



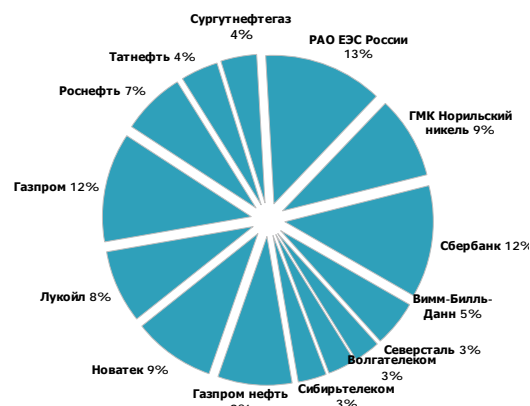
## Стратегия по рынку акций апрель 2008

### Основные тенденции рынка :

- Ø Отсрочка введения НДС на газ, новые параметры расчета НДС на нефть стали хорошим подарком для участников рынка и создали новые долгосрочные драйверы роста для капитализации компаний нефтегазового сектора.
- Ø В марте котировки главной энергетической компании показали негативную динамику. С начала месяца акции РАО ЕЭС подешевели на 14,33 % до уровня 1,0350 долл. В то же время мы не видим фундаментальных причин для такого снижения нет. Бумаги компании торгуются сейчас с колоссальным дисконтом по отношению к агрегированной стоимости активов, которые получают миноритарные акционеры РАО после ликвидации холдинга.
- Ø Мы полагаем, что ускорение темпов инфляции не отразится на компаниях потребительского сектора, так как операторы продуктовой розницы и производители продуктов питания смогут успешно переложить возрастающие затраты на плечи потребителей. Мы считаем, что ряд компаний потребительского сектора по-прежнему фундаментально недооценены рынком.

### Модельный портфель ликвидных акций

- ожидаемая доходность: 31,7%
- динамика с начала года: -9,5%
- динамика индекса РТС с начала года: -10,3%



### Капитализация по отраслям, янв. – март 2008 г.

Наименование сектора	Мсар, млн. \$	Изменение Мсар за месяц, %	Изменение Мсар с начала года, %
<b>Нефть и газ</b>	632 753	1,1%	-8,2%
газ	330 279	-0,9%	-7,8%
нефть-добыча	293 784	4,1%	-8,0%
нефть-переработка	4 534	-30,9%	-30,4%
нефть-продажа	1 068	2,0%	17,7%
нефть-транспорт	2 122	-4,5%	-31,4%
нефть-сервис	966	-0,2%	-0,7%
<b>Банковский сектор</b>	119 964	-5,2%	-23,5%
<b>Электроэнергетика</b>	134 010	-9,7%	-13,3%
энергетика-генерация	37 407	-5,1%	-9,5%
энергетика-сбыт	1 423	3,0%	88,9%
энергетика-сеть	6 771	-9,0%	-7,9%
Энергетика	88 409	-11,7%	-15,9%
<b>Металлургия и добывающая пром.</b>	188 282	-7,7%	7,2%
металлургия	79 296	-12,3%	5,5%
трубопрокатная индустрия	14 954	-7,4%	-18,7%
цветная металлургия	62 341	-0,9%	6,8%
горнорудная промышленность	12 811	-8,0%	30,5%
Уголь	18 880	-8,2%	35,5%
<b>Телеком</b>	73 289	1,4%	-16,9%
<b>Потребительский сектор</b>	24 629	-3,0%	0,3%
пиво	7 383	-2,9%	-10,1%
пищевая промышленность	9 612	-2,7%	9,2%
потребительские товары	7 634	-3,7%	1,3%
<b>Химия и нефтехимия</b>	53 791	3,4%	27,0%
химическая промышленность	11 706	7,9%	12,8%
производство удобрений	42 085	2,2%	31,7%
<b>Машиностроение и электроника</b>	31 994	0,8%	9,3%
<b>Транспорт</b>	14 906	-5,8%	0,9%
транспорт	10 585	-4,1%	7,2%
порт	4 322	-9,7%	-11,9%
<b>Недвижимость</b>	15 184	-10,3%	-13,6%
<b>Строительство</b>	15 204	4,1%	41,2%
<b>Прочее</b>	36 561	-5,1%	1,1%

