15.9	11.52	-9.65%	Продавать
MAGN	0.946	0.97	10 311 314.95	1.85	1.75	6.67	6.57	10.9	8.8	0.70	-27.56%	Продавать
NLMK	2.65	2.7	16 181 713.55	3.42	3.20	7.14	7.49	11.7	8.9	2.97	9.94%	Держать

**ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ**

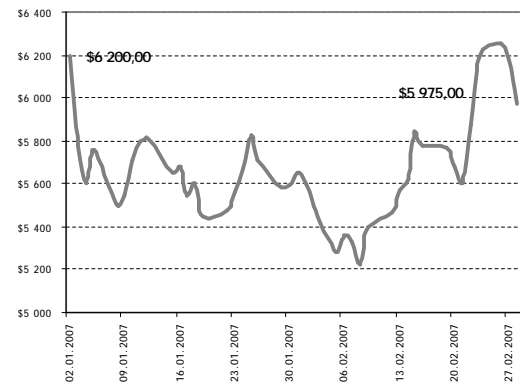
В январе-феврале только никель продемонстрировал впечатляющую динамику. Рост составил 32% - с 33 545 долл. за тонну до 44 497 долл. за тонну. В наших моделях оценки мы использовали среднегодовой прогноз цен на никель на уровне 34 500 долл., за тонну. Таким образом, мы допускаем коррекцию и охлаждение цен на мировом рынке никеля, которое может прийти на период с мая по август. Комментарии от крупнейших производителей никеля подразумевают сохранение спроса на никель за счет спроса со стороны Китая.

Собственно, этот фактор – спрос со стороны Китая – приобрел уже черты чисто спекулятивного фактора, который используется для объяснения колебания цен.

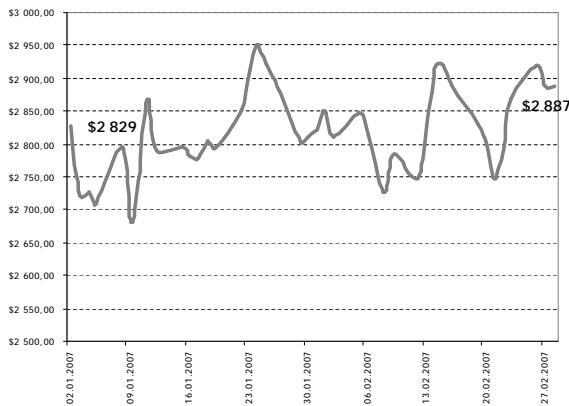
*Динамика цен на никель*



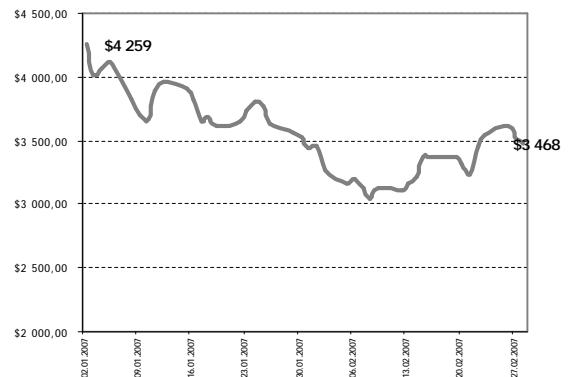
*Динамика цен на медь*



*Динамика цен на алюминий*



*Динамика цен на цинк*



### Корпорация ВСМПО- АВИСМА (VSMO): титан фондового рынка

20 февраля 2007 года корпорация «ВСМПО-Ависма» опубликовала предварительные финансовые показатели за 2006 год. В 2006 году выручка компании по РСБУ увеличилась на 69% - до 28,36 млрд. рублей (1.043 млрд. USD), прибыль до налогообложения выросла на 87%, до 8,19 млрд. рублей (302 млн. долл.).

Существенное увеличение финансовых показателей связано в первую очередь с благоприятной ценовой конъюнктурой на рынке титана, а также ростом производства. В 2006 году компании удалось увеличить объем производства титана на 15% до 23.9 тыс. тонн. Рост производства был частично обеспечен увеличением внутреннего спроса. Российские клиенты компании в 2006 году увеличили закупки титана на 28.5%, до 5 189 тыс. тонн титана (в 2005 – 4 038 тонн). Объем производства ферротитана, алюминиевых и стальных изделий оставался на уровне 2005 года и составил соответственно: 6.8 тыс. т, 8.7 тыс. т и 1.8 тыс. т.

«Корпорация «ВСМПО-Ависма» создана в 2005 году. На долю ВСМПО приходится около 40% поставок титана для Boeing, около 80% - для Airbus (включая их субподрядчиков). В числе заказчиков также значатся - Goodrich, Pratt & Whitney, Rolls-Royce, SNECMA Moteurs, General Electric и т.д. Основной владелец «Рособоронэкспорт» - контролирует 66% акций компании.

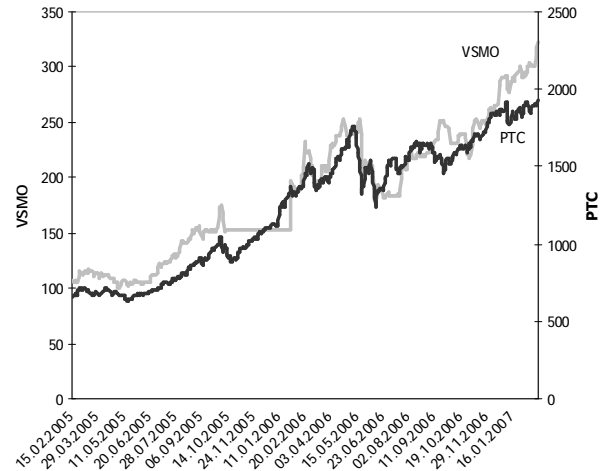
#### Стратегия

Согласно материалам компании, ВСМПО планирует наращивать производство титана ежегодно на 10-15%. Таким образом, к 2012 году компания рассчитывает увеличить производство титановой губки до 56 тыс. тонн в год. Планируемые инвестиции в модернизацию и расширение производственных мощностей составят около \$1 млрд.

В силу того, что наиболее «слабым» местом компании является зависимость от сторонних поставщиков (Основным поставщиком ильменитового концентрата является Вольногорского ГОКа (Украина) и карналлит - Сильвинит и Уралкалий.), одним из основным пунктов стратегии компании является снижение этой зависимости. Во-первых, основной акционер – Рособоронэкспорт- рассматривает возможность приобретения Запорожского титано-магниевого комбината, Вольногорского и Иршанский ГОКов на Украине, а также Усть-Каменогорского титано-магниевого комбината в Казахстане. Во –вторых, компания ведет переговоры об организации добычи и поставок ильменита и титановых шлаков из Индии.

#### Возможное IPO в 2007 году

Еще в конце 2006 года глава компании Рособоронэкспорт заявил, что в 2007 году возможен вывод части пакета ВСМПО, принадлежащего Рособоронэкспорту, на западные фондовые рынки. Пока речь идет о 15% - ом пакете акций. Возможно, что программа IPO может быть скорректирована.



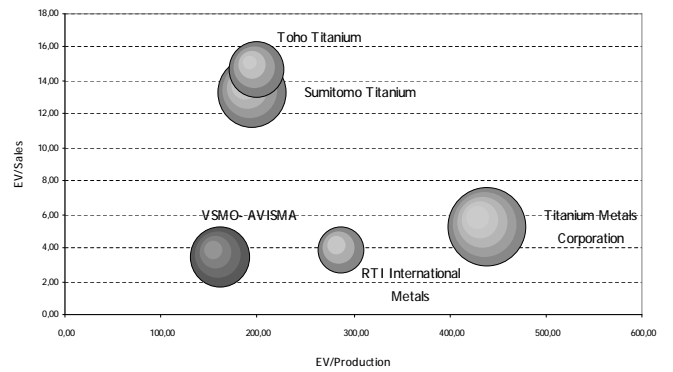
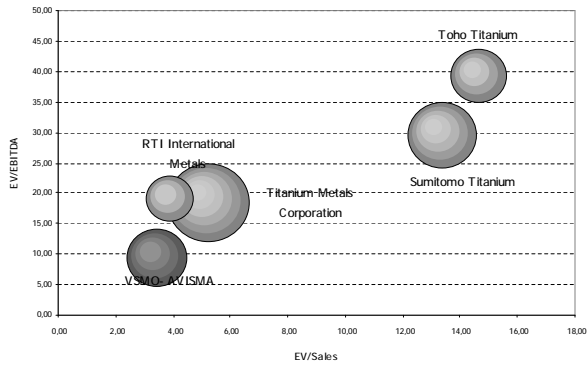
Тикер:	VSMO
Цена midmarket, USD	328.5
Цена offer, USD	330.0
Кол-во акций, тыс.шт.	11 529.538
Кол-во акций преф, тыс. шт	325
Мсар, тыс. USD	3 804 747.5
Долг, тыс. USD	141 833.9
EV, тыс. USD	3 946 581.5
Индикативная стоимость, обык. акции USD	487.0
Потенциал роста/падения	48%
Ymin, \$	175
Ymax, \$	322

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

Мультипликаторы по текущим ценам	2 005	2006E
EV/S	6.67	3.78
EV/EBIT	24.30	11.69
EV/EBITDA	22.6	10.9
P/E	34.0	15.5
ROE	22.034%	32.572%

Оценка VSMO сравнению с компаниями – аналогами:

	Мсрп	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	V производства (тонн)	EV/ production
Titanium Metals Corporation	6 083.00	5.25	18.34	16.75	14.16	438.98
Sumitomo Titanium	4 597.00	13.35	29.67	37.58	24.00	194.08
Toho Titanium	2 980.00	14.61	39.24	47.79	14.92	199.87
BAOJI TITANIUM	1 945.00	10.29	39.62	42.25	-	-
RTI International Metals	2 075.00	3.89	19.00	17.04	6.84	287.13
медиана	-	10.29	29.67	37.58	14.92	199.87
VSMO- AVISMA	3 574.16	3.40	9.49	10.28	23.90	161.42
премия/дисконт	-	-66.96%	-68.02%	-72.66%	-	-19.24%



### Уралэлектромедь: надо ли покупать в 2007 году ?

В феврале 2007 года «Уралэлектромедь» поспешила отчитаться перед инвестиционным сообществом по финансовым и производственным результатам за 2006 год. Рост чистой прибыли по сравнению с 2005 годом составил в долларовом выражении почти 173% до 3,448 млрд. руб ( 128.3 млн. долларов). Выручка от продаж выросла до 633 млн. \$ Операционная прибыль (ЕВIT) - до 184 млн. \$, а ЕВITDA выросла до уровня 195 млн. долларов.

Объемы производства практически не выросли, что в условиях полной загрузки производственных мощностей не удивительно. В 2006 году UELM выпустила 354,2 тыс. т медных катодов (+0,4% к 2005 году), 29,6 тыс. т медного купороса (+0,2%), 308,5 драгоценных металлов (+0,6%) и 9,47 тыс. т (-20%) сплавов цветных металлов.

Кроме финансово-производственных результатов деятельности за 2006 год, компания обнародовала инвестиционную программу на 2007 год, целью которой является увеличение производства катодной меди до 150 тыс. тонн. Общие инвестиции в 2007 году планируются в размере 2 680 млн. рублей ( 102 млн. долларов). Предприятие планирует произвести существенное обновление основных фондов путем реконструкции действующих мощностей, а также планирует запуск новых производств.

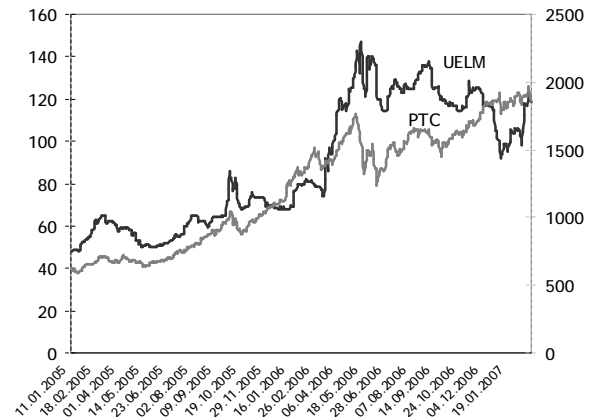
#### Возможное снижение рентабельности....

Мы вполне допускаем, что при реализации инвестиционной программы возможны какие-либо перерывы в производственном процессе, что скажется на финансовых результатах за 2007 год.

Кроме этого, мы достаточно пессимистичны в динамике цен на медную продукцию в 2007 году. Мы полагаем, что среднегодовая цена на медь может снизиться с 6722 долларов за тонну, до 5978 долларов за тонну. Наши прогнозы пока подтверждаются – в январе- феврале медь торговалась в основном ниже отметки 5 800 \$ за тонну.

Таким образом, по итогам 2007 года мы вполне можем увидеть снижение выручки компании на 7%-8%. ( Мы предполагаем прирост производства в результате реализации инвестиционной программы только в 2008 году). С учетом дальнейшего укрепления рубля, по итогам 2007 года мы можем увидеть снижение операционной рентабельности «Уралэлектромеди» с 29% до 25%.

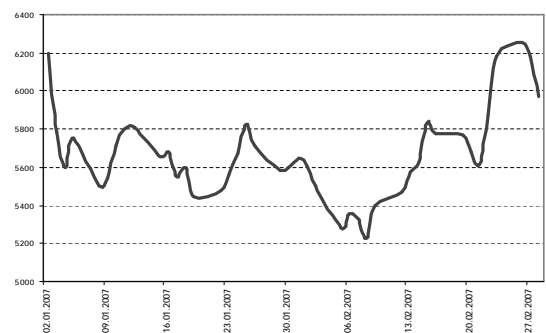
Таким образом, мы полагаем, что с учетом достаточных факторов неопределенности, которые могут сопровождать инвестиции в компанию «Уралэлектромедь», текущий год будет не самым лучшим для покупки акций UELM. Несмотря на то, что индикативная стоимость акций UELM составляет 157\$, что предполагает потенциал роста 32% к текущим ценам, наша рекомендация «Держать».



Тикер:	UELМ
Цена midmarket, USD	115.9
Цена offer, USD	119.8
Ymin, \$	50
Ymax, \$	147
Кол-во акций, тыс.шт.	5071
Мсар, тыс. USD	607 556
Долг, тыс. USD	114 519
EV, тыс. USD	722 075
Справедливая стоимость, обик. акции USD	157.8
Потенциал роста/падения	32%
Рекомендация	Держать

	2006E	2007 F
Выручка	633 338.79	586 463.84
ЕВIT	184 591.95	148 281.47
ЕВIT margin	29.15%	25.28%
ЕВITDA	192 071.17	161 868.29
ЕВITDA margin	30.33%	27.60%
Net income	128 360.59	101 121.31
Net margin	20%	17%
Net dept	111 125.04	107 782.03

**Динамика цен на медь  
январь - февраль 2007 г.**



## GMKN: Nickel – it is all that matters

В начале марта «Норникель» (GMKN) объявил о закрытии сделки по покупке активов OM GROUP за \$408 млн. Норникель приобрел у OM Group никелевый завод Harjavalta в Финляндии, подразделение по добыче руды Cawse в Западной Австралии и долю в компании MPI Nickel, которая разрабатывает никелевые рудники Black Swan и Silver Swan, а также реализует проект Honeymoon Well. Сделка позволит «Норникелю» увеличить собственное производство никеля приблизительно на 35-40 тыс. тонн в год.

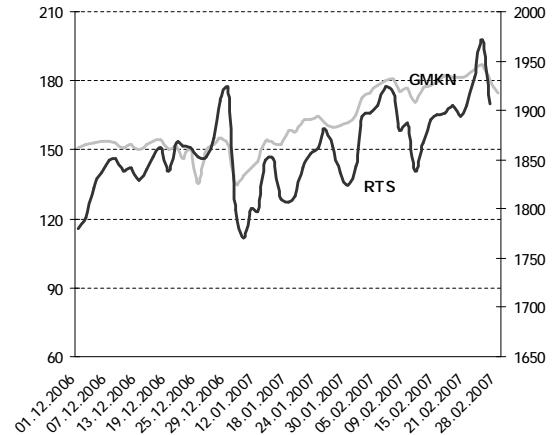
С учетом того, что по итогам 2006 года компания произвела 244 тыс. тонн никеля, а стратегия компании предусматривает рост производства на текущих мощностях до уровня 260 тыс. тонн, прирост производства на 35 тыс. тонн за счет приобретения активов OM весьма положительно скажется на стоимости компании. Мы оцениваем прирост стоимости Норильского никеля за счет приобретения порядка 14\$ в расчете на 1 акцию и устанавливаем справедливую цену в размере 192\$ с рекомендацией «Покупать».

По словам заместителя генерального директора компании Тав Морган Норильский никель может получить чистую прибыль по МСФО за 2006 год в размере 5 млрд. долл. Дивиденды, по его словам, могут составить около 6 долларов за акцию.

Несмотря на астрономический рост цен на никель во втором полугодии, наш прогноз чистой прибыли ниже – 4.5 млрд. долларов. Возможно, во втором полугодии, рост чистой прибыли Норильского никеля был связан не только с ценовыми и производственными факторами, но и какими либо доходами от прекращающейся деятельности. В любом случае, будем ждать опубликования официального отчета по МФСО.

Что касается дивидендов, то мы предполагаем прогноз в 6 долларов вполне реалистичным. Учитывая, что по итогам 9 месяцев 2006 года Норильский никель выплатил примерно 2.1 долл. на акцию, то 6 долл. на акцию в сумме составит 1 140 млн. долларов, что исходя из нашего прогноза составит около 25% чистой прибыли по МФСО.

Что касается раздела сфер интересов Михаила Прохорова и Владимира Потанина, то мы можем рассчитывать на несколько вариантов развития событий. Наихудшим вариантом расчета по сделке будет сочетание привлечения значительных финансовых ресурсов на компанию «Норильский Никель» и выплата значительных промежуточных дивидендов в первом полугодии 2007 года. Мы полагаем, что Потанин вряд ли пойдет на этот сценарий, учитывая, значительный cash – out для GMKN и налоговые выплаты, которые увеличат стоимость сделки Потанин – Прохоров. Наиболее удобным для акционеров НорНикеля сценарием будет отсрочка части выплаты по сделке на несколько лет.



Тикер:	GMKN
Цена midmarket, USD	168.8
Цена offer, USD	170.0
Ymin, \$	83
Ymax, \$	189
Кол-во акций, млн.шт.	191
Мсар, млн. USD	32407
Долг, млн. USD	-553
EV, млн. USD	31854
Справедливая стоимость, обык. акции USD	214.4
Потенциал роста/падения	26%
Рекомендация	Покупать

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

### Мультипликаторы компании при текущих ценах

	2 005	2006E	2007F
EV/S	4.44	2.82	2.17
EV/EBIT	9.72	4.78	3.56
EV/EBITDA	8.60	4.43	3.34
P/E	13.80	7.19	4.99

Тикер	Наименов. компаний	Мсар, тыс. долл	EV/S 05	EV/S 06	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	PE05	PE06	Fair value	Upside from offer	Рекомен дац.
uelm	ОАО Уралэлектро медь	581 184.16	1.74	1.10	6.82	3.62	12.373	4.528	157.76	36.00%	Держать
GMKN	ОАО ГМК Норильский никель	32 787 972	4.50	2.85	8.70	4.49	13.958	7.279	214.38	23.92%	Покупать
VSMO	ОАО Корпорация ВСМПО- АВИСМА,	3 510 744.32	6.16	3.49	20.9	10.1	31.3	14.3	487	57.61%	Покупать

## ДОБЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Сегмент добычи руд

Начало 2007 года было ознаменовано коррекцией цен на руду на внутреннем рынке. Так, продукция добычи железных руд в январе упала в цене в среднем 0,5%, после того как на протяжении всего 2006 года цены на руду росли высокими темпами. Совокупный прирост цены на внутреннем рынке составил за 2006 год 57,6%. В апреле мы ожидаем нового роста цен на руду на внутреннем рынке, что станет, по нашей оценке, следствием роста цен на мировом рынке. При этом рост средних мировых цен не станет столь впечатляющим по сравнению с 2006 годом и составит всего 9-9,5%. Тем не менее, улучшение рыночной конъюнктуры и продолжение роста цен станет, по нашей оценке, катализатором роста данного сегмента в 1-ом полугодии 2007 г.

### Сегмент добычи углей

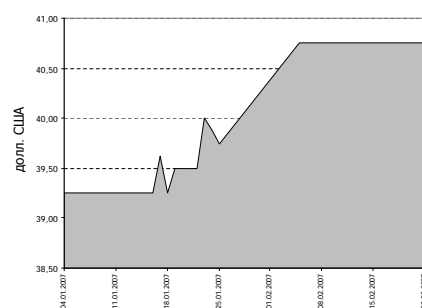
Первый месяц 2007 года вселил оптимизм в инвесторов угольной отрасли. Добыча угля в январе 2007 г. составила 28,1 млн.т, что на 1,9 млн.т или на 7,3% больше соответствующего периода 2006 года. В частности значительный прирост добычи был достигнут в сегменте коксующихся углей – 30,1% к январю 2006 года. Увеличение добычи было связано с ростом экспортных поставок, которые в январе 2007 г. по оперативным данным Минпромэнерго России, составили 7,8 млн. т (130,9% к соответствующему периоду 2006 года), что в свою очередь стало следствием сложившейся благоприятной конъюнктуры на внешнем рынке угля.

Добыча прочих углей (каменного и бурого) не демонстрировала впечатляющей положительной динамики. Так добыча каменного угля наиболее дешевым - открытым способом в январе 2007 г., возросла на 13,7%, а бурого – сократилась на 6,7 % по сравнению с соответствующим периодом 2006 года. Снижение добычи бурого угля в январе текущего года объясняется сокращением его потребления на выработку электроэнергии и тепла в связи со снижением потребности со стороны энергетиков за счет более теплых чем обычно первых месяцев зимы.

Основным событием февраля, бесспорно, стало намерение Газпрома поглотить угольные активы СУЭК, создав при этом беспрецедентный энергетический холдинг, контролирующий как значительную часть добычи угольного сырья в России, так и рынки сбыта этого сырья – электрогенерирующие компании. Мы предполагаем, что в случае утверждения данной сделки и создание СП на условиях, предложенных Газпромом, в среднесрочной перспективе можно ожидать роста цен на угли энергетических марок, что с учетом неизменного спроса благоприятно скажется на росте финансовых показателей угледобывающих предприятий.

Этот фактор, совместно с улучшающейся конъюнктурой мировых угольных рынков способен стать новым стимулом для роста капитализации угольных предприятий в целом. В первую очередь мы прогнозируем рост инвестиционной привлекательности разрезов, входящих в группу СУЭК, поскольку в рамках СП продукция данных предприятий будет получать гарантированный сбыт при поставке на генерирующие станции, принадлежащие совместному предприятию.

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



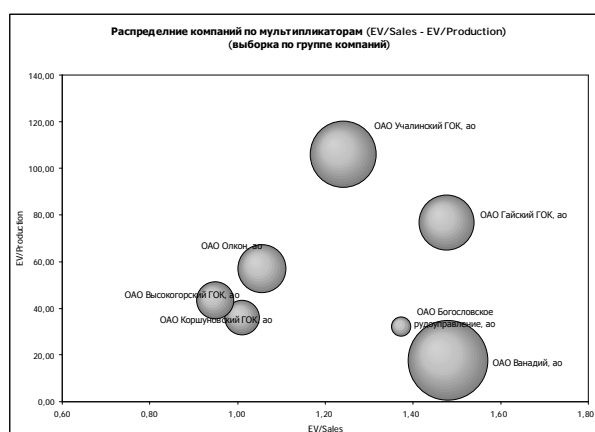
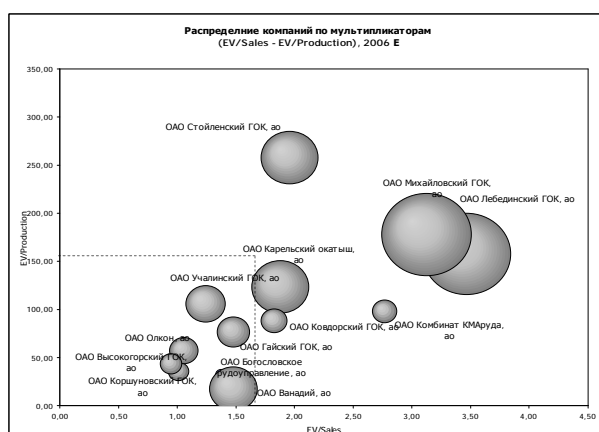
Источник: данные Bloomberg

Динамика добычи угля  
(январь 07 к январю 06)

	январь 2006 г., млн. тонн	январь 2007 г., млн. тонн	Изменение, %
Добыча угля	26,2	28,1	107,30%
Каменный, в т.ч.:	18	20,4	113,60%
коксующийся	4,7	6,1	130,10%
бурый	8,2	7,7	93,40%

Источник: данные МЭРТ

Наименование	Тикер	Мсар, тыс. долл.	EV/Sales, 06	EV/EBIT, 06	EV/ EBITDA,06	P/E, 06	EV/пр-во, 06
Богословское рудоуправление, ао	brad	42 534 475	1,37	5,34	4,96	6,57	32,32
Гайский ГОК, ао	ggok	308 849 000	1,48	4,09	3,64	5,07	76,94
Карельский окатыш, ао	karo	953 868 000	1,88	5,82	5,28	6,77	123,43
Комбинат КМАруда, ао	kkma	179 950 400	2,77	12,05	10,87	14,79	98,34
Коршунский ГОК, ао	kogk	130 065 520	1,01	2,92	2,60	3,73	35,97
Ковдорский ГОК, ао	kvdg	203 482 080	1,82	8,97	7,93	7,90	88,01
Лебединский ГОК, ао	lgok	2 299 940 592	3,47	7,30	7,07	9,71	157,67
Михайловский ГОК, ао	mgok	2 324 336 360	3,13	8,43	8,16	9,40	177,87
Олкон, ао	ogok	243 661 000	1,06	2,41	2,31	3,24	57,02
Стойленский ГОК, ао	sgok	934 299 300	1,96	3,48	3,36	4,46	258,01
Учалинский ГОК, ао	ugok	449 376 214	1,24	2,82	2,64	3,83	106,09
Ванадий, ао	KGOK	668 262 441	1,48	2,88	2,81	4,07	17,67
Высокогорский ГОК, ао	VGOK	140 808 953	0,95	3,74	3,40	6,86	43,33
<b>Медиана по добыче руды</b>			<b>1,48</b>	<b>4,09</b>	<b>3,64</b>	<b>6,57</b>	<b>88,01</b>

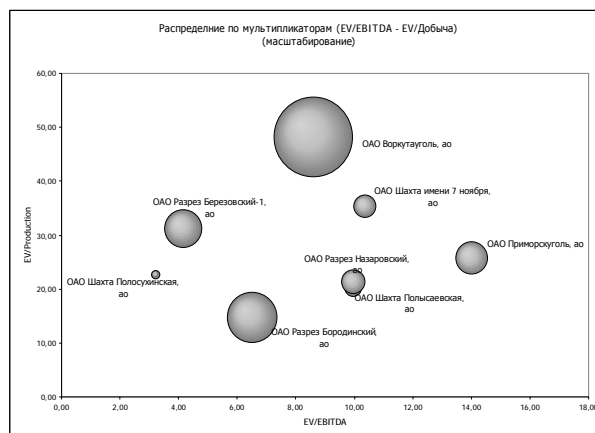
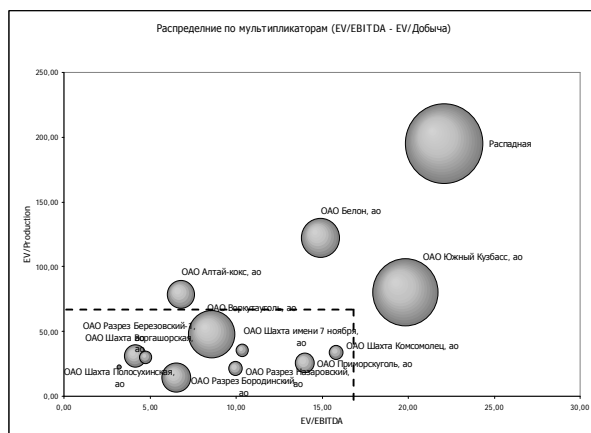


В марте 2007 были определены следующие компании, привлекательные для инвестирования. Стоит отметить, что индикативные цены по данным бумагам были получены с использованием только сравнительного подхода.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
ggok	Гайский ГОК, ао	106 882	147 653	245 991	10,19%	11,53%	25,03%	51,7%	500,00	510,00	605,01*	18,6%
kogk	Коршунский ГОК, ао	96 551	177 959	177 963	17,11%	28,43%	23,00%	35,8%	520,00	700,00	1035,08*	47,9%
ogok	Олкон, ао	93 294	159 470	241 312	12,11%	24,46%	32,44%	60,8%	440,00	475,00	769,93*	62,1%
ugok	Учалинский ГОК, ао	146 850	218 473	406 882	12,51%	11,63%	31,30%	66,5%	11,80	13,80	18,82*	36,4%
KGOK	Ванадий, ао	385 312	505 959	547 448	23,83%	38,59%	36,39%	19,2%	1,75	2,50	2,83*	13,2%
VGOK	Высокогорский ГОК, ао	108 491	183 534	173 625	17,35%	15,70%	13,45%	26,5%	0,18	0,23	0,25*	6,9%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

Наименование	Тикер	Мсар, тыс. долл.	EV/Sales, 06	EV/EBIT, 06	EV/EBITDA, 06	P/E, 06	EV/добыча, 2006
Шахта им.С.М.Кирова, ао	chki	80 518 985	2,01	-	-	-	26,26
Шахта Полосухинская, ао	plsu	7 743 000	0,86	4,48	3,21	6,97	22,66
Приморскуголь, ао	prug	96 972 940	2,11	24,04	14,00	24,66	25,83
Разрез Березовский-1, ао	rbez	132 567 870	3,29	5,58	4,15	8,36	31,29
Разрез Бородинский, ао	rbor	232 316 915	2,63	6,66	6,52	9,84	14,77
Шахта Польсаевская, ао	shpl	25 859 975	1,59	23,86	9,97	136,11	20,21
Шахта имени 7 ноября, ао	shsn	48 086 790	3,17	14,50	10,37	271,38	35,43
Разрез Назаровский, ао	rnaz	55 515 564	2,58	14,02	9,95	23,50	21,44
Шахта Комсомолец, ао	shkm	53 560 259	2,35	66,92	15,82	-88,90	33,96
Шахта Красноярская, ао	shks	18 339 900	4,65	-	-	-	65,94
Алтай-кокс, ао	akks	198 125 645	0,85	7,21	6,79	9,16	78,66
Южный Кузбасс, ао	ukuz	1 142 330 496	1,93	23,48	19,84	44,89	80,11
Шахта Воргашорская, ао	vorg	46 445 358	1,36	6,66	4,74	-	30,30
Воркутауголь, ао	voug	580 289 320	1,34	12,73	8,59	31,83	48,16
Белон, ао	BLNG	408 250 000	1,06	15,15	14,90	33,61	122,32
Распадная	RASP	1 603 075 910	7,50	25,12	22,10	32,33	195,27
<b>Медиана по угледобыче</b>			<b>2,06</b>	<b>14,26</b>	<b>9,96</b>	<b>24,66</b>	<b>32,63</b>



На март 2007 года мы подтверждаем фундаментальную привлекательность следующих компаний, при этом в рамках поглощения «Газпромом» активов «СУЭК», наибольшую инвестиционную активность будут демонстрировать, предприятия, принадлежащие СУЭК.

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
rbez	Разрез Березовский-1, ао	24 355	40 780	45 863	-6,51%	19,77%	39,42%	37,2%	335,00	425,00	807*	90,0%
rbor	Разрез Бородинский, ао	73 497	135 726	107 230	9,83%	9,35%	25,90%	20,8%	645,00	890,00	1 348*	51,4%
akks	Алтай-кокс, ао	452 966	430 915	361 593	0,51%	0,19%	6,42%	-10,7%	0,20	0,23	0,60*	161,2%
plsu	Шахта Полосухинская, ао	69 906	82 880	82 696	20,46%	28,42%	12,44%	8,8%	505,00	8500,00	14 228*	67,4%
vorg	Шахта Воргашорская, ао	54 072	61 223	73 973	11,53%	-16,38%	-6,69%	17,0%	207,00	275,00	508*	84,8%
voug	Воркутауголь, ао	383 312	441 954	516 115	16,95%	4,76%	3,79%	16,0%	175,00	214,50	235,8*	9,9%

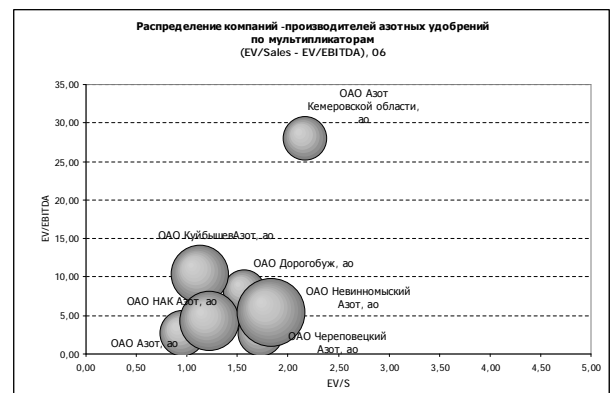
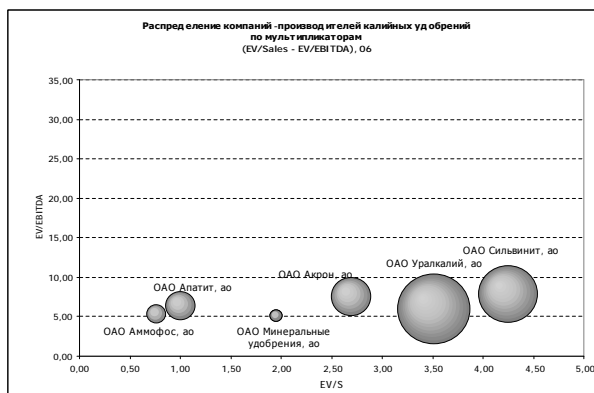
\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

### ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ (Сектор производителей удобрений)

Весенние месяцы характеризуются ростом реализации на предприятиях данного сегмента, что объясняется возобновлением после зимнего затишья закупок со стороны аграрных предприятий в преддверии посевных работ. При сохранении основных предпосылок развития данного сегмента, изложенных в Стратегии за февраль 2007 года, мы оставляем неизменным список наиболее интересных для инвестирования предприятий, в который входят Невинномыский Азот (NEAZ) и НАК Азот (NMAZ), принадлежащие группе «Еврохим». Причинами сохранения инвестиционной привлекательности данных компаний будут служить:

- 1) лидирующее положение в данном сегменте рынка;
- 2) высокая динамика операционных показателей;
- 3) потенциал, связанный с предстоящим выходом на IPO группы, запланированный на 1-ое полугодие 2007 года.

Наименование	Тикер	Мсрп	EV/Sales, 06	EV/EBIT, 06	EV/ EBITDA,06	P/E, 06
Уралкалий, ао	urka	3 568 975 200	3,51	6,83	5,95	9,44
Апатит, ао	apat	605 201 886	0,99	9,58	6,37	-18,62
Азот, ао	azop	243 522 600	0,84	3,01	2,68	4,41
Череповецкий Азот, ао	chea	243 762 100	1,42	3,74	5,04	7,98
Невинномыский Азот, ао	neaz	553 174 265	1,96	5,53	5,45	6,03
Уфаоргсинтез, ао	ufos	321 280 611	3,54	13,15	24,59	20,72
НАК Азот, ао	nmaz	426 018 000	1,15	4,64	4,26	4,84
Аммофос, ао	ammo	277454720	0,66	7,15	5,31	10,67
Акрон, ао	akrn	1120658600	2,59	8,03	7,60	8,57
КуйбышевАзот, ао	kazt	402 487 340	1,37	12,79	10,39	17,09
Метафракс, ао	mefr	277 216 450	1,47	6,67	5,42	10,79
Сильвинит, ао	silv	2 412 941 600	3,66	8,96	7,91	12,15
Дорогобуж, ао	dgbz	215 003 405	1,57	8,79	8,21	12,30
Азот Кемеровской области, ао	azkm	227 797 320	2,06	50,50	28,05	270,27
Минеральные удобрения, ао	minu	113 400 000	1,85	5,49	5,14	6,87
<b>Медиана для азота</b>			<b>1,42</b>	<b>5,53</b>	<b>5,45</b>	<b>7,98</b>
<b>Медиана для фосфатов и калийных удобрений</b>			<b>2,22</b>	<b>7,59</b>	<b>6,16</b>	<b>9,00</b>



На март 2007 года мы подтверждаем инвестиционную привлекательность следующих предприятий:

Тикер	Выборка по компаниям	Выручка			Рентабельность (Net margin)			AGR, %	Bid	Offer	Ind. value, \$	Upside, %
		2004	2005	2006E	2004	2005	2006E					
neaz	Невинномыский Азот	288 535	464 536	433 992	14,97%	27,69%	24,28%	22,6%	1,61	1,70	2,2*	32,2%
nmaz	НАК Азот	348 797	469 494	504 807	11,95%	18,78%	18,51%	20,3%	400,00	450,00	679,0*	50,9%

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА

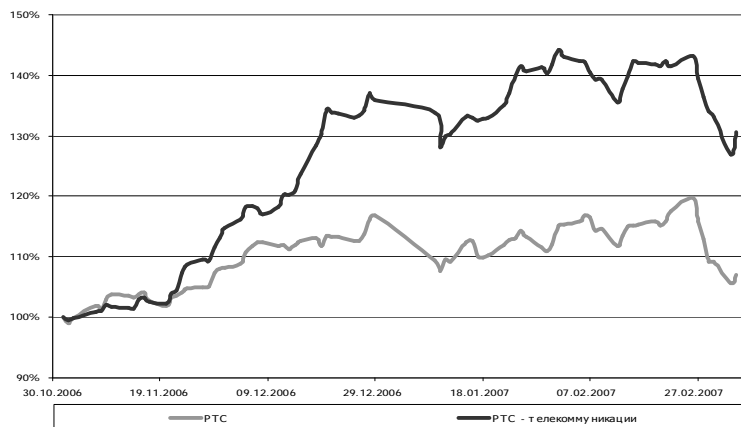
Последние три месяца бумаги телекоммуникационного сектора росли опережающими рынок темпами. Основной причиной для этого стали очередные слухи о скорой приватизации госхолдинга «Связьинвест», который владеет значительными долями в Межрегиональных компаниях связи (МРК) и «Московской городской телефонной сети». На рынке ходила неофициальная информация о том, что блокпакет Связьинвеста будет передан АФК «Система». На этом фоне пошли вверх котировки всех МРК, а также МГТС и «Комстар – ОТС» (приватизация Связьинвеста входит в интересы обеих операторов, так как в этом случае существенно упростится структура собственности внутри холдинга Системы, и Комстар с МГТС станут практически одной компанией). Однако к середине января рынок в очередной раз был разочарован: никаких движений в сторону приватизации не было отмечено, а ряд заявлений Германа Грефа и министра связи Леонида Реймана вообще поставили под вопрос осуществление приватизации когда-либо. Поэтому котировки большинства бумаг сектора консолидировались на достигнутых к тому моменту уровнях.