---

**СОДЕРЖАНИЕ**

<i>Календарь выхода важнейших макроэкономических данных</i>	<b>Стр. 8</b>
<i>Сырьевые рынки</i>	<b>Стр. 9-10</b>
<i>Макроэкономика</i>	<b>Стр. 11</b>
<i>Нефтегазовый сектор</i>	<b>Стр. 12-19</b>
<i>Химия и нефтехимия</i>	<b>Стр. 20-21</b>
<i>Металлургия</i>	<b>Стр. 22-25</b>
<i>Потребительский сектор</i>	<b>Стр. 26-31</b>
<i>Электроэнергетика</i>	<b>Стр. 32-36</b>
<i>Телекоммуникации</i>	<b>Стр. 36-38</b>
<i>Транспорт</i>	<b>Стр. 39-40</b>

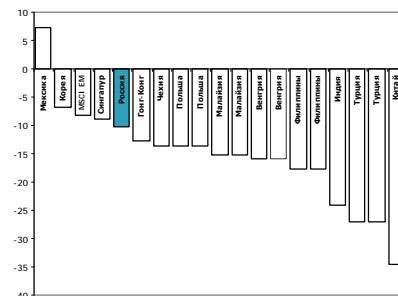
Март месяц выдался достаточно сложным для всего финансового мира. Вопрос наступила ли стадия рецессии в экономике США наверное уже не является актуальным. Особенно после недавнего выступления главы ФРС Б. Бернанке, который впервые обозначил, что «нельзя исключить возможность рецессии в экономике» и, что «экономика США переживает очень сложный период». Конечно, нельзя обвинять главу ФРС в излишней осторожности суждений хотя бы потому, что признание рецессии не входит в полномочия ФРС, а также потому, что ФРС все таки приложило огромные усилия по смягчению последствия кризиса на рынке ипотечных облигаций за последние три месяца. Тем не менее, похоже, что ФРС так не смогла опередить своими действиями развития кризисных явлений. Открыли бы «дисконтное окно помощи» чуть раньше - возможно Bear Stearns был спасен, снизили бы ставку на год раньше – возможно, последствия для финансовой системы не были бы такими тяжелыми. Тем не менее финансовые рынки не терпят сослагательного наклонения. Надо оперировать только фактами. А факты таковы, что за последнюю неделю объем экстренного кредитования инвестиционных домов США со стороны ФРС возрос на 16% - до 38.1 млрд. долларов, а средний ежедневный объем прямого кредитования через «дисконтное окно» возросло до 7,1 млрд. долларов. При этом мы наблюдаем постоянное ухудшение индексов деловой активности, снижение заказов предприятий (-1,3% за февраль), снижение заказов на товары длительного пользования (за февраль -1,7%), снижение индекса промышленного производства (за февраль -0,5%) и, наконец, рост уровня безработицы на 0,3% только за один март месяц – до уровня 5,1%. Если предположить, что рецессия началась не в первом квартале этого года, а в четвертом 2007 года, то по самым оптимистичным оценкам признаки восстановления экономики мы можем увидеть только в третьем квартале 2008 года.

Наверное, не стоит еще раз рассуждать на тему, что экономика России защищена в достаточной степени от мирового финансового кризиса. По крайней мере, объем внешних заимствований российской финансовой системы настолько мал, что не позволяют говорить о серьезных последствиях для нее. Мы хотели бы сделать акцент, прежде всего, на капитализации российского фондового рынка в настоящий момент и ее динамике в ближайшем будущем.

Мы не разделяем мнения, что российский рынок не привлекателен в его текущем состоянии, мы не разделяем также мнения, что российский рынок почему - то должен быть «тихой гаванью». Мы полагаем, что для текущего состояния мировой финансовой системы, российский рынок оценен вполне адекватно. Давайте посмотрим на динамику рынков с начала года – развитые страны Европы (Россия все еще часть Европы, а не континента со странным названием BRIC?) в среднем снизились на 12,06%, российский рынок – на 10,06%. Динамика лучше? Однозначно. Фондовые рынки развивающихся стран Европы в среднем снизились на 16,05%, российский рынок – на 10,06%. Динамика лучше? Намного лучше. И наконец, глобальные развивающиеся рынки снизились в среднем на 15,3%, российский рынок – на 10,06%.

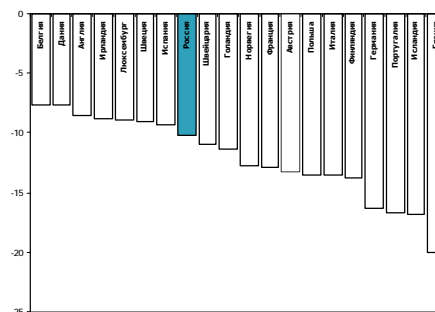
Разве российский рынок не давал исключительные инвестиционные возможности за последние три месяца? Еще как давал – в трех основных отраслях – сначала металлургической и добывающей, затем в телекоммуникационной и, наконец, в нефтегазовой. Так что на сегодня российский рынок можно охарактеризовать как «тихая гавань с повышенным волнением».