**Отрасль фиксированной связи** претерпела существенные изменения за прошедший год.

С начала 2006 года была введена новая система взаиморасчетов между местными операторами (МРК) и операторами дальней связи. Ранее МРК сами получали плату за услуги международной и междугородной связи, выплачивая часть операторам дальней связи. Теперь же дальняя связь находится полностью в компетенции Ростелекома и МТТ, которые выплачивают местным операторам плату за транзит трафика и прочие связанные платежи.

Хотя в результате реформы МРК потеряли источник выручки – плату за междугородные и международные переговоры, их расходы по выплатам другим операторам сократились более существенно. В результате эффективность практически всех МРК существенно повысилась: показатель рентабельности EBITDA в среднем увеличился на 5 п.п.

При этом наименее диверсифицированные операторы (те, у которых отсутствуют подразделения мобильной связи, и доли «новых услуг» в выручке малы) продемонстрировали снижение выручки, так как услуги дальней связи были для них ощутимым источником доходов.



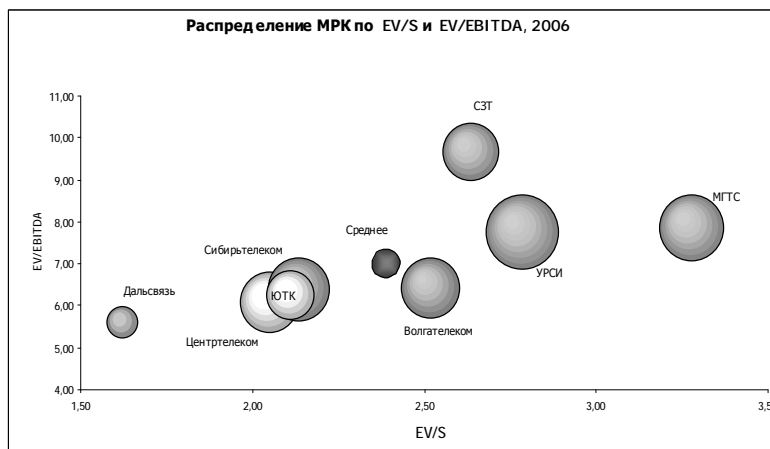
	Тикер	Mcap offer	EV	EV/S 05	EV/S 06	EV/EBITDA 05	EV/EBITDA 06	P/E 05	P/E 06	Fair value	Upside from offer
Центртелеком	ESMO	1499	2178	2.2	2.1	8.7	6.3	-	90.9	0.78	0.7%
	ESMOP									0.58	7.7%
Северо-западный телеком	SPTL	1646	1920	2.7	2.6	10.0	9.6	33.1	15.5	1.61	2.7%
	SPTLP									1.21	15.1%
Волгателеком	NNSI	1772	2070	2.5	2.4	7.2	6.1	19.3	15.5	6.14	4.0%
	NNSIP									4.42	13.0%
Южный телеком	KUBN	670	1392	2.1	2.1	8.0	6.3	-	23.0	0.22	20.0%
	KUBNP									0.17	29.4%
УРСИ	URSI	2312	3055	2.9	2.5	8.4	7.1	30.0	19.1	0.06	-10.6%
	URSIP									0.04	5.2%
Сибирьтелеком	ENCO	1686	2220	2.3	2.1	9.4	6.2	29.6	14.5	0.13	16.2%
	ENCOP									0.10	33.6%
Дальсвязь	ESPK	518	624	1.7	1.6	6.8	5.5	24.0	18.7	5.19	34.8%
	ESPKP									5.45	13.5%
МГТС	MGTS	2729	2788	4.4	3.5	10.4	8.4	17.0	13.5	31.21	7.6%
	MGTSP									28.09	8.2%
Ростелеком	RTKM	6667	6370	4.4	3.0	14.5	14.3	37.7	27.9	6.01	-26.3%
	RTKMP									3.61	20.2%
Комстар - ОТС	CMST	3761	3820	4.2	3.5	10.7	8.6	36.0	19.2	8.60	-4.5%
Ситроникс (GDR)	SITR	1719	1858	1.9	1.4	12.0	11.6	26.5	30.5	13.29	23.7%
РБК-Информ	RBCI	1282	1334	12.2	7.4	44.5	23.4	63.5	36.1	6.37	-40.8%
МТС	MTSS	17541	20241	4.0	3.3	8.0	6.6	18.0	16.9	9.06	2.9%
Вымпелком	VIMP	17948	19686	6.1	4.4	12.5	8.4	32.0	23.7	261.86	-25.2%

С июля 2006 года отрасль затронули новые изменения – введение принципа «платит звонящий». Ранее операторы фиксированной связи не получали ничего от звонка с городского номера на сотовый телефон. Теперь же они получают 1,5 рублей за каждую минуту такого соединения, из которых 0,95 рублей перечисляются сотовому оператору. Это стало дополнительным источником выручки компаний.

При этом МРК, имеющие свои собственные мобильные подразделения, вдвойне выиграли от реформы: вся плата (1,5 рубля) остается внутри компании, тогда как операторы «большой тройки» (МТС, Билайн, Мегафон) получают лишь 95 копеек. Это создает дополнительное конкурентное преимущество региональным операторам сотовой связи, у которых не было необходимости в ответных мерах, например, введение платы за соединение.

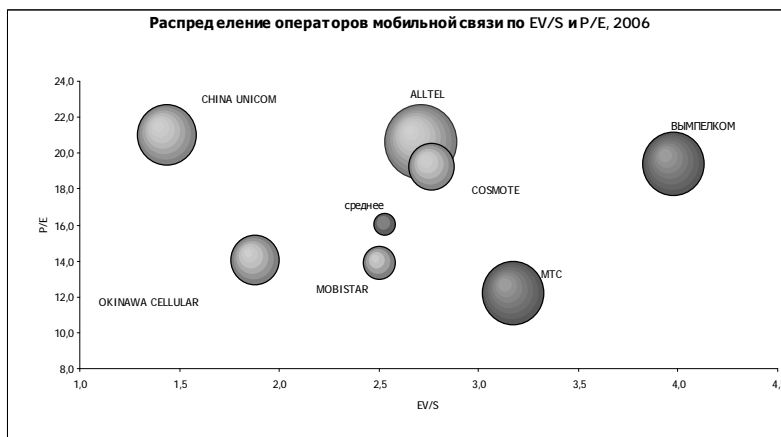
По нашей оценке, в будущем основное влияние на сектор будут оказывать:

- дальнейшая информация о приватизации Связьинвеста;
- годовые отчеты компаний.



**Рынок мобильной связи** приблизился к своему насыщению в России – коэффициент проникновения сотовой связи по количеству проданных Sim-карт составляет порядка 105%. Этот показатель ниже, если учитывать так называемых «мертвых» абонентов, но рассчитывать на прежние высокие темпы прироста абонентской базы в России компаниям «большой тройки» в любом случае не приходится. В связи с этим стратегии операторов претерпели существенные изменения: основной акцент теперь делается на увеличение среднего дохода на абонента (ARPU) и расширение присутствия на рынках зарубежных стран (в основном СНГ), где сотовая связь только начинает активное развитие и потенциал расширения абонентской базы достаточно высок.

В ближайшем будущем основными событиями, характеризующими положение операторов мобильной связи, будет выход финансовых результатов за 2006 год и за первый квартал 2007 года, из которых станет понятно, удалось ли операторам окончательно изменить снижающийся тренд ARPU, обеспечив стабильный рост финансовых показателей.



В рамках настоящей стратегии мы проанализировали инвестиционный потенциал ряда крупнейших компаний сектора: операторов фиксированной связи, Вымпелкома и МТС, а также Ситроникса и РБК-Информ.

## Центртелеком

Центртелеком – крупнейший оператор стационарной связи в России. Компания занимает пятое место по объемам продаж услуг связи после Ростелекома, МТС, Вымпелкома и Мегафона. Крупнейшим акционером компании является холдинг Связьинвест. Центртелеком предоставляет услуги местной, междугородной и международной телефонной связи, доступ в Интернет по коммутируемым и выделенным каналам, а также обеспечивает кабельное телевидение, проводное и эфирное вещание. В последние два года оператору удалось добиться существенного улучшения финансовых результатов: рентабельность EBITDA выросла до среднеотраслевого уровня, а в 2006 году компания вышла в зону прибыльности. Однако из-за высокой степени долговой нагрузки и больших затрат по содержанию долга, рентабельность Центртелекома по чистой прибыли остается на достаточно низком уровне.

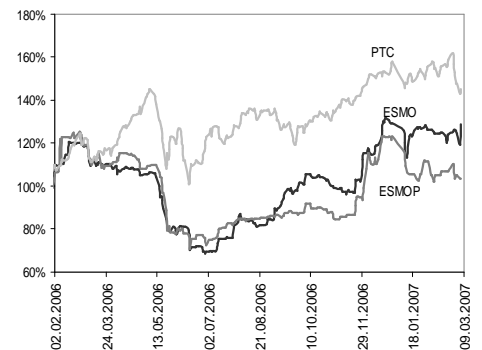
Для оценки Центртелекома мы определили наиболее подходящие аналоги – телекоммуникационные компании развитых и развивающихся рынков, чей бизнес не сильно диверсифицирован. В ходе расчетов мы использовали наименьший вес для мультипликатора P/E, в связи с тем что компания только вышла в зону прибыльности.

Согласно сравнительной оценке Центртелекома, обыкновенные и привилегированные акции компании *справедливо оценены рынком*. Таким образом, *мы не склонны рассматривать бумаги Центртелекома как привлекательный объект инвестирования*.

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
ЮТК	2,1	6,3	22,3
МГТС	3,3	7,9	12,5
EMBRATEL PARTICIPACOES	1,2	4,3	30,3
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
GOLDEN TELECOM	2,5	4,7	24,7
среднее	2,3	5,5	21,6
Развитые(вес - 0,4)			
BELGACOM Belg	2,1	4,4	18,5
AFONE FR	1,2	23,3	34,1
D & E COMMUNICATIONS INC US	2,2	6,1	13,3
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS US	3,5	7,8	42,8
FAIRPOINT COMMUNICATIONS US	4,8	9,8	27,2
GENERAL COMMUNICATION US	2,7	7,1	33,3
CENTURYTEL INC US	3,2	6,3	18,0
среднее	2,8	9,3	26,7
<b>взвешенное среднее</b>	<b>2,5</b>	<b>7,0</b>	<b>23,7</b>
EV, mn USD	2584	2402	-
Мсар, mn USD	1905	1723	390
цена обыкновенной акции	0,966	0,874	0,198
цена привилегированной акции	0,724	0,655	0,148
Вес мультипликаторов	0,4	0,4	0,2
Индикативная цена обыкновенной, USD	0,775	-	-
Индикативная цена привилегирован., USD	0,581	-	-

Тикер:	ESMO
Цена обыкновенной midmarket, USD	0.756
Цена обыкновенной offer, USD	0.770
Ymin, \$	0.40
Ymax, \$	0.77
цена преф midmarket, USD	0.52
Цена преф offer, USD	0.54
Ymin, \$	0.34
Ymax, \$	0.60
Кол-во обыкновенных	1'578'006'833
Кол-во привилегированных	525'922'882
Мсар, mn. USD	1'463
Долг, mn. USD	679
EV, th. USD	2'142
Индикативная стоимость обык., USD	0.78
потенциал роста/падения	0,7%
рекомендация	продавать
Индикативная стоимость преф., USD	0.58
потенциал роста/падения	7,7%
рекомендация	держат

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	904	1012	1023
EBITDA	174	251	344
EBITDA margin	19,2%	24,8%	33,6%
Net Profit	-35	-24	16
Net Profit margin	-	-	1,6%
Net debt	272	543	679



### Северо-Западный Телеком

СЗТ – крупнейший оператор фиксированной связи в Северо-Западном федеральном округе. Компания предоставляет услуги местной, междугородней и международной связи, услуги выхода в Интернет, кабельного телевиденья.

Бизнес компании слабо диверсифицирован, так как основным источником доходов компании по-прежнему остаются услуги традиционной связи, тарифы на которую регулируются государством. Доля новых услуг в выручке не превышает 7%. При этом степень цифровизации сети достаточно низка, что подразумевает необходимость высоких капитальных затрат для дальнейшей диверсификации источников выручки.

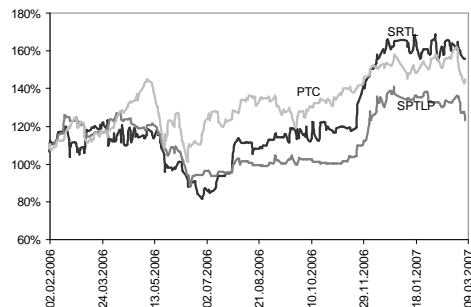
Однако, благодаря низкому уровню долга, СЗТ остается одной из наиболее прибыльных компаний сектора: при относительно низкой рентабельности EBITDA (27%) рентабельность чистой прибыли самая высокая среди МПК (14,5%). В связи с этим в прошедшем году агентство Standard&Poors повысило кредитный рейтинг компании до ВВ- по международным стандартам. Таким образом, компания обладает значительным потенциалом привлечения заемного финансирования, что может существенно облегчить ее дальнейшее развитие.

Сравнительная оценка указывает, что на данный момент обыкновенные акции СЗТ *справедливо оценены рынком и не имеют значительного потенциала к росту в среднесрочном плане, а привилегированные недооценены относительно мировых аналогов.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
ЮТК	2,1	6,3	22,3
МГТС	3,3	7,9	12,5
EMBRATEL PARTICIPACOES	1,2	4,3	30,3
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
GOLDEN TELECOM	2,5	4,7	24,7
среднее	2,3	5,5	21,6
Развитые(вес - 0,4)			
BELGACOM Belg	2,1	4,4	18,5
AFONE FR	1,2	23,3	34,1
D & E COMMUNICATIONS INC US	2,2	6,1	13,3
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS US	3,5	7,8	42,8
FAIRPOINT COMMUNICATIONS US	4,8	9,8	27,2
GENERAL COMMUNICATION US	2,7	7,1	33,3
CENTURYTEL INC US	3,2	6,3	18,0
среднее	2,8	9,3	26,7
<b>взвешенное среднее</b>	<b>2,5</b>	<b>7,0</b>	<b>23,7</b>
EV, mn USD	1850	1397	-
Мсар, mn USD	1576	1123	2518
цена обыкновенной акции	1,474	1,050	2,356
цена привилегированной акции	1,106	0,788	1,767
Вес мультипликаторов	0,4	0,3	0,3
Индикативная цена обыкновенной, USD	1,612		
Индикативная цена привилегированной, USD	1,209		

Тикер:	SPTL
Цена обыкновенной midmarket, USD	1.530
Цена обыкновенной offer, USD	1.570
Ymin, \$	0.79
Ymax, \$	1.60
Цена преф midmarket, USD	1.01
Цена преф offer, USD	1.05
Ymin, \$	0.73
Ymax, \$	1.23
Кол-во обыкновенных	881'045'433
Кол-во привилегированных	250'369'337
Мсар, mn. USD	1'601
Долг, mn. USD	274
EV, th. USD	1'875
Индикативная стоимость обык., USD	1.61
потенциал роста/падения	2,7%
рекомендация	продавать
Индикативная стоимость преф., USD	1.2
потенциал роста/падения	15,1%
рекомендация	покупать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	537	724	733
EBITDA	127	192	200
EBITDA margin	23,7%	26,6%	27,3%
Net Profit	23	50	106
Net Profit margin	4,3%	6,9%	14,5%
Net debt	159	282	274



### Волгателеком

Волгателеком – ведущий оператор фиксированной связи в Приволжском федеральном округе. Компания предоставляет потребителям широкий набор услуг: от традиционной проводной связи до мобильных коммуникаций и IP-телевидения.

На протяжении последних лет компания демонстрирует улучшающиеся финансовые результаты, и эта тенденция будет продолжаться и в будущем: Волгателеком имеет широкую степень диверсификации. Доля не тарифицируемых государством доходов уже превышает 40%, причем большая часть из них - это мобильная связь, телевидение и другие новые перспективные услуги.

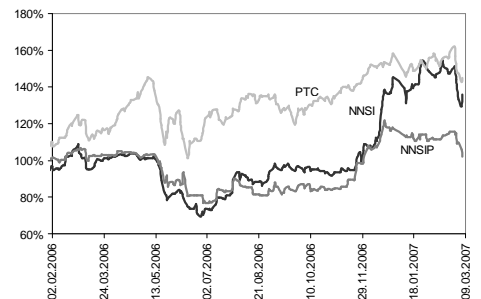
Волгателеком имеет умеренную задолженность (чистый долг компании целиком покрывается показателем EBITDA), что способствует стабильности бизнеса и поддержанию широких возможностей по финансированию компании.

Мы провели оценку компании на основе сравнения с ближайшими мировыми аналогами – телекоммуникационными компаниями с широким рядом услуг, включающим также и мобильную связь. Результат сравнения указывает, что в настоящий момент *обыкновенные акции Волгателеком справедливо оценены рынком. Привилегированные акции имеют невысокий потенциал роста.*

Тикер:	NNSI
Цена обыкновенной midmarket, USD	5.875
Цена обыкновенной offer, USD	5.900
Ymin, \$	2.92
Ymax, \$	6.48
цена преф midmarket, USD	3.86
Цена преф offer, USD	3.91
Ymin, \$	2.75
Ymax, \$	4.37
Кол-во обыкновенных	245'969'560
Кол-во привилегированных	81'983'404
Мсар, mn. USD	1'762
Долг, mn. USD	298
EV, th. USD	2'060
Индикативная стоимость обык., USD	6.20
потенциал роста/падения	4,0%
рекомендация	держать
Индикативная стоимость преф., USD	4.5
потенциал роста/падения	13%
рекомендация	покупать

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
Уралсвязьинформ	2,8	7,8	21,5
Сибирьтелеком	2,1	6,2	15,2
Дальсвязь	1,6	5,6	19,2
TELECOM ARGENTINA Argentina	2,4	5,0	-
BAHRAIN TELECOM Bahrain	4,6	-	11,2
TELEFONICA O2 Czech Republic	2,93	5,6	22,2
TELEKOMUNIKASI TBK Indonesia	3,8	5,7	16,0
JORDAN TELECOM Jordan	2,9	7,3	14,5
TELEKOMUNIKACJA POLSKA Poland	2,16	5,177	16,0
среднее	2,8	6,1	17,0
Развитые (вес - 0,4)			
TELEKOM AUSTRIA Austria	2,7	6,4	17,3
ELISA OYJ Finland	2,6	7,7	23,8
DEUTSCHE TELEKOM Germany	1,7	5,0	11,6
BEZEO THE ISRAELI TELECOM Israel	1,9	4,7	22,8
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	2,2	6,1	20,7
BCE Canada	2,3	5,6	15,1
HELLENIC TELECOM Greece	1,9	4,6	23,6
среднее	2,2	5,7	19,3
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,6</b>	<b>5,9</b>	<b>17,9</b>
EV, mn USD	2245	2019	-
Мсар, vn USD	1948	1721	2046
Цена обыкновенной акции	6,385	5,643	6,709
Цена привилегированной акции	4,598	4,063	4,830
Вес мультипликаторов	0,333	0,333	0,333
Индикативная цена обыкновенной	6,240		
Индикативная цена привилегированной	4,493		

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	729	837	871
EBITDA	231	287	341
EBITDA margin	31,7%	34,3%	39,1%
Net Profit	84	92	114
Net Profit margin	11,5%	10,9%	13,1%
Net debt	230	244	298



## ЮТК

ЮТК – оператор фиксированной связи в Южном федеральном округе. Компания работает в 10 субъектах РФ, предоставляет широкий спектр телекоммуникационных услуг: традиционные услуги, новые услуги связи (доступ к сети Интернет, кабельное телевидение, услуги call – центров) и прочие услуги (документальная электросвязь, аренда каналов и т.д.)

Реформа телекоммуникационной сферы оказала значительное положительное влияние на ЮТК: по итогам 2006 года оператор зафиксировал чистую прибыль в размере 29 млн. долл.

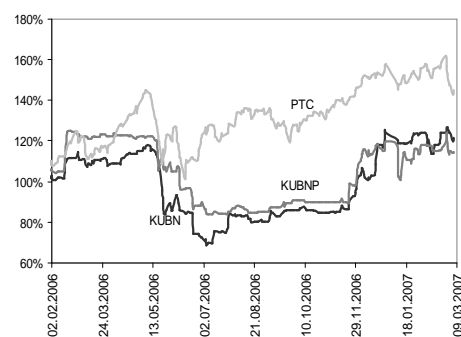
Основной источник выручки компании – традиционные тарифицируемые услуги. Их доля достигает 80% в доходах. Низкая степень диверсификации в сочетании с существенным долгом, который компании скорее всего придется реструктуризировать из-за недостаточности собственных средств, создают ощутимые преграды росту стоимости компании, несмотря на неплохие показатели рентабельности.

Сравнительная оценка показывает на недооценку компании, однако этот спрэд может быть объяснен сдерживающим фактором неопределенности вокруг долговой политики ЮТК. Мы не рассматриваем акции ЮТК как привлекательный объект инвестирования.

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
Центртелеком	2,0	6,1	-
МГТС	3,3	7,9	12,5
EMBRATEL PARTICIPACOES	1,2	4,3	30,3
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
GOLDEN TELECOM	2,5	4,7	24,7
среднее	2,3	5,4	21,4
Развитые (вес - 0,4)			
BELGACOM Belgium	2,1	4,4	18,5
AFONE FR	1,2	23,3	34,1
D & E COMMUNICATIONS INC US	2,2	6,1	13,3
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS US	3,5	7,8	42,8
FAIRPOINT COMMUNICATIONS US	4,8	9,8	27,2
GENERAL COMMUNICATION US	2,7	7,1	33,3
CENTURYTEL INC US	3,2	6,3	18,0
среднее	2,8	9,3	26,7
<b>взвешенное среднее</b>	<b>2,5</b>	<b>7,0</b>	<b>23,6</b>
EV, mn USD	1637	1528	-
Мсар, mn USD	915	807	686
цена обыкновенной акции	0,245	0,216	0,183
цена привилегированной акции	0,196	0,173	0,147
Вес мультипликаторов	0,4	0,3	0,3
Индикативная цена обыкновенной	0,218		
Индикативная цена привилегированной	0,174		

Тикер:	KUBN
Цена обыкновенной midmarket, USD	0.177
Цена обыкновенной offer, USD	0.182
Ymin, \$	0.100
Ymax, \$	0.184
цена преф midmarket, USD	0.131
Цена преф offer, USD	0.135
Ymin, \$	0.096
Ymax, \$	0.143
Кол-во обыкновенных	2'960'512'964
Кол-во привилегированных	972'151'838
Мсар, mn. USD	651
Долг, mn. USD	721
EV, mn. USD	1'373
Индикативная стоимость обык., USD	0.22
потенциал роста/падения	20,0%
рекомендация	держать
Индикативная стоимость преф., USD	0.17
потенциал роста/падения	29,4%
рекомендация	держать

USD mn	2 004	2 005	2 006
Sales	602	662	650
EBITDA	149	174	219
EBITDA margin	24,8%	26,3%	33,7%
Net Profit	-10	-37	29
Net Profit margin	-	-	4,5%
Net debt	696	700	721



## Уралсвязьинформ

Уралсвязьинформ – ведущий оператор телекоммуникационных услуг в Уральском федеральном округе и Пермском крае.

Благодаря своим сильным позициям на региональном рынке мобильной связи, Уралсвязьинформ является наиболее диверсифицированной МРК. При 3,7 млн. абонентов фиксированной связи оператор насчитывает более 4,4 млн. сотовых абонентов и свыше полумиллиона пользователей Интернета. В Уральском ФО компания контролирует 76% рынка фиксированной связи, 44% рынка мобильной связи и 40% рынка Интернет услуг в денежном выражении. При этом вот уже три года подряд капиталовложения в нетрадиционные услуги связи составляют наибольшую часть инвестиций Уралсвязьинформа.

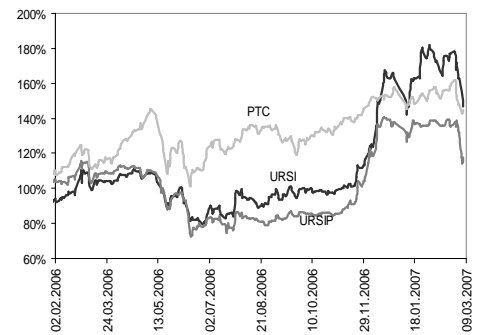
Высокая рентабельность бизнеса и стабильные денежные потоки позволяют компании эффективно управлять относительно высокой задолженностью. В подтверждении этого в октябре 2006 года рейтинговое агентство Standard&Poor's повысило кредитный рейтинг Уралсвязьинформа до BB- по международной шкале. Это в свою очередь позволит оператору реструктуризировать задолженность на более выгодных условиях, нивелируя тем самым влияние высокого долга на стоимость компании.

Согласно нашей оценке, несмотря на значительные перспективы развития, *акции Уралсвязьинформа переоценены рынком и не имеют потенциала для дальнейшего роста.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
Волгателеком	2,5	6,4	16,6
Сибирьтелеком	2,1	6,2	15,2
Дальсвязь	1,6	5,6	19,2
TELECOM ARGENTINA Argentina	2,4	5,0	-
BAHRAIN TELECOM Bahrain	4,7	-	11,2
TELEFONICA O2 Czech Republic	2,9	5,6	22,2
TELEKOMUNIKASI TBK Indonesia	3,9	5,7	16,0
JORDAN TELECOM Jordan	3,0	7,3	14,5
TELEKOMUNIKACJA POLSKA Poland	2,2	5,2	16,0
среднее	2,8	5,9	16,4
Развитые (вес - 0,4)			
TELEKOM AUSTRIA Austria	2,7	6,4	17,3
ELISA OYJ Finland	2,6	7,7	23,8
DEUTSCHE TELEKOM Germany	1,7	5,0	11,6
BEZEQ THE ISRAELI TELECOM Israel	1,9	4,7	22,8
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	2,2	6,1	20,7
BCE Canada	2,3	5,6	15,1
HELLENIC TELECOM Greece	1,9	4,6	23,6
среднее	2,2	5,7	19,3
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>17,5</b>
EV, mn. USD	3077	2516	-
Мсар, mn. USD	2334	1774	2125
Цена обыкновенной акции	0,061	0,046	0,056
Цена привилегированной акции	0,046	0,035	0,042
Вес мультипликаторов	0,4	0,3	0,3
Индикативная обыкновенная акция	0,055		
Индикативная привилегированная акция	0,041		

Тикер:	URSI
Цена обыкновенной midmarket, USD	0.062
Цена обыкновенной offer, USD	0.062
Ymin, \$	0.032
Ymax, \$	0.073
цена преф midmarket, USD	0.039
Цена преф offer, USD	0.040
Ymin, \$	0.024
Ymax, \$	0.046
Кол-во обыкновенных	32'298'782'020
Кол-во привилегированных	7'835'941'286
Мсар, mn. USD	2'288
Долг, mn. USD	743
EV, mn. USD	3'031
Индикативная стоимость обык., USD	0.055
потенциал роста/падения	-10,6%
рекомендация	продавать
Индикативная стоимость преф., USD	0.042
потенциал роста/падения	5,4%
рекомендация	держать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	837	1070	1201
EBITDA	300	365	432
EBITDA margin	35,8%	34,1%	35,9%
Net Profit	74	77	121
Net Profit margin	8,8%	7,2%	10,1%
Net debt	507	706	743



### Сибирьтелеком

Сибирьтелеком – ведущий оператор телекоммуникационных услуг в Сибирском ФО. Сибирьтелеком контролирует 79% рынка традиционной связи, 17% рынка мобильной связи и 47% рынка Интернет услуг.

Доля мобильной связи и новых услуг в выручке компании составляет порядка 35% при четко выраженной тенденции к повышению. Таким образом, оператор диверсифицирует свою деятельность, все меньше завися от тарифицируемых услуг.

Однако, традиционные услуги связи в Сибирском ФО не исчерпали потенциала своего роста. Степень телефонизации в данном регионе относительно низка, а в связи с активными планами развития региона, эксперты компании прогнозируют 15-20% рост абонентской базы ежегодно.

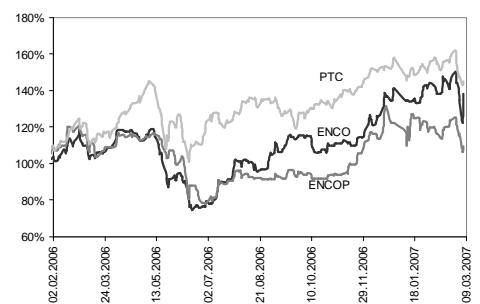
В 2006 компания провела удачную реструктуризацию задолженности, разместив облигации под относительно низкий процент. И хотя объем займа составил более 100 млн. долл., чистый долг компании остался в умеренных пределах. Компания функционирует с высокими показателями рентабельности и может эффективно управлять задолженностью на данном уровне.

Согласно оценке по методу аналогов *обыкновенные и привилегированные акции Сибирьтелекома недооценены рынком, при этом обладают невысоким потенциалом роста.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
Уралсвязьинформ	2,5	6,4	16,6
Волгателеком	2,8	7,8	21,5
Дальсвязь	1,6	5,6	19,2
TELECOM ARGENTINA Argentina	2,4	5,0	-
BAHRAIN TELECOM Bahrain	4,7	-	11,2
TELEFONICA O2 Czech Republic	2,9	5,6	22,2
TELEKOMUNIKASI TBK Indonesia	3,9	5,7	16,0
JORDAN TELECOM Jordan	3,0	7,3	14,5
TELEKOMUNIKACJA POLSKA Poland	2,2	5,2	16,0
среднее	2,9	6,1	17,2
Развитые (вес - 0,4)			
TELEKOM AUSTRIA Austria	2,7	6,4	17,3
ELISA OYJ Finland	2,6	7,7	23,8
DEUTSCHE TELEKOM Germany	1,7	5,0	11,6
BEZEQ THE ISRAELI TELECOM Israel	1,9	4,7	22,8
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	2,2	6,1	20,7
BCE Canada	2,3	5,6	15,1
HELLENIC TELECOM Greece	1,9	4,6	23,6
среднее	2,2	5,7	19,3
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,6</b>	<b>5,9</b>	<b>18,0</b>
EV, mn. USD	2812	2143	-
Мсар, mn. USD	2278	1610	2087
Цена обыкновенной акции	0,151	0,107	0,139
Цена привилегированной акции	0,118	0,083	0,108
Вес мультипликаторов	0,4	0,3	0,3
Индикативная обыкновенная акция	0,134		
Индикативная привилегированная акция	0,105		

Тикер:	ENCO
Цена обыкновенной midmarket, USD	0.115
Цена обыкновенной offer, USD	0.115
Ymin, \$	0.059
Ymax, \$	0.119
цена преф midmarket, USD	0.077
Цена преф offer, USD	0.078
Ymin, \$	0.054
Ymax, \$	0.090
Кол-во обыкновенных	12'011'401'829
Кол-во привилегированных	3'908'420'014
Мсар, mn. USD	1'676
Долг, mn. USD	534
EV, mn. USD	2'210
Индикативная стоимость обык., USD	0.13
потенциал роста/падения	16.2%
рекомендация	покупать
Индикативная стоимость преф., USD	0.1
потенциал роста/падения	33.6%
рекомендация	покупать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	785	967	1078
EBITDA	205	235	361
EBITDA margin	26,2%	24,3%	33,4%
Net Profit	66	57	116
Net Profit margin	8,4%	5,9%	10,8%
Net debt	313	460	534



## Дальсвязь

Дальсвязь - оператор телекоммуникационных услуг в Дальневосточном ФО. По размерам выручки и числу абонентов это самая малая из МРК. Однако компания выглядит достаточно привлекательной.

Бизнес компании широко диверсифицирован: доля доходов компании от традиционных тарифицируемых услуг в 2006 году составила чуть более 60%, а доля мобильной связи и новых услуг – более 20%. В 2005 году эти показатели составляли 75% и 9% соответственно.

В ходе реформы телекоммуникационной отрасли дальневосточный оператор получил наибольшую ставку компенсационной надбавки, которую Дальсвязь должна получать от операторов международной связи.

Дальсвязь имеет относительно небольшую задолженность (покрывается годовым показателем EBITDA), что дает ей возможность привлечь дополнительные средства под невысокие проценты. При чем по мере увеличения рентабельности EBITDA до среднетраслевого уровня, потенциальный размер привлекаемого «дешевого» финансирования будет только увеличиваться.

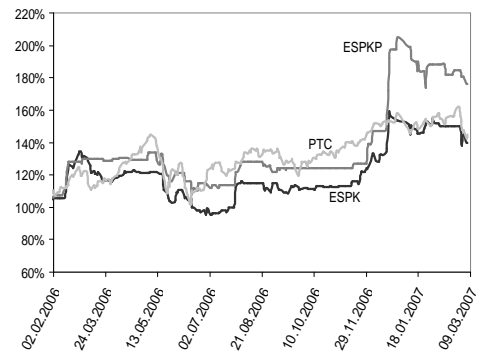
В феврале этого года ФНС предъявила новые налоговые претензии Дальсвязи, и их общий объем составил более 55 млн. долл. Этот фактор, по нашей оценке, найдет отражение в увеличении долговой нагрузки компании.

Сравнение оператора с компаниями-аналогами указывает на недооценку обыкновенных и привилегированных акций Дальсвязи. И несмотря на налоговые претензии, мы считаем акции компании наиболее привлекательным инструментом среди бумаг МРК.

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
Уралсвязьинформ	2,5	6,4	16,6
Сибирьтелеком	2,8	7,8	21,5
Волгателеком	2,1	6,4	15,2
TELECOM ARGENTINA Argentina	2,4	5,0	-
BAHRAIN TELECOM Bahrain	4,7	-	11,2
TELEFONICA O2 Czech Republic	2,9	5,6	22,2
TELEKOMUNIKASI TBK Indonesia	3,9	5,7	16,0
JORDAN TELECOM Jordan	3,0	7,3	14,5
TELEKOMUNIKACJA POLSKA Poland	2,2	5,2	16,0
среднее	2,9	6,2	16,7
Развитые (вес - 0,4)			
TELEKOM AUSTRIA Austria	2,7	6,4	17,3
ELISA OYJ Finland	2,6	7,7	23,8
DEUTSCHE TELEKOM Germany	1,7	5,0	11,6
BEZEQ THE ISRAELI TELECOM Israel	1,9	4,7	22,8
TELECOM CORP OF NEW ZEALAND	2,2	6,1	20,7
BCE Canada	2,3	5,6	15,1
HELLENIC TELECOM Greece	1,9	4,6	23,6
среднее	2,2	5,7	19,3
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,6</b>	<b>6,0</b>	<b>17,7</b>
EV	1040	684	-
Мсар	934	577	490
Цена обыкновенной акции	7,278	4,498	3,819
Цена привилегированной акции	7,642	4,723	4,010
Вес мультипликаторов	0,333	0,333	0,333
Индикативная обыкновенная акция, USD	5,193		
Индикативная привилегированная акция, USD	5,453		

Тикер:	ESPK
Цена обыкновенной midmarket, USD	3.750
Цена обыкновенной offer, USD	3.850
Ymin, \$	2.575
Ymax, \$	4.310
цена преф midmarket, USD	4.400
Цена преф offer, USD	4.800
Ymin, \$	2.500
Ymax, \$	5.125
Кол-во обыкновенных	95'581'421
Кол-во привилегированных	31'168'901
Мсар, mn. USD	496
Долг, mn. USD	107
EV, mn. USD	602
Индикативная стоимость обык., USD	5.19
потенциал роста/падения	34.4%
рекомендация	покупать
Индикативная стоимость преф., USD	5.4
потенциал роста/падения	13.5%
рекомендация	покупать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	310	377	394
EBITDA	80	92	114
EBITDA margin	25,9%	24,4%	28,9%
Net Profit	24	22	28
Net Profit margin	7,7%	5,7%	7,0%
Net debt	109	136	107



## МГТС

МГТС - один из крупнейших в Европе операторов местной проводной связи, осуществляющий свою деятельность на территории Москвы. Телефонная плотность в столице соответствует европейскому уровню - на 100 жителей столицы приходится более 49 телефонов МГТС. В настоящее время доля компании на московском рынке фиксированной связи составляет около 80%.

Бизнес компании в основном сконцентрирован на традиционных услугах фиксированной связи, так как прочие сферы деятельности охватываются другими компаниями АФК «Система». Однако у компании есть ряд преимуществ по сравнению с МРК.

МГТС осуществляет свою деятельность на относительно небольшой территории с высокой плотностью абонентов. Это позволяет компании существенно экономить на себестоимости услуг: оператор работает с показателями рентабельности по EBITDA и чистой прибыли существенно превышающими аналогичные средние показатели МРК.

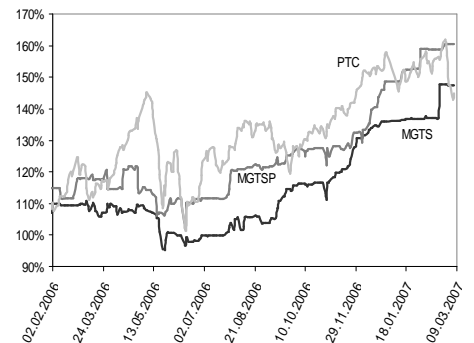
Это позволяет МГТС поддерживать низкий уровень чистого долга, что оставляет возможности привлечения крупных займов для финансирования будущих проектов, в том числе полной цифровизации сети (в настоящий момент доля цифровых линий составляет около 50%).

*Обыкновенные и привилегированные акции МГТС имеют незначительный потенциал роста, согласно оценке по аналогам. Однако существует возможность продолжения скупки бумаг оператора на открытом рынке в интересах Комстара, что может стать поддерживающим фактором как для обыкновенных, так и привилегированных акций.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес - 0,6)			
ЮТК	2,1	6,3	22,3
Центртелеком	2,0	6,1	-
EMBRATEL PARTICIPAOES	1,2	4,3	30,3
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
GOLDEN TELECOM	2,5	4,7	24,7
среднее	2,1	5,1	23,9
Развитые(вес - 0,4)			
BELGACOM Belgium	2,1	4,4	18,5
AFONE FR	1,2	23,3	34,1
D & E COMMUNICATIONS INC US	2,2	6,1	13,3
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS US	3,5	7,8	42,8
FAIRPOINT COMMUNICATIONS US	4,8	9,8	27,2
GENERAL COMMUNICATION US	2,7	7,1	33,3
CENTURYTEL INC US	3,2	6,3	18,0
среднее	2,8	9,3	26,7
<b>взвешенное среднее</b>	<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>25,0</b>
EV, mn USD	1880	2235	-
Мсар, mn USD	1822	2176	5063
цена обыкновенной акции	19,3	23,1	53,7
цена привилегированной акции	17,4	20,8	48,4
Вес мультипликаторов	0,3	0,4	0,3
Индикативная цена обыкновенной, USD	31,2		
Индикативная цена привилегированной, USD	28,1		

Тикер:	MGTS
Цена обыкновенной midmarket, USD	26.8
Цена обыкновенной offer, USD	29.0
Ymin, \$	17.3
Ymax, \$	26.8
цена преф midmarket, USD	24.6
Цена преф offer, USD	26.0
Ymin, \$	15.0
Ymax, \$	24.6
Кол-во обыкновенных	79'829'200
Кол-во привилегированных	15'965'850
Мсар, mn. USD	2'528
Долг, mn. USD	59
EV, th. USD	2'587
Индикативная стоимость обик., USD	31.2
потенциал роста/падения	7,6%
рекомендация	держать
Индикативная стоимость преф., USD	28.1
потенциал роста/падения	8,2%
рекомендация	держать

USD mn	2 004	2 005	2 006
Sales	480	639	791
EBITDA	167	268	330
EBITDA margin	34,8%	41,9%	41,7%
Net Profit	75	161	202
Net Profit margin	15,6%	25,2%	25,6%
Net debt	136	105	59



## Ростелеком

«Ростелеком» – российский национальный оператор дальней связи. Компания предоставляет свои услуги в каждом субъекте Федерации.

В 2005 году произошло заметное снижение показателей рентабельности оператора. Это произошло по причине учета компанией в данном периоде обесценения основных средств и гудвила по правилам МСФО. Мы оценили показатели EBITDA и чистой прибыли компании без указанных расходов (данные приведены в скобках).

В результате проведенной в 2006 телекоммуникационной реформы показатели рентабельности EBITDA Ростелекома значительно снизились, так как расходы оператора на расчеты с МРК увеличились более чем в три раза. Тем не менее, в абсолютном исчислении увеличение расходов было компенсировано 50%-ным ростом выручки компании. Мы ожидаем дальнейшего улучшения финансовых показателей компании в связи с ростом деловой активности и доходов населения и, как следствие, повышением спроса на международную и междугородную связь.

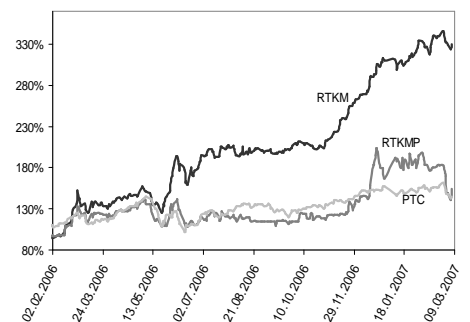
Мы обращаем внимание, что спрэд между обыкновенными и привилегированными акциям Ростелекома сильно отклонился от своего исторического значения: при среднем значении в 40% сейчас уровень спреда достигает 75%.

При сравнении акции Ростелекома с мировыми аналогами для вычисления справедливой стоимости акций мы использовали историческое значение спреда. Полученная оценка указывает на *переоценку обыкновенных акций Ростелекома и недооценку привилегированных.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес-0.6)			
VIDESH SANCHAR NIGAM India	3,0	14,1	-
EESTI TELEKOM Estonia	3,3	6,6	32,3
BRASIL TELECOM Brazil	1,3	3,6	13,9
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
TELEFONICA O2 Czech Republic	2,9	5,6	22,2
среднее	2,6	6,8	21,7
Развитые (вес-0.4)			
BELGACOM Belgium	2,1	4,4	18,5
AFONE France	1,2	23,3	34,1
TELSTRA CORP Australia	2,9	5,9	16,9
IOWA TELECOMMUNICATIONS SERV	4,9	8,6	16,8
FAIRPOINT COMMUNICATIONS US	4,8	9,8	27,2
GENERAL COMMUNICATION US	2,7	7,1	33,3
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS	3,5	7,9	43,7
среднее	3,1	9,6	27,2
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,8</b>	<b>7,9</b>	<b>23,9</b>
EV, mn USD	5944	3530	-
Мсар, mn USD	6241	3827	5714
цена обыкновенной акции	7,1	4,4	6,5
цена привилегированной акции	4,3	2,6	3,9
Вес мультипликаторов	0,333	0,333	0,333
Индикативная цена обыкновенной, USD	6,0		
Индикативная цена привилегированной, USD	3,6		

Тикер:	RTKM
Цена обыкновенной midmarket, USD	8.1
Цена обыкновенной offer, USD	8.2
Ymin, \$	2.3
Ymax, \$	8.4
цена преф midmarket, USD	2.8
Цена преф offer, USD	3.0
Ymin, \$	1.8
Ymax, \$	3.7
Кол-во обыкновенных	728'696'320
Кол-во привилегированных	242'831'469
Мсар, mn. USD	6'558
Долг, mn. USD	-297
EV, th. USD	6'261
Индикативная стоимость обик., USD	6.01
потенциал роста/падения	-25.6%
рекомендация	продавать
Индикативная стоимость преф., USD	3.61
потенциал роста/падения	20.2%
рекомендация	покупать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	1290	1444	2098
EBITDA	434	266 (440)	445
EBITDA margin	33,7%	18% (30%)	21,2%
Net Profit	148	34 (177)	239
Net Profit margin	11,5%	2,4% (12%)	11,4%
Net debt	-261	-372	-297



## КОМСТАР – ОТС

Комстар ОТС - один из крупнейших российских операторов связи, созданный в мае 2004 года путем объединения компаний «Комстар», «МТУ-Информ» и «Телмос». В данный момент Комстар контролирует порядка 68% МГТС, ряд альтернативных региональных операторов фиксированной связи и 52% Интернет оператора СТРИМ. Основными акционерами компании являются АФК «Система» (51%) и МГТС (14%).

Компания проводит весьма активную политику в сфере слияний и поглощений, эффективность которой позволяет ей быстро достигать положительных синергетических эффектов: с самого начала своего создания компания демонстрирует ежегодное существенное улучшение финансовых результатов.

Компания постепенно наращивает долю новых услуг в структуре своих доходов. В первом полугодии 2006 года она составила более 35% против 31% за тот же период 2005 года.

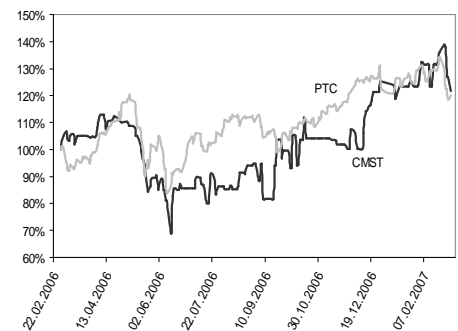
Наиболее заметным событием этого года для компании станет решение о контроле над МГТС. Комстар уже более года пытается получить полный контроль над МГТС, выставляя оферты на покупку ее пакета у Связьинвеста. Ожидается, что если в этом году МГТС решит не выплачивать дивиденды по привилегированным акциям, то Комстар получит более 75% голосующих акций в МГТС, существенно повысив тем самым вероятность реализации третьей оферты. В этом случае Комстар и МГТС станут практически одной компанией.

Согласно нашей оценке на данный момент *акции Комстара справедливо оценены рынком, и мы не считаем Комстар привлекательным объектом для инвестирования. Однако в случае получения контроля над МГТС и упрощении структуры владения внутри холдинга, акции компании могут привлечь интерес инвесторов.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес-0,6)			
PCCW Hong Kong	2,3	9,1	22,3
Северо-Западный телеком	2,6	9,7	15,6
EMBRATEL PARTICIPACOES	1,2	4,3	30,3
DIGITAL TELECOM PHILIPPINES	2,6	4,3	18,2
GOLDEN TELECOM	2,5	4,7	24,7
среднее	2,3	6,4	22,2
Развитые (вес-0,4)			
CONSOLIDATED COMMUNICATIONS US	3,5	7,9	43,7
SHENANDOAH TELECOMMUN US	2,2	7,2	20,0
SUREWEST COMMUNICATIONS US	2,3	5,2	35,8
AFONE France	1,4	23,3	37,3
BELGACOM Belgium	2,1	4,3	18,2
среднее	2,3	9,6	31,0
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,3</b>	<b>7,7</b>	<b>25,7</b>
EV, mn USD	2488	3413	-
Мсар, mn USD	2429	3354	5118
Цена, USD	5,8	8,0	12,2
Вес мультипликаторов	0,3	0,4	0,3
Индикативная цена, USD	8,6		

Тикер:	CMST
Цена midmarket, USD	8.250
Цена offer, USD	9.000
Ymin, \$	4.65
Ymax, \$	9.43
Кол-во акций	417'940'860
Мсар, mn. USD	3'448
Долг, mn. USD	59
EV, mn. USD	3'507
Индикативная стоимость, USD	8.60
потенциал роста/падения	-4,5%
рекомендация	продавать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	695	907	1101
EBITDA	249	358	445
EBITDA margin,%	35,8%	39,5%	40,4%
Net Profit	76	106	199
Net Profit margin,%	10,9%	11,7%	18,1%
Net debt	17	15	59



### Ситроникс

Ситроникс - крупнейшая высокотехнологичная компания Восточной Европы, созданная в 2002 году после консолидации ряда ведущих технологичных компаний России, Украины, Чехии и Греции. Ситроникс функционирует в области телекоммуникационных и информационных технологий, микроэлектроники и потребительских товаров. Основным акционером является АФК «Система».

В феврале этого года компания провела IPO на Лондонской бирже. Это первая в России производящая компания высокотехнологичного сектора, чьи акции торгуются на бирже. Ситроникс разместил свои GDR (50 обыкновенных акций) на нижней границе ценового коридора – 12\$ за GDR. После начала торгов цена опустилась до 11,3\$. Это было связано с ухудшившимися результатами деятельности компании: отчетность за 9 месяцев по US GAAP продемонстрировала сокращение рентабельности EBITDA и чистой прибыли из-за возросших расходов. Причиной увеличения себестоимости продукции и услуг стало увеличение цен комплектующих.

Согласно сравнительной оценке цена размещения находилась приблизительно на справедливом уровне и сейчас GDR Ситроникса обладают *невысоким потенциалом роста в среднесрочном плане.*

Будущая деятельность компании будет протекать в условиях жесткой конкуренции со стороны зарубежных производителей информационного оборудования. Однако, учитывая стремление правительства оказать поддержку отечественным предприятиям в сфере высоких технологий, мы можем ожидать качественного улучшения финансовых показателей компании в будущем. Таким образом, *в долгосрочной перспективе GDR Ситроникса могут быть весьма привлекательным активом.*

Тикер LSE:	SITR
Цена GDR midmarket, USD	10.63
Цена GDR offer, USD	10.75
акций на GDR	50
Ymin, \$	10.5
Ymax, \$	12
Кол-во обыкновенных	7'997'247'990
Мcap, mn. USD	1'699
Долг, mn. USD	139
EV, mn. USD	1'838
Индикативная стоимость, USD	13.3
потенциал роста/падения	23,7%
рекомендация	покупать

USD mn	2 004	2 005	2006 E
Sales	488	954	1350
EBITDA	46	155	160
EBITDA margin	9,4%	16,2%	11,9%
Net Profit	19	70	61
Net Profit margin	3,9%	7,3%	4,5%
Net debt	32	23	139

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
ПО и ИТ-решения (вес-0,3)			
Symantec Corporation US	2,9	11,9	18,0
Oracle Corporation US	5,3	13,2	19,2
Sun Microsystems US	1,4	25,9	-
Openwave Systems US	1,6	12,3	-
Samart telecoms US	1,9	6,9	15,3
среднее	2,6	14,0	17,5
Производство (вес-0,7)			
O2MICRO INTERNATIONAL	1,6	22,0	56,0
VIMICRO INTERNATIONAL	1,0	27,0	29,2
UNITED MICROELECTRONICS	3,2	5,5	51,1
NOVATEK MICROELECTRONICS	2,4	12,6	14,5
SILICONWARE PRECISION	2,9	5,7	19,9
POWERTECH TECHNOLOGY	4,4	5,3	18,1
SUNPLUS TECHNOLOGY	1,9	11,6	15,5
TRANSCEND INFORMATION	1,3	7,6	22,5
ALI CORP	3,7	15,8	20,1
ELAN MICROELECTRONICS	2,4	6,1	27,5
CHIPMOS TECHNOLOGIES	1,4	2,7	17,8
ANPEC ELECTRONICS	2,3	15,0	21,2
STANDARD MICROSYSTEMS	1,3	12,4	24,6
CIRRUS LOGIC	2,6	14,2	24,2
ANALOG DEVICES	3,7	11,4	23,7
MICREL	3,0	10,2	24,1
среднее	2,4	11,6	25,6
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,5</b>	<b>12,3</b>	<b>23,2</b>
EV, mn USD	3373	2319	-
Мcap, mn USD	3234	2180	1414
Цена, USD	20,2	13,6	8,8
Вес мультипликаторов	0,3	0,4	0,3
Индикативная цена, USD	13,3		

## РБК Информационные Системы

РБК ИС – публичная компания работающая по трем направлениям деятельности: медиа-услуги, телевидение (РБК-ТВ) и ИТ-услуги.

РБК успешно и динамично развивает свой бизнес: компания контролирует более 15 Интернет порталов, суммарная посещаемость которых превышает 1,5 миллиона человек в день, РБК-ТВ по сей день остается единственным в России бизнес-телевидением с аудиторией более 9 млн. человек, а в 2006 году компания осуществила успешную экспансию в сферу печатной продукции – начал издаваться журнал «РБК» и газета «РБК-Daily».

Одновременно с медийным бизнесом компания уделяет большое внимание ИТ-направлению. Еще в 2005 году компания вошла в десятку крупнейших производителей программного обеспечения. В 2006 году доходы от ИТ-услуг выросли более чем в два раза и стали основным драйвером увеличения выручки компании.

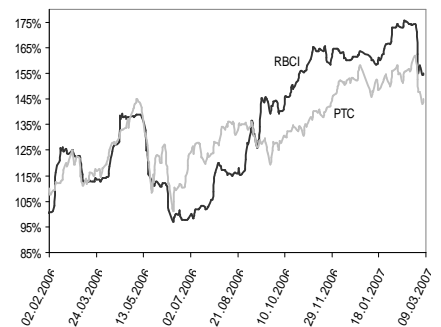
Долговая политика компании остается умеренной: лишь в октябре прошлого года чистый долг РБК ИС стал положительным после размещения первых кредитных нот.

Согласной проведенной нами оценке с мировыми аналогами *акции РБК ИС существенно переоценены рынком. И несмотря на значительные перспективы компании по расширению бизнеса и усилению позиций на отдельных рынках, мы не считаем, что существуют справедливые причины для подобной премии по отношению к зарубежным аналогам.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
РБК - Информационные системы	7,5	23,6	35,0
MCGRAW-HILL COMPANIES INC	3,3	12,1	25,1
REUTERS GROUP PLC	2,2	11,8	19,2
THOMSON CORP	3,9	13,4	25,4
IRESS MARKET TECHNOLOGY LTD	6,7	14,0	31,9
CNET NETWORKS INC	3,0	15,0	-
HARRIS INTERACTIVE INC	1,2	9,0	32,1
THESTREET.COM INC	4,2	12,0	23,9
<b>среднее</b>	<b>3,5</b>	<b>12,5</b>	<b>26,3</b>
EV, mn USD	630	710	-
Мсар, mn USD	578	658	972
Цена, USD	4,8	5,5	8,1
Вес мультипликаторов	0,3	0,3	0,4
Индикативная цена, USD	6,4		

Тикер:	RBCI
Цена обыкновенной midmarket, USD	10.375
Цена обыкновенной offer, USD	10.750
Ymin, \$	6.65
Ymax, \$	12.04
Кол-во обыкновенных	119'260'000
Мсар, mn. USD	1'237
Долг, mn. USD	52
EV, mn. USD	1'289
Индикативная стоимость, USD	6.37
потенциал роста/падения	-40,8%
рекомендация	продавать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	76	109	180
EBITDA	19	30	57
EBITDA margin	25,0%	27,5 %	31,7%
Net Profit	10	21	37
Net Profit margin	13,2%	19,3 %	20,6%
Net debt	-7	-30	52



## МТС

Провалив начало года и показав слабые результаты по итогам первого квартала, компания пошла на серьезные перемены: сменила руководство, осуществила ребрендинг, существенно обновила продуктовый ряд и организовала широкую рекламную кампанию. МТС по-прежнему остается первой в России по числу абонентов, контролируя 34% рынка.

Результаты не заставили себя долго ждать: по итогам девяти месяцев 2006 года прирост выручки составил более 20% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Несмотря на введение «принципа платит звонящий», компании удалось преодолеть двухлетнюю тенденцию снижения ARPU: в третьем квартале этот показатель вырос до 7,8 долларов по России против 7,1 во втором квартале. К тому же дальнейшая агрессивная политика на рынках стран СНГ (Украина, Узбекистан и Туркменистан) оказывает значительную поддержку росту выручки: ARPU в этих странах превышает российский уровень и также имеет тенденцию к росту.

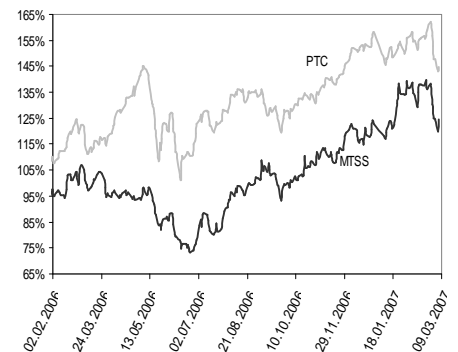
В этом году компания продемонстрирует некоторое снижение по рентабельности чистой прибыли, однако это будет связано с учетом убытка от покупки киргизского оператора «Бител», контроль над которым МТС так и не смог получить. Эти убытки давно ожидалось инвесторами и, по нашей оценке, не повлияют на стоимость компании при их огласке.

Наша оценка по аналогам показывает, что *акции МТС справедливо оценены рынком. Однако, учитывая смену тренда в развитии компании и ожидая опубликования успешных результатов за 2006 год, мы расцениваем акции оператора как весьма привлекательный актив.*

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес-0,6)			
EGYPTIAN MOBILE	2,8	6,6	11,1
CHINA UNICOM LTD	1,4	3,6	21,1
CHINA MOBILE LTD	4,3	5,0	22,2
MILLICOM INTL CELLULAR S.A.	3,1	5,5	42,7
AMERICA MOVIL SA	3,3	9,2	20,0
TAIWAN MOBILE CO LTD	2,9	5,3	10,1
TOTAL ACCESS COMMUNICATION	1,9	5,4	12,6
TURKCELL ILETISIM HIZMET AS	1,9	5,4	12,0
среднее	2,8	5,8	20,0
Развитые (вес-0,4)			
MOBISTAR SA	2,5	6,4	13,9
VODAFONE GROUP PLC	3,0	6,9	-
COSMOTEL MOBILE TELECOMMUNICA	2,8	7,6	19,3
NTT DOCOMO INC	2,1	5,3	17,3
OKINAWA CELLULAR TELEPHONE	1,9	6,1	14,1
DOBSON COMMUNICATIONS CORP	3,0	7,6	-
US CELLULAR CORP	2,1	7,2	45,0
ALLTEL CORP	2,7	8,4	20,7
среднее	2,5	6,9	21,7
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,7</b>	<b>6,3</b>	<b>20,7</b>
EV, mn USD	16261	19082	-
Мсap, mn USD	13561	16382	27888
Цена, USD	6,8	8,2	14,0
Вес мультипликаторов	0,3	0,4	0,3
Индикативная цена, USD	9,5		

Тикер:	MTSS
Цена обыкновенной midmarket, USD	8.700
Цена обыкновенной offer, USD	8.800
Ymin, \$	5.13
Ymax, \$	9.80
Кол-во обыкновенных	1'993'326'138
Мсap, mn. USD	17'342
Долг, mn. USD	2'700
EV, mn. USD	20'042
Индикативная стоимость обык., USD	9.06
потенциал роста/падения	2,9%
рекомендация	держать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	3887	5011	6050
OIBDA	2094	2539	3050
OIBDA margin	53,9%	50,7%	50,4%
Net Profit	988	1126	1200
Net Profit margin	25,4%	22,5%	19,8%
Net debt	1585	2740	2700



## Вымпелком

Вымпелком была первой компанией среди российских операторов мобильной связи, которая провела ребрендинг. Как и предсказывали эксперты, это позволило компании существенно улучшить свои финансовые показатели. ARPU компании в России вырос с 6,6 в начале 2006 года до 8,6 на конец третьего квартала. Это позволит компании поддержать высокие темпы роста выручки, несмотря на насыщение отечественного мобильного рынка.

В этом году Вымпелком активизировал покупки зарубежных активов, приобретя грузинский «Mobitel» и армянский «ArmenTel». Компания также запустила свой основной бренд на территории Узбекистана и Таджикистана. И хотя доля отечественного рынка снижается, Вымпелком будет демонстрировать существенный прирост абонентской базы за счет новых развивающихся рынков.

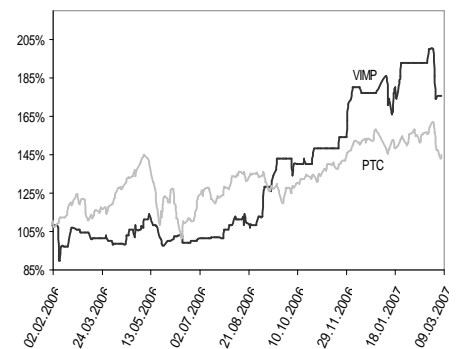
Несмотря на агрессивную политику поглощений, в 2006 году компании удалось существенно понизить свою долговую нагрузку: чистый долг компании не превышает показателя EBITDA по итогам 2006 года.

Согласно проведенному нами сравнительному анализу акции *Вымпелкома* переоценены рынком, и мы не считаем бумаги компании привлекательным инструментом для инвестирования в краткосрочном периоде. Однако они обладают высоким потенциалом для стратегических инвестиций, так как дальнейшее улучшение финансовых показателей будет способствовать увеличению капитализации.

Аналоги	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Развивающиеся (вес-0,6)			
EGYPTIAN MOBILE SERV	2,8	6,6	11,1
CHINA UNICOM LTD	1,4	3,6	21,1
CHINA MOBILE LTD	4,3	5,0	22,2
MILLICOM INTL CELLULAR S.A.	3,1	5,5	42,7
AMERICA MOVIL SA	3,3	9,2	20,0
TAIWAN MOBILE CO LTD	2,9	5,3	10,1
TOTAL ACCESS COMMUNICATION	1,9	5,4	12,6
TURKCELL ILETISIM HIZMET	1,9	5,4	12,0
среднее	2,8	5,8	20,0
Развитые (вес-0,4)			
MOBISTAR SA	2,5	6,4	13,9
VODAFONE GROUP PLC	3,0	6,9	-
COSMOTE MOBILE TELECOMMUNICA	2,8	7,6	19,3
NTT DOCOMO INC	2,1	5,3	17,3
OKINAWA CELLULAR TELEPHONE	1,9	6,1	14,1
DOBSON COMMUNICATIONS CORP-A	3,0	7,6	-
US CELLULAR CORP	2,1	7,2	45,0
ALLTEL CORP	2,7	8,4	20,7
среднее	2,5	6,9	21,7
<b>Взвешенное среднее</b>	<b>2,7</b>	<b>6,3</b>	<b>20,7</b>
EV, mn USD	12068	14703	-
Мсар, mn USD	10330	12965	17146
Цена, USD	201,4	252,8	334,4
Вес мультипликаторов	0,3	0,4	0,3
Индикативная цена, USD	261,9		

Тикер:	VIMP
Цена обыкновенной midmarket, USD	325.000
Цена обыкновенной offer, USD	350.000
ADR midmarket	78.6
ADR на акцию	4.0
Ymin, \$	170.50
Ymax, \$	350.00
Кол-во обыкновенных	51'281'022
Мсар, mn. USD	16'666
Долг, mn. USD	1'738
EV, mn. USD	18'404
Индикативная стоимость обык., USD	261.86
потенциал роста/падения	-25,2%
рекомендация	продавать

USD mn	2 004	2 005	2006E
Sales	2113	3211	4490
OIBDA	1026	1571	2350
OIBDA margin	48,6%	48,9%	52,3%
Net Profit	350	615	830
Net Profit margin	16,6%	19,2%	18,5%
Net debt	1276	1631	1738

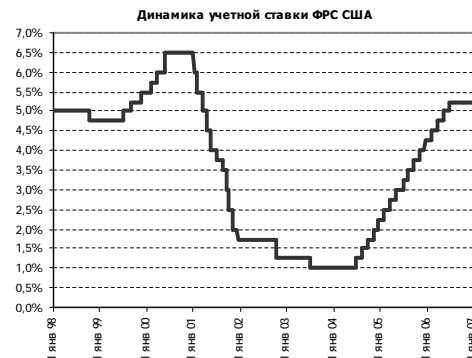


## БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Месяц назад Центральный банк России установил новую ставку рефинансирования – 10,5% против 11,0%, действовавшей с 24 октября 2006 года. Новая ставка является минимальной за всю историю России и в 2 раза превышает учетную ставку ФРС США.

Снижение ставки рефинансирования обусловлено необходимостью сдерживать уровень годовой инфляции.

В рамках контроля за темпами роста инфляции ЦБ РФ в прошлом месяце предпринял еще один шаг. Так, 8 февраля Банк изменил состав бивалютной корзины – теперь она составляет 0,45 евро и 0,55 доллара. С декабря 2005 г. бивалютная корзина на 40% была привязана к евро и на 60% - к доллару. ЦБ РФ уже шестой раз пересматривает структуру бивалютной корзины, постепенно увеличивая долю евро – с 0,1. Напомним, что ЦБ с февраля 2005 г. использует бивалютную корзину как операционный ориентир курсовой политики.



В феврале Банк России опубликовал также статистику по работе 30 крупнейших российских банков в 2006 году. Исходя из отчета, суммарные активы крупнейших банков увеличились за год на 45,3%, кредитный портфель возрос на 49,0%, объем взаимного кредитования увеличился на 62,9% до 1,202 трлн руб. Крупнейшие кредитные организации за год увеличили объем полученной прибыли на 41,4% до 252,5 млрд руб.

На фоне общей активизации работы финансовых институтов в 2006 году испортила статистику лишь информация по росту просроченной задолженности: она увеличилась на 76% до 81,2 млрд руб., причем 33,0 млрд руб. пришлось на кредиты физическим лицам (в 2005 году эта сумма составляла всего 10,1 млрд руб., рост в 3,3 раза). При этом совокупная доля невозвратов по системе за год увеличилась с 1,0% до 1,9%.

В марте мы продолжили анализ крупнейших банков, чьи акции торгуются на российских торговых площадках. Ниже представлена суммарная таблица с относительными показателями по этим банкам.

	ROE 05	ROE 06	ROE 07	ROAE 06	ROAE 07	P/BV 05	P/BV 06	P/BV 07	P/E05	P/E06	P/E07
SBER	24,9%	23,3%	13,3%	27,5%	17,7%	8,4	5,9	2,9	33,8	25,1	22,1
SBERP	24,9%	23,3%	13,3%	27,5%	17,7%	8,4	5,9	2,9	33,8	25,1	22,1
VZRZ	10,6%	18,3%	11,1%	21,0%	14,3%	6,7	5,0	2,7	63,5	27,3	24,7
VZRZP	10,6%	18,3%	11,1%	21,0%	14,3%	6,7	5,0	2,7	63,5	27,3	24,7
MMBM	16,4%	21,9%	16,7%	25,6%	19,9%	7,9	5,6	3,8	48,2	25,5	22,6
ROSB	13,7%	13,5%	10,8%	15,1%	12,6%	5,4	4,2	3,0	39,1	31,1	27,6
USBN	24,8%	11,7%	11,0%	13,0%	11,7%	4,8	3,8	3,4	19,2	32,7	30,7
PCBS	27,9%	23,3%	23,2%	29,4%	25,0%	4,3	2,5	2,2	15,4	10,8	9,3
MEDIAN	20,6%	20,1%	12,2%	23,3%	16,0%	6,0	4,6	3,0	36,5	26,4	23,7

### Сбербанк (RTS: SBER)

В прошлом месяце были опубликованы финансовые результаты Сбербанка по РСБУ за 2006 год. Так, чистая прибыль банка выросла относительно 2005 г. на 38.6% и составила 89.3 млрд руб. (3.4 млрд. долл.). Кредитный портфель Сбербанка за прошедший год увеличился на 40.3% и на 1 января текущего года составил 2.71 трлн руб. (103.0 млрд. долл.). Вклады населения достигли 2.03 трлн руб. (77.0 млрд. долл.), увеличившись на 35.2%. На 1 января 2007 года доля в рублевых депозитах составляла 56,7%, в валютных - 41,8%. ACB прогнозирует в текущем году рост объема депозитов физлиц на 27-32%.

Morgan Stanley Capital International (MSCI), как и ожидалось, увеличил долю Сбербанка в индексах. Так, вес крупнейшего российского банка в MSCI Emerging Market увеличилась с 0.53% до 1.07%, в MSCI Russia – с 5.2% до 9.95%. Это вызвано увеличением индикатора Foreign Inclusion Factor (FIF) банка с 0.2 до 0.4 после законодательных изменений относительно облегчения возможностей покупки банковских акций иностранными инвесторами.

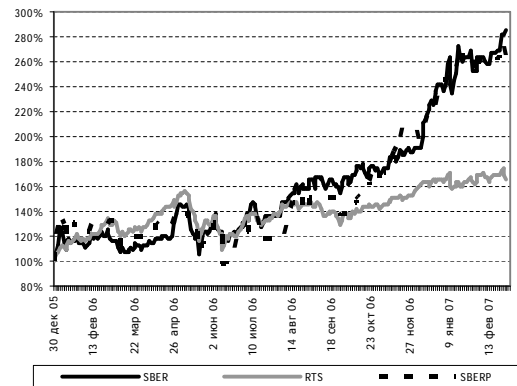
Главным событием прошедшего месяца стало публичное размещение новых акций Сбербанка среди неограниченного круга инвесторов. Акционеры Сбербанка (SBER) выкупили по преимущественному праву 46,96% дополнительной эмиссии акций на сумму 146,27 млрд руб. (около 5 575,4 млн. долл.). В том числе Банк России приобрел акций на 79,4 млрд руб. (около 3 026,5 млн. долл.), что составляет 54% от объема заявлений, удовлетворенных по преимущественному праву. Количество фактически размещенных ценных бумаг среди акционеров составило 1 643 489 шт. Цена размещения ценных бумаг – 89 000 руб. Акции размещались среди акционеров с 22 февраля по 5 марта 2007 г.

Оплата акций инвесторами, сделавшими заявки, пройдет 8-21 марта включительно. Количество ценных бумаг, подлежащих размещению по открытой подписке среди иного круга лиц насчитывается 1 856 511 шт. (53,04% от объема допэмиссии в 3,5 млн акций).

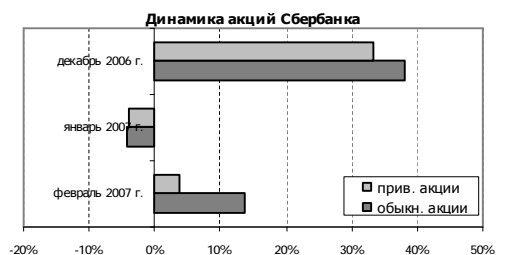
Вместе с тем, как сообщила первый заместитель председателя правления Сбербанка России А. Алешкина, Сбербанк разместит порядка 2,8 млн акций из заявленного объема 3,5 млн шт. и привлечет в результате размещения новых акций 240-245 млрд руб. (порядка 9,2-9,3 млрд. долл.). Для сравнения, по состоянию на 1 февраля 2007 года собственный капитал Сбербанка равнялся 353,2 млрд руб. (около 13,5 млрд). После завершения допэмиссии, по словам А. Алешкиной, доля нерезидентов в уставном капитале Сбербанка (SBER), как ожидается, возрастет с 20% до 22%.

Сбербанк вынесет на собрание акционеров в этом году вопрос о дроблении номинала обыкновенных акций. Процедура дробления пройдет в конце 2007 года– начале 2008 года.

Размещение 2,8 млн. бумаг по 89 000 руб. будет означать, что по результатам SPO капитал Сбербанка увеличится максимум на 9,3 млрд. долл. вместо ожидаемых 12 млрд. долл. Поэтому наши прогнозы показателей банка, на которых основывалась рыночная оценка его акций, были скорректированы нами в меньшую сторону. С учетом предварительных результатов размещения текущую стоимость банка по соотношению P/BV на конец 2007 г. мы оцениваем в 2,9. Это ниже средней стоимости оценки российского банковского бизнеса иностранцами по сделкам M&A в 2006 г. (3,21). Мы рекомендуем «Покупать» акции Сбербанка. Наш целевой уровень по обыкновенным акциям на конец 2007 года - 3 765,6 долл.



Тикер	SBER (RTS)
Цена обыкн. акций 05.03.2007, USD	3260
Кол-во обыкн. акций, шт.	19 000 000
Цена привилег. акций 05.03.2007, USD	54
Кол-во привил. акций, шт.	50 000 000
Мсар, PTC, млн USD	64 640
P/BV - 2007	2,9
P/E - 2007	22,1
Справедливая ст-ть обыкн. акции, USD	3 765,6
Потенциал роста / падения	15,5%
Year max	3 810
Year min	1 370
Справедливая ст-ть привил. акции, USD	55,69
Потенциал роста / падения	3,1%
Year max	60,1
Year min	21,5



**Росбанк (RTS: ROSB)**

В прошлом месяце на сайте Банка России была опубликована оборотная ведомость Росбанка за 2006 год. Так, чистая прибыль Росбанка в 2006 г. составила 3 875 млн руб, что на 26% выше прибыли, полученной банком по итогам 2005 г. Балансовая прибыль Росбанка увеличилась за год в 2 раза и превысила 5,87 млрд руб.

Объем активов на 1 января 2007 г. достиг отметки в 379 160,74 млн руб, за прошедший год данный показатель вырос на 48%. В то же время собственный капитал увеличился на 22% до 24 931,83 млн руб.

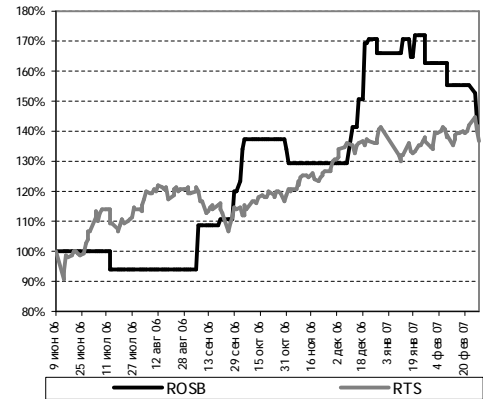
Объем корпоративного кредитного портфеля по состоянию на 1 января 2007 г. составил \$2.8 млрд. Значительная доля кредитных ресурсов была размещена среди предприятий торговли (16.3%), строительства (13.9%), электроэнергетики (12.2%).

Вместе с тем, в 2006 году Росбанк подтвердил свои лидирующие позиции на отечественном рынке драгметаллов. Его годовой оборот по операциям с драгоценными металлами составил 25,3 млрд руб (по итогам 2005 года - 17 млрд руб), тем самым рост показателя составил 49%. Суммарный объем реализованного в физическом виде золота достиг 15,5 млрд руб, платины - 4,3 млрд руб (в 2005 году 10,3 млрд и 3,4 млрд соответственно). Клиентами Росбанка являются: «Полюс», «АС Амур», «Красцветмет», «Екатеринбургский завод по обработке цветных металлов», ГК «Норильский никель».

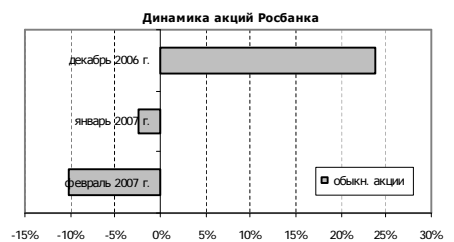
Совет директоров ОАО АКБ «Росбанк» 9 февраля 2007 года принял решение разместить дополнительную эмиссию акций объемом 5,48% от увеличенного уставного капитала. По открытой подписке планируется разместить 39,435 млн обыкновенных акций номиналом 10 руб. Цена размещения определена в размере 168 руб. за акцию.

Список лиц, имеющих преимущественное право приобретения дополнительных акций, был составлен по состоянию на 9 февраля 2007 года. В настоящее время Росбанк контролирует холдинговая компания «Интеррос» (77%) и французская банковская группа «Сосьете Женераль» (20 % минус одна акция). Обе структуры планируют принять участие в размещении допэмиссии.

Размещение 39,435 млн. новых акций по цене 168 руб.(около \$6,4) позволит увеличить собственный капитал Росбанка на 6 625,08 млн руб. (около \$252,5 млн). В связи с этим, мультипликатор P/BV на конец 2007 года, по нашим расчетам, уменьшится до 3,0. Мы рекомендуем Держать акции Росбанка. По нашим расчетам, справедливая стоимость обыкновенных акций составляет 6,31 долл., что при текущих котировках соответствует потенциалу роста 6,05%.



Тикер RTS:	ROSB
Цена обыкн. акции 05.03.2007, USD	5.95
Кол-во обыкн. акций, шт.	680 360 538
Мсар, млн. USD	4 061,9
P/BV - 2007	3,0
P/E - 2007	27,6
Справедливая ст-ть обыкн. акции, USD	6,31
Потенциал роста / падения	6,05%
Year max	8
Year min	4



### Банк Возрождение (RTS: VZRZ)

Совет директоров банка Возрождение 20 февраля 2007 г. принял решение увеличить уставный капитал банка путем размещения дополнительного выпуска

3 млн шт обыкновенных акций номинальной стоимостью 10 руб. каждая. Способ размещения – открытая подписка. Дата составления списка лиц, имеющих преимущественное право приобретения – 20 февраля 2007 г.

Цена размещения обыкновенных акций определяется советом директоров после окончания срока действия преимущественного права.

Все привлеченные ресурсы будут использованы для увеличения активов и укрепления отношений с существующими и новыми клиентами.

Банк Возрождение намерен обеспечить в 2007 году рентабельность собственного капитала (ROE) на уровне не менее 20-25%. По итогам 1-го полугодия 2006 года рентабельность капитала банка составляла 19,9%, что выше среднего показателя за 2005 года, равного 18,5%.

На сегодняшний день уставный капитал банка составляет 220,4 млн руб. Доля акций банка в свободном обращении составляет около 25%. Основным акционером банка является его президент Дмитрий Орлов.

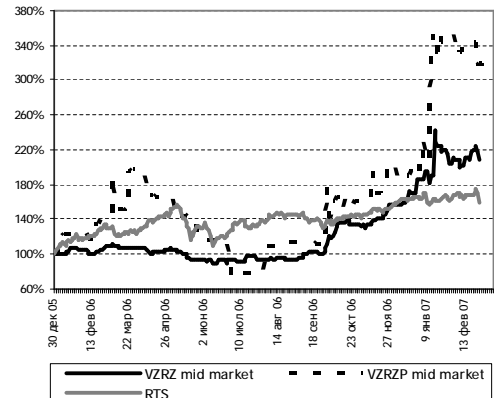
Банк нацелен на дальнейшее увеличение доли акций в свободном обращении на торговых площадках, повышение капитализации и ликвидности акций.

Наша рекомендация по обыкновенным и привилегированным акциям банка Возрождение – «Покупать».

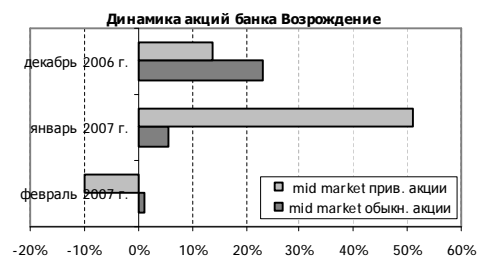
### Промстройбанк (RTS: PCBS)

В феврале ОАО «Промышленно-строительный банк» опубликовал основные финансовые результаты за 2006 год согласно российским стандартам отчетности. Так, прибыль до налогообложения выросла на 37,4% и составила 5,91 млрд рублей (в 2005 году – 4,3 млрд рублей). Собственный капитал банка увеличился на 32,2% и на 1 января 2007 года превысил 19,08 млрд рублей, активы достигли 145,05 млрд рублей против 140,08 млрд рублей годом ранее.

Исходя из опубликованных данных, в 2006 году продолжилось активное развитие розничного бизнеса ПСБ. Объем портфеля кредитов, предоставленных частным клиентам банка, вырос на 65% и на 1 января 2007 года составил 8,1 млрд рублей (на 1 января 2006 года – 4,9 млрд рублей). Благодаря эффективному использованию возможностей растущего рынка динамично развивалось ипотечное кредитование. Объем портфеля ипотечных кредитов за прошедший год вырос на 152% и составил 1,97 млрд рублей (год назад – 783 млн рублей).



Тикер RTS:	VZRZ
Цена обычн. акции 05.03.2007, USD	50,0
Кол-во обыкновенных акций, шт.	20 748 694
Цена привил. акции 05.03.2007, USD	31,0
Кол-во привил. акций, шт.	1 294 505
Мсар, млн USD	1 077,56
P/BV - 2007	2,7
P/E - 2007	24,7
Справедливая ст-ть обычн. акции, USD	57,12
Потенциал роста / падения	14,2%
Year max	76,0
Year min	21,0
Справедливая ст-ть прив. акции, USD	36,35
Потенциал роста / падения	17,3%
Year max	42,0
Year min	12,0



Объем средств корпоративных клиентов, привлеченных банком составил 53,30 млрд рублей (на 1 января 2006 г. 48,56 млрд руб.). Объем средств частных клиентов, привлеченных банком во вклады и на текущие счета составил 38,19 млрд рублей (год назад 36,78 млрд руб.).

В прошлом месяце состоялось заседание Наблюдательного совета банка, на котором было принято решение о проведении 30 марта 2006 года внеочередного общего собрания акционеров ОАО «ПСБ» в форме заочного голосования.

В повестку дня собрания включены вопросы о внесении изменений в устав банка, связанных с переименованием ОАО «ПСБ» в Открытое акционерное общество «Банк ВТБ Северо-Запад» в рамках единой банковской группы ВТБ.

Кроме того, в повестку дня включен вопрос о реорганизации петербургского банка в форме присоединения к ОАО Внешторгбанк, которая должна завершиться до конца этого года.

Напомним, что в сентябре 2006 года собрание акционеров ПСБ одобрило коэффициент конвертации акций банка в акции ВТБ (одна акция ПСБ на 385 акций ВТБ) и утвердило присоединение к ВТБ. Однако позже была опубликована новость о том, что коэффициент может быть пересмотрен. Утверждение новых коэффициентов конвертации и прочие корпоративные процедуры, предположительно, могут быть проведены осенью. Присоединение ПСБ к ВТБ пройдет после запланированного на май 2007 года IPO, после которого возникнет необходимость в новой оценке банков и утверждении новых коэффициентов конвертации.

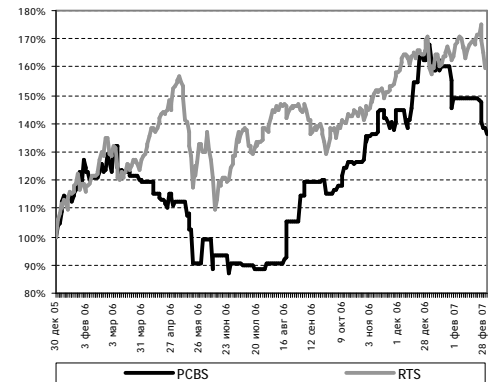
Наша рекомендация по акциям Промышленно-строительного банка – «Держать».

### Банк Москвы (RTS: ММВМ)

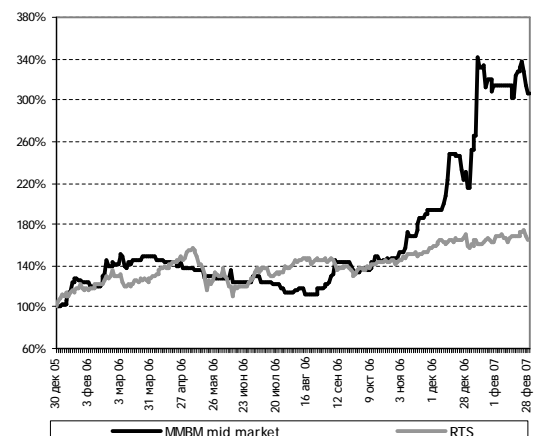
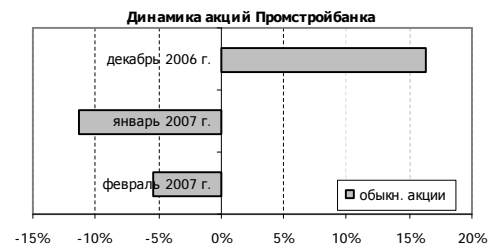
2006 год стал для Банка Москвы одним из самых успешных. Балансовая прибыль Банка по итогам 2006 года составила 7,3 млрд руб., что на 37% больше, чем прибыль за 2005 год. Чистая прибыль Банка составила 5,7 млрд руб., увеличившись за год на 48%. Активы Банка за год увеличились на 64% и составили 361,7 млрд руб., собственный капитал за год увеличился на 39% и на 01.01.2007 г. составил 38,4 млрд руб.

Общая сумма привлеченных средств клиентов Банка (включая средства банков и выпущенные долговые обязательства) увеличилась за 2006 год на 67% и составила 330,3 млрд руб. В том числе объем привлеченных средств физических лиц, с учетом средств на пластиковых картах, составил 84,8 млрд руб.

Кредитный портфель Банка Москвы (по корпоративным клиентам и физическим лицам) на 01.01.2007 г. составил 238,8 млрд руб., увеличившись за год на 48%.



Тикер RTS Board:	pcbs
Цена обыкн. акций 05.03.2007, USD	1.5
Кол-во обыкн. акций, шт.	1 260 976 996
Мсар, млн USD	1 891,5
P/BV - 2007	2,2
P/E - 2007	9,3
Year max	1.85
Year min	0.96



В течение 2006 г. Банк разместил 10-ю эмиссию акций на сумму 2.9 млрд руб. А месяц назад объявил о размещении новой эмиссии, состоящей из 6,9 млн новых акций. Цена размещения для акционеров определена в размере 928 рублей за акцию. Для лиц, выкупающих акции по открытой подписке - 1 031 рубль за акцию. Размещение должно завершиться до 23 апреля 2007 года.

В настоящее время уставный капитал банка составляет 12 310 млн руб. Таким образом, размер последней доэмиссии составляет 5,6% от уставного капитала. В настоящее время крупнейшими акционерами банка являются: Департамент имущества города Москвы и ОАО Московская страховая компания. Их суммарная доля в уставном капитале составляет 59,9%.

Банк Москвы не планирует IPO в ближайшие 2-3 года. Об этом сообщил президент Банка Москвы Андрей Бородин.

Наша рекомендация по акциям Банка Москвы – «Продавать».

**Уралсиб (RTS: USBN)**

27 февраля 2007 г. закончился срок приема заявок на участие в аукционе по продаже 13 462 тыс. обыкновенных именных бездокументарных акций ОАО «Банк «Уралсиб», что составляет порядка 0,0007% от уставного капитала банка. Аукцион будет проведен Российским фондом федерального имущества (РФФИ). Продаваемые акции принадлежат правительству Башкирии. Начальная цена акций установлена в размере 6 508 тыс. руб.

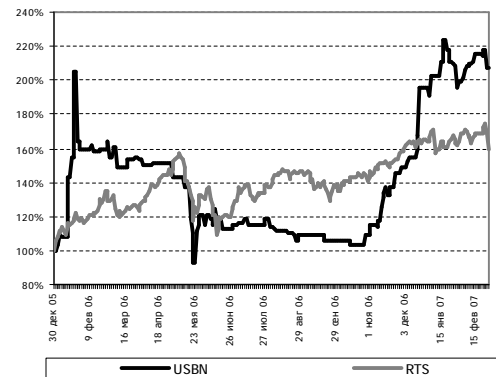
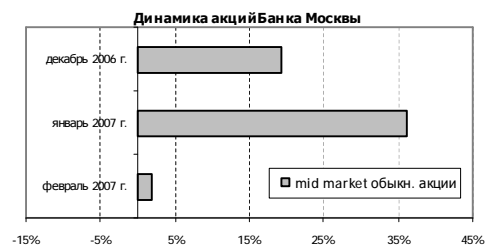
Аукцион будет проводиться на основании решения об условиях приватизации акций ОАО «Банк «Уралсиб», принятого Федеральным агентством по управлению федеральным имуществом (Росимущество) и утвержденного его распоряжением от 4 июля 2006 г.

В настоящее время уставный капитал банка составляет 20 418 млн 421 тыс. 835 руб. и состоит из 204 184 млн 218 тыс. 350 обыкновенных именных акций в бездокументарной форме. Номинальная стоимость акций одинакова и равна 0,1 руб.

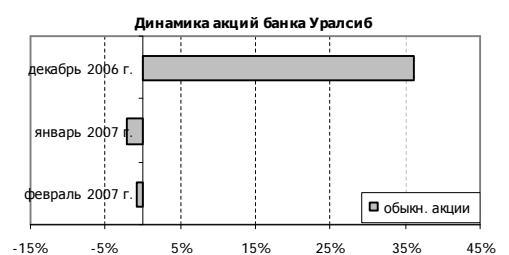
По состоянию на конец первого полугодия 2006 г. Уралсиб являлся крупнейшим частным банком России по величине собственных средств и вторым по величине активов. На данный момент финансовая корпорация Уралсиб владеет 89% акций банка, а 7% принадлежит правительству Башкирии. Между тем, финансовая корпорация Уралсиб принадлежит двум акционерам - физическим лицам, один из которых Николай Цветков, председатель правления банка Уралсиб, у которого консолидирован контрольный пакет акций корпорации.

Наша рекомендация по акциям банка Уралсиб – «Держать».

Тикер RTS:	MMBM
Цена обыкн. акции 05.03.2007, USD	54,0
Кол-во обыкновенных акций, шт.	123 100 932
Мсар, млн USD	6 647,45
P/BV - 2007	4,2
P/E - 2007	31,6
Справедливая ст-ть обыкн. акции, USD	43,99
Потенциал роста / падения	-18,5%
Year max	72,5
Year min	24,0



Тикер RTS:	USBN
Цена обыкн. акции 05.03.2007, USD	0,029
Кол-во обыкновенных акций, шт.	204 184 218 350
Мсар, млн USD	6 019,35
P/BV - 2007	3,4
P/E - 2007	30,7
Справедливая ст-ть обыкн. акции, USD	0,03
Потенциал роста / падения	3,4%
Year max	0,015
Year min	0,038

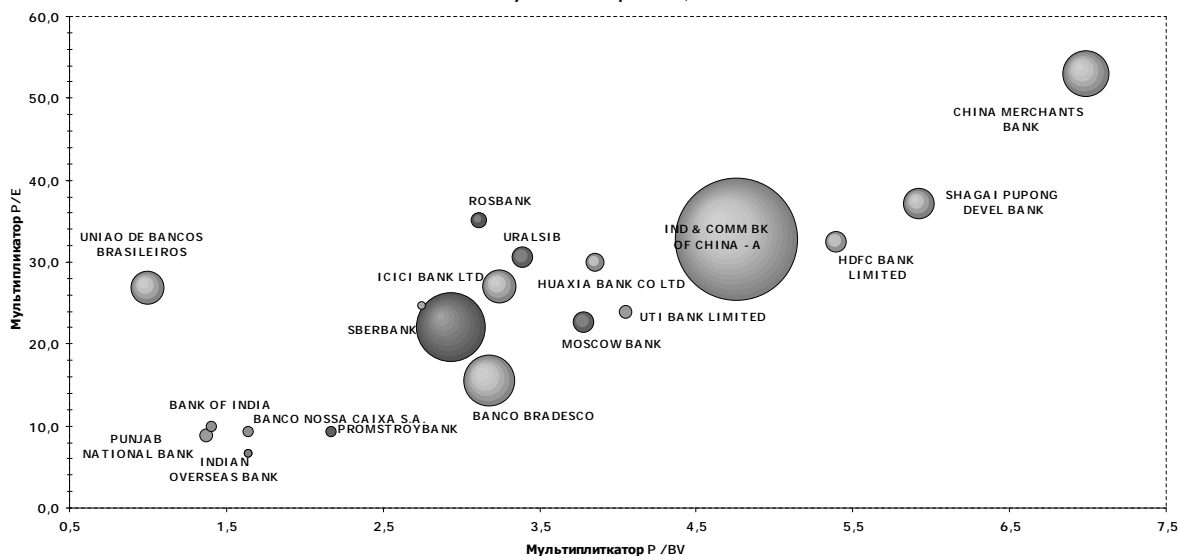


### Сравнительная оценка российских банков со странами BRIC

В рамках сравнения российских банков с отобранными аналогами из развивающихся стран мы использовали комбинации мультипликаторов P/BV, P/E. Приведенные комбинации мультипликаторов наиболее четко отражают положение банков целевого сектора на рынке. Результаты расчетов показали, что среднее значение P/BV по российским банкам ниже среднего значения P/BV банков из Бразилии, Индии и Китая примерно на 20%.

Наименование	Country	Assets, \$ mln	P/BV-07	P/E-07	Мcap, \$ mln
BANCO ITAU HOLDING FIN	BRAZIL	70 690	3,66	20,00	37 829
UNIAO DE BANCOS BRASILEIROS	BRAZIL	42 922	4,74	26,86	16 612
BANCO BRADESCO SA	BRAZIL	97 538	3,18	15,56	36 276
BANCO DO BRASIL SA	BRAZIL	118 241	2,64	8,42	25 595
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	BRAZIL	15 612	1,64	9,39	1 991
HDFC BANK LIMITED	INDIA	16 633	5,39	32,42	6 541
ICICI BANK LTD	INDIA	62 651	3,24	26,99	16 880
UTI BANK LIMITED	INDIA	11 239	4,05	24,01	2 664
PUNJAB NATIONAL BANK	INDIA	33 520	1,37	8,87	3 070
BANK OF INDIA	INDIA	25 406	1,40	9,93	1 626
INDIAN OVERSEAS BANK	INDIA	13 414	1,64	6,64	1 176
HUAXIA BANK CO LTD-A	CHINA	45 780	3,85	30,03	5 345
CHINA MINSHENG BANKING-A	CHINA	71 577	7,64	42,48	15 172
IND & COMM BK OF CHINA - A	CHINA	829 091	4,76	32,73	202 902
CHINA MERCHANTS BANK	CHINA	94 338	6,99	53,08	30 120
SHANGHAI PUDONG DEVEL BANK-A	CHINA	73 651	5,92	37,12	13 366
<b>Медиана</b>			<b>3,76</b>	<b>25,44</b>	
SBERBANK	RUSSIA	87 314	2,93	22,12	64 640
ROSBANK	RUSSIA	7 664	3,12	35,06	4 062
URALSIB	RUSSIA	8 337	3,39	30,68	6 019
VOZROZHDENIE	RUSSIA	1 706	2,75	24,74	1 078
PROMSTROYBANK	RUSSIA	5 793	2,17	9,34	1 892
MOSCOW BANK	RUSSIA	8 539	3,78	22,65	6 647
<b>Медиана</b>			<b>3,02</b>	<b>23,69</b>	

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



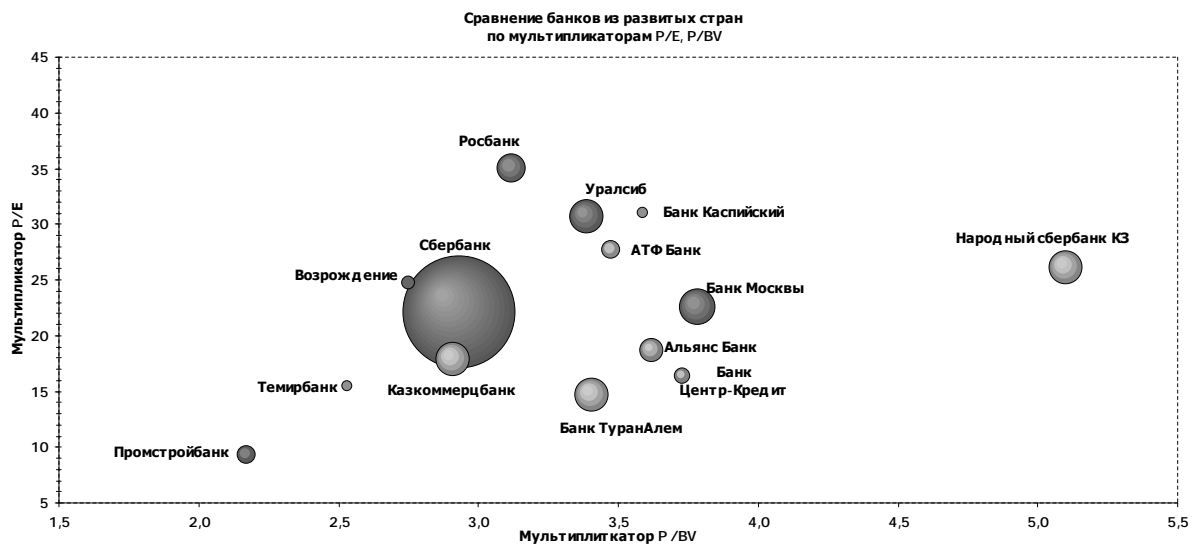
Источник: Bloomberg, RTS, расчеты ИК «Ист Кэпитал»

\* - размер окружности соответствует капитализации банка

### Сравнительная оценка российских и казахстанских банков

Результаты сравнения российских банков с кредитными учреждениями Казахстана, где банковский сектор в последние годы демонстрирует опережающие темпы роста по сравнению со всеми странами СНГ, - показывают, что российский банковский сектор имеет хороший потенциал роста. В том числе наиболее привлекательно выглядят ценные бумаги Сбербанка, по которым значение P/BV после проведения IPO должно составить, по нашим расчетам, 2,93 пункта, что ниже медианного значения по казахстанским банкам примерно на 15%. Ценные бумаги Уралсиб банка и Росбанка выглядят справедливо оцененными рынком.

Наименование	Country	Assets, \$ mln	P/BV-07	P/E-07	Мcap, \$ mln
Альянс Банк	KAZAKHSTAN	7 234	3,62	18,71	2 925
Банк ТуранАлем	KAZAKHSTAN	14 276	3,40	14,69	5 801
Банк Центр-Кредит	KAZAKHSTAN	4 466	3,73	16,39	1 501
Народный сбербанк КЗ	KAZAKHSTAN	7 643	5,10	26,17	5 622
Казкоммерцбанк	KAZAKHSTAN	17 868	2,91	17,95	6 059
Банк Каспийский	KAZAKHSTAN	1 536	3,59	31,09	681
Темирбанк	KAZAKHSTAN	1 560	2,53	15,57	652
АТФБанк	KAZAKHSTAN	8 191	3,47	27,71	1 999
Нурбанк	KAZAKHSTAN	1 608	2,80	28,39	592
Цеснабанк	KAZAKHSTAN	675	3,14	53,21	283
<b>Медиана</b>		<b>5 850</b>	<b>3,44</b>	<b>22,44</b>	
Сбербанк	RUSSIA	87 314	2,93	22,12	64 640
Росбанк	RUSSIA	7 664	3,12	35,06	4 062
Уралсиб	RUSSIA	8 337	3,39	30,68	6 019
Возрождение	RUSSIA	1 706	2,75	24,74	1 078
Промстройбанк	RUSSIA	5 793	2,17	9,34	1 892
Банк Москвы	RUSSIA	8 539	3,78	22,65	6 647
<b>Медиана</b>			<b>3,02</b>	<b>23,69</b>	



## ТРАНСПОРТ (ПАРОХОДСТВА)

В отрасли транспорта наши инвестиционные предпочтения на следующий год ограничиваются Новороссийским морским пароходством (NOMP) и Мурманским траловым флотом (MUTF).

Мы полагаем, что основным риском для инвесторов в акции компаний морского транспорта и, особенно, компаний танкерного флота, является возможное снижение фрахтовых ставок во второй половине года на фоне снижения спроса на нефть, что может серьезно сказаться на финансовых показателях компаний.

Снижение фрахтовых ставок вполне вероятно еще и по другой причине. 2005 – 2006 годы пароходства размещали большое количество заказов на строительство танкеров, которые будут введены в строй в 2007 году. Тем самым, мы вполне можем ожидать избыточное предложение тоннажа, что самым негативным образом скажется на фрахтовых ставках. Тем не менее, на рынке может возникнуть несколько хороших инвестиционных историй.

### Новороссийское морское пароходство (NOMP)

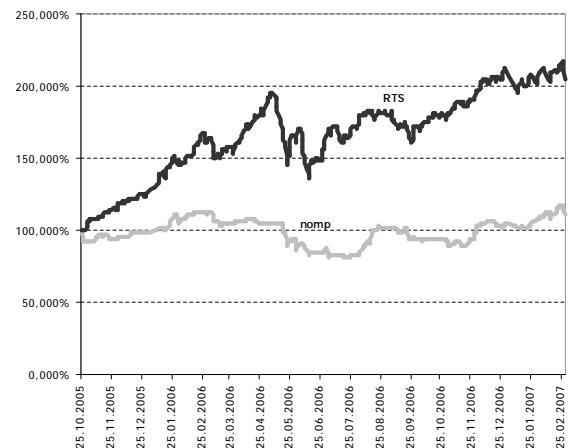
На 31 декабря 2006 года флот компании насчитывает 62 современных судна суммарным дедвейтом 3,8 млн. тонн и средним возрастом около 10 лет. С начала 2006 года вступили в строй 10 новых современных танкеров дедвейтом от 40 тыс. тонн до 105 тыс. тонн.

Консолидированная чистая прибыль группы компаний «Новороссийское морское пароходство» (NOMP) увеличилась за 9 месяцев 2006 года по сравнению с тем же периодом 2005 г по МСФО на 16% до 140 млн долл. Доходы по группе «Новошип» составили 412 млн долл, что более чем на 30% больше показателей аналогичного периода 2005 года.

На рост доходной составляющей группы оказали влияние следующие факторы: увеличение работы судов на «спотовых» перевозках; рост фрахтовых ставок за счет правильной расстановки флота; продолжившийся ввод в эксплуатацию танкеров-новостроев класса «Афрамекс» и «Хэндимекс» и их работа на «спотовых» перевозках; приобретение судоходной компании WW Marpetrol, SA /Испания/.

Основным драйвером роста акций Новороссийского морского пароходства является объединение с Совкомфлотом. В настоящее время рассматривается вариант не объединения как такового, а превращения Новошипа в дочернюю структуру Совкомфлота путем внесения государственной доли Новошипа (50,34%) в уставный капитал Совкомфлота.

Наша индикативная цена NOMP на этот год 3.66\$, Потенциал роста составляет 87.6%.



Тикер:	nomp
Цена midmarket, USD (обыкн.)	1.940
Цена offer, USD (обыкн.)	1.950
Цена midmarket, USD (преф.)	1.1
Цена offer, USD (преф.)	1.2
Y min	1.4
Y max	2.0
Кол-во обыкновенных акций, тыс.шт.	375 841
Кол-во привилегированных акций, тыс. шт.	125 280
Мсар, тыс. USD	880 719.38
Долг, тыс. USD	569 870.00
EV, тыс. USD	1 450 589.38
Справедливая стоимость, USD	3.66
Потенциал роста/падения	87.6%

тыс. долл.	2 003	2 004	2 005	2006 F	2007 F
Выручка	394 592	419 368	432 738	541 434	584 831
ЕБИТ	110 169	163 926	170 144	244 845	269 831
ЕБИТ margin	27.92%	39.09%	39.32%	45.22%	46.14%
ЕБИТDA	197 473	248 539	242 971	325 225	359 571
ЕБИТDA margin	50.04%	59.27%	56.15%	60.07%	61.48%
Чистая прибыль	54 629	162 859	244 600	201 276	212 282
Net margin	13.84%	38.83%	56.52%	37.17%	36.30%
Чистый долг	391 860	387 023	467 351	657 533	816 818

5 сентября 2006 года проекты соответствующих документов (указ президента РФ и постановление правительства РФ) были направлены Минтрансом на согласование в МЭРТ, Росимущество, Минфин, ФАС и ФАУФИ. На сегодняшний момент, насколько нам известно, проект находится на рассмотрении МЭРТ, которое должно дать заключение в течение 2-х недель

### Мурманский траловый флот (MUTF)

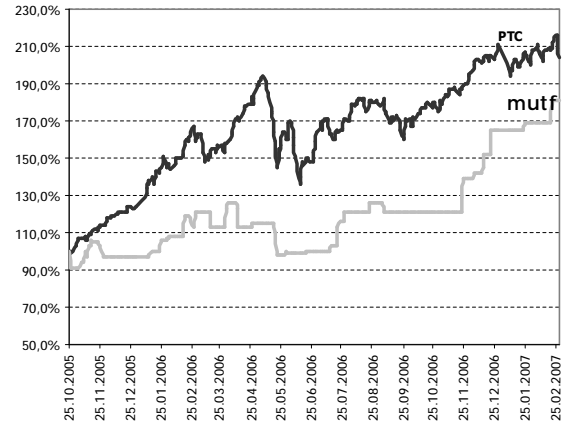
Мурманский траловый флот – одно из крупнейших в стране рыбопромысловых предприятий.

Чистая прибыль «Мурманский траловый флот» выросла в январе-сентябре 2006 г по сравнению с соответствующим периодом 2005 г на 91.9% до 243,352 млн. руб.

Прибыль до налогообложения «Мурманский траловый флот» в январе-сентябре выросла на 74,5% до 301.3 млн. руб. прибыль от продаж – в 2,1 раза, со 156,924 млн. руб. до 334,536 млн. руб, валовая прибыль - на 46,1 % до 499,665 млн руб.

Выручка от продажи продукции возросла на 17,5% до 3,04 млрд. руб, себестоимость проданной продукции - на 13,1% до 2,5 млрд. руб.

«Мурманский траловый флот» создано в 1992 году в результате преобразования ГУ «Мурманский траловый флот». Уставный капитал компании составляет 665,609 тыс руб и разделен на 2 662 436 обыкновенных именных акций номиналом 0,25 руб.



Тикер:	mutf
Цена midmarket, USD	28.0
Цена offer, USD	30.5
Y min	15.2
Y макс	28.0
Кол-во акций, тыс.шт.	2 662
Мсар, тыс. USD	81 204.30
Долг, тыс. USD	1 938.59
EV, тыс. USD	83 142.89
Справедливая стоимость, USD	75.33
Потенциал роста/падения	147.0%

тыс. \$	2 003	2 004	2 005	2006 F	2007 F
Выручка	79 512	93 028	125 417	164 520	190 470
ЕВIT	4 728	3 241	2 249	21 848	27 600
ЕВIT margin, %	5.95%	3.48%	1.79%	13.28%	14.49%
ЕВITDA	9 826	8 494	9 161	28 325	34 077
ЕВITDA margin, %	12.36%	9.13%	7.30%	17.22%	17.89%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-8 041</b>	<b>73 437</b>	<b>2 785</b>	<b>11 113</b>	<b>14 908</b>
Net margin, %	-10.11%	78.94%	2.22%	6.75%	7.83%
<b>Чистый долг</b>	<b>75 501</b>	<b>6 582</b>	<b>5 999</b>	<b>3 011</b>	<b>3 475</b>

Сводная таблица рекомендаций по акциям транспортного сектора:

	Тикер	ВIД	АSK	Мсар offer	EV/S05	EV/S06	EV/ЕВITDA 05	EV/ЕВITDA 06	PE05	PE06	Fair value	Upside from offer	Рекомен.
ДВМП, ао	FESH	0.501	0.525	862 886.33	1.827	1.588	14.393	6.515	77.514	8.332	0.5979	13.9%	Покупать
Мурманское морское пароходство	mush	192	208	196 238.43	1.260	1.147	4.276	6.384	6.838	18.929	163.79	-21.3%	Продавать
Мурманский траловый флот	mutf	25.8	30	79 873.08	0.660	0.503	9.039	2.924	28.677	7.187	75.33	151.1%	Покупать
Новошип, ао	nomr	1.93	1.95	732 888.98	3.348	2.676	5.962	4.454	3.593	4.366	3.62	85.5%	Покупать
Новошип, ап	nompp	1.11	1.165	145 951.20	3.348	2.676	5.962	4.454	3.593	4.366	2.21	89.5%	Покупать
СМП, ао	semp	21.21	40	28 735.60	0.546	0.489	3.121	10.594	4.588	141.161	5.69	-85.8%	Продавать
СМП, ап	semppp	18.51	25	5 986.60	0.546	0.489	3.121	10.594	4.588	141.161	4.97	-80.1%	Продавать
СахМП, ао	shls	1.17	3	56 076.66	0.792	0.765	4.853	13.390	7.998	127.536	0.9089	-69.7%	Продавать

## СЕКТОР РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ

Из представленных на рынке компаний сектора розничной торговли только в акциях Магнита и Группы X5 нашел отражение интерес инвесторов к растущего сектору розничных продаж. Остальные компании сектора не показали какой-либо внятной динамики: акции Калины (KLNA) снизились на 12.62%, акции Седьмого континента (SCON) -5.79%.

Оборот розничной торговли в РФ в 2006 году вырос на 13% по сравнению с 2005 годом - до 8,62 триллиона рублей (314 млрд. долл.), а доля рынков снизилась до 19.6% с 21.1% в 2005 году. Темпы роста розничного товарооборота в долларовом выражении были даже немного выше, чем в 2005 году – 26.9% против 26.6%.

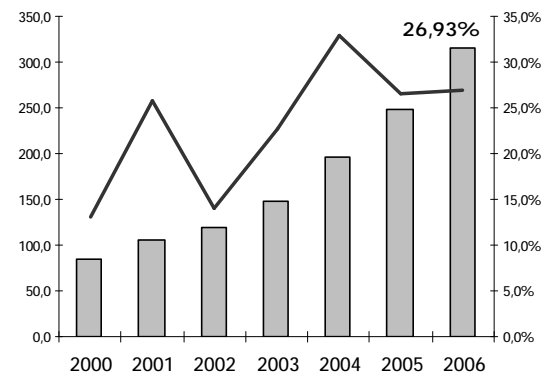
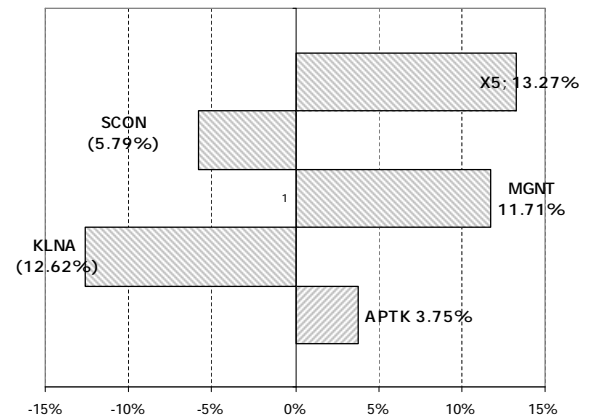
### Седьмой континент...

Мы полагаем, что фондовый рынок в отсутствие «идей» в нефтегазовом секторе должен отыграть рост потребительского сектора. Особенно это касается бумага «Седьмого континента», у которых практически не было никакого роста в 2006 году, и которые, несмотря на положительный новостной фон в январе- феврале 2007 года, с начала года снизились практически на 6%.

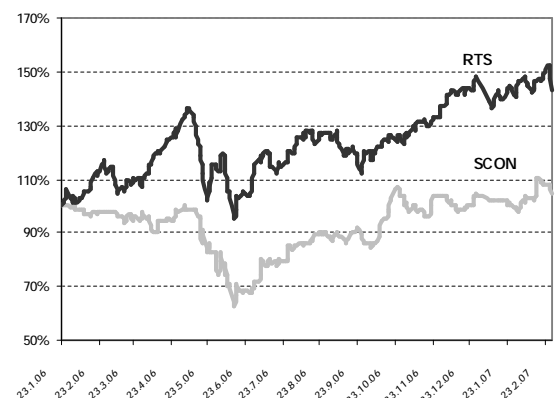
Отчасти это может быть связано с замедлением темпов роста открытия новых магазинов в 4 квартале 2006 года – было открыто всего 3 торговых точки. На конец 2006 года сеть магазинов Компании насчитывала 123 магазина, включая 118 супермаркетов и 5 гипермаркетов. Общая площадь по итогам 2006 года составила 138 тыс. кв. м. и в течение 2006 года увеличилась на 23,7%.

Тем не менее, мы полагаем, что события января – февраля 2007 года должны изменить отношение инвесторов к акциям компании.

Во-первых, SCON получил контроль (51%) над компанией «Ситимаркет» (Иваново). Сумма сделки составила 10 млн. долларов. «Ситимаркету» принадлежат три супермаркета «Мировой» (площадью от 600 до 1000 кв. м) в Иванове, Подольске и московском районе Жулебино и сеть «Светофор», насчитывающая 18 магазинов в формате «у дома» (площадь от 180 до 300 кв. м) в Москве, Московской области, Иванове и Ярославле. Купленные магазины не будут менять название на «Седьмой континент». Представители «Ситимаркета» заявили, что совместно с «Седьмым континентом» планируется расширить розничную сеть «Светофор» до 85 магазинов в Москве и Московской области, инвестировав в ее развитие 150 млн. долл. в течение трех лет, а к 2009 г. довести ее оборот до 300 млн. долл.



Тикер:	SCON
Цена midmarket, USD	25.4
Цена offer, USD	25.5
Ymin, \$	16
Ymax, \$	28.05
Кол-во акций, тыс.шт.	75000
Мсар, тыс. USD	1 912 500.0
Долг, тыс. USD	-151.9
EV, тыс. USD	1 912 328.4
Справедливая стоимость, обык. акции USD	32.3
Потенциал роста/падения	27%



Источник: данные ISI, данные Ист Кэпитал

Во-вторых, Седьмой Континент приобрел 29 магазинов в Москве, за счет сделки по приобретению 100% уставного капитала «Объединенная торговая недвижимость» общей стоимостью 3,950 млрд. рублей.

На базе новых приобретений Седьмой Континент планирует ввести в сеть новые магазины формата супермаркет – «Универсам» и «5 звезд» в среднесрочной перспективе.

Общая площадь приобретенных торговых площадей составляет около 68 тыс. кв.м. Фактически, в рамках сделки средняя стоимость 1 кв.м. недвижимости составляет 2,2 тыс. долл.

В - третьих, по сообщениям СМИ Седьмой континент рассматривает возможность продажи в 2008 г. 25% акций на Лондонской фондовой бирже (LSE).

По данным управленческой отчетности, чистая прибыль Седьмого Континента за 9 месяцев 2006 г. составила 45.9 млн. долл. США и увеличилась на 45% по сравнению с 2005 годом (31,6 млн. долл. США). Доходы Компании за данный период составили 669.6 млн. долл. США - на 36% выше, чем за 9 месяцев 2005 года. По нашим прогнозам за 2006 год выручка компании должна составить 975 млн. долларов, а чистая прибыль – 68.3 млн. долларов.

Исходя из наших прогнозов финансовых результатов компании, мы устанавливаем индикативную цену компании на уровне 32 долл. (потенциал роста 27%).

Сводная таблица динамики финансовых показателей крупнейших компаний потребительского сектора:

Тикер	Наименование	Bid, \$	Offer, \$	Mid. Market, \$	Мcap	Выручка 06	Выручка 07	ЕВIT 06	ЕВIT 07	ЕВITDA 06	ЕВITDA 07	Чистая прибыль 06	Чистая прибыль 07
APTK	Аптечная сеть 36,6	58	62	60	479	502.5	775.4	6.8	5.2	19.3	19.5	37.6	n/a
KLNA	Концерн КАЛИНА	45	46	46	444	390.9	573.1	27.8	28.1	37.5	42.4	23.9	27.2
MGNT	Магнит	39	40	40	2 569	2442.6	4144.3	73.1	208.5	96.7	244.9	41.8	n/a
SCON	Седьмой Континент	25	26	25	1 901	975.4	1349.0	97.2	159.4	124.3	211.8	68.4	108.1

Ниже представлены одни из наиболее инвестиционно-привлекательных компаний сектора:

Тикер	EV/ЕВIT 05	EV/ЕВIT 06	EV/ЕВITDA, 06	PE, 05	PE, 06	Ind. value, \$	Upside from offer, %
APTK	52.5	102.4	36.2	55.95	12.35	т.ф.	-
KLNA	16.9	19.4	14.4	18.90	18.61	47*	2.2%
MGNT	38.3	33.4	25.3	-	56.57	42*	5%
SCON	29.7	18.6	14.5	41.33	28.38	32*	27 %

\* Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода.

© Ист Кэпитал, 2006 г. Все права защищены.

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

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

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

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

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

Тел.: (495) 792-5957

Факс: (495) 792-5119

Email: [info@eastcapital.ru](mailto:info@eastcapital.ru)

#### **Департамент аналитических исследований**

##### **Фетисов Александр**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2292

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

##### **Лысенко Андрей**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2298

e-mail: [ALysenko@eastcapital.ru](mailto:ALysenko@eastcapital.ru)

##### **Садыкпаева Асель**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2294

[ASadykpaeva@eastcapital.ru](mailto:ASadykpaeva@eastcapital.ru)

##### **Гладкова Марина**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2249

e-mail: [MGladkova@eastcapital.ru](mailto:MGladkova@eastcapital.ru)

##### **Проценко Александр**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2268

e-mail: [Aprotsenko@eastcapital.ru](mailto:Aprotsenko@eastcapital.ru)

#### **Департамент брокерского обслуживания**

##### **Буренин Роман**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2291

e-mail: [RBurenin@eastcapital.ru](mailto:RBurenin@eastcapital.ru)

##### **Гаврилова Наталья**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2278

e-mail: [NGavrilova@eastcapital.ru](mailto:NGavrilova@eastcapital.ru)

#### **Департамент продаж**

Head of Equity Sales

##### **Пермяков Никита**

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

[NPermyakov@eastcapital.ru](mailto:NPermyakov@eastcapital.ru)

##### **Nick Asheshov**

тел.: +7(495) 792-5957 доб. 22-83

[NAsheshov@eastcapital.ru](mailto: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](mailto:mkabanov@eastcapital.ru)

#### **Департамент управления активами**

##### **Дерябин Павел**

тел.: (495) 792-5957 доб. 2281

e-mail: [PDeryabin@eastcapital.ru](mailto:PDeryabin@eastcapital.ru)