Динамика развивающихся рынков с начала года, %



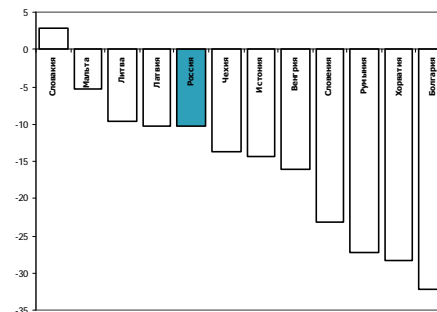
Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Динамика рынков развитых стран Европы с начала года, %



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Динамика рынков развивающихся стран Европы с начала года, %



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## ЧТО ПОКУПАТЬ В РОССИИ

Отсрочка введения НДС на газ, новые параметры расчета НДС на нефть стали хорошим подарком для участников рынка и создали новые долгосрочные драйверы роста для капитализации компаний нефтегазового сектора. По нашим оценкам бенефициарами данных изменений станут компании, развивающие у себя газовый бизнес, в первую очередь **Газпром** (GAZP, целевая цена 19,24 долл.), **НОВАТЭК** (NVTK, целевая цена 10,0 долл.) и **ЛУКОЙЛ** (LKON, целевая цена 115,8 долл.). Мы сохраняем рекомендации Покупать по бумагам этих компаний. Кроме этого, изменение параметров расчета НДС на нефть положительно скажется на финансовых результатах компаний, разрабатывающих месторождения с высокой себестоимостью добычи. К ним мы в первую очередь относим **Роснефть** (ROSN, целевая цена 12,2 долл.) и **Сургутнефтегаз** (SNGS, целевая цена 1,7 долл.). Мы также рекомендуем к Покупке бумаги этих компаний.

В сегменте генерации электроэнергетического сектора рынка мы ожидаем всплеска активности по бумагам **ОГК-1** (ОГКА). Компания планирует провести допэмиссию в середине апреля. Мы полагаем, что размещение пройдет с 10-15 % премией к рынку. Кроме того, ОГК-1 обладает не только спекулятивным потенциалом роста. Мы считаем, что текущий уровень цен определяет нижний порог стоимости компании. Наша целевая цена составляет **0,142 долл.**, рекомендация Покупать. Так же в сегменте генерации существенно недооценены по фундаментальным показателям бумаги **ОГК-2** (ОГКВ) и **ОГК-6** (ОГКФ). Мы рекомендуем к покупке акции обеих компаний с целевыми ценами **0,184 долл.** и **0,165 долл.** соответственно. Кроме этого, привлекательно выглядят акции **ОГК-5** (ОГКЕ). Значительное снижение котировок компании дает инвесторам хороший шанс приобрести бумагу по привлекательным ценам. Наша целевая цена на конец 2008 года - **0,171 долл.**, рекомендация Покупать.

Мы по-прежнему крайне позитивно смотрим на перспективы Федеральной Сетевой Компании (ФСК). Компания получит «львиную долю» денежных средств от продажи долей в тепловой генерации – около 12 млрд. долл. Кроме того, мы уверены, что ФСК может выступить основным бенефициаром в случае исполнения схемы с казанчейскими акциями РАО. В дополнении к указанной сумме на баланс компании в результате реализации данной схемы может поступить около 2 млрд. долл. Кроме того, сетевые компании сейчас торгуются с колоссальным дисконтом по отношению к зарубежным аналогам. Так, средняя оценка магистральных сетей в России по показателю «Р/Протяженность» составляет 47 тыс. долл./км., в то время как для иностранных компаний значение данного показателя находится в диапазоне 142 - 470 тыс. долл./км. В настоящее время текущий уровень цен по акциям некоторых МСК предоставляет инвесторам отличную возможность для входа в состав акционеров будущей «голубой фишки». Наиболее привлекательно выглядят: привилегированные акции **Челябинских МЭС** (CLMSP), **Свердловские магистральные сети** (SVMSP) и **Кузбассэнерго** (KBMS).

На наш взгляд в апреле активность игроков рынка увеличится в следующих акциях: **X5 Retail Group** (FIVE); 11 апреля компания планирует выпустить отчетность за 1 квартал 2008 года по МСФО, 21 апреля на внеочередном собрании акционеров решится вопрос о приобретении сети гипермаркетов Карусель, 22 апреля, по предварительным данным, компания намерена выпустить аудированную отчетность по МСФО за 2007 год). Наша целевая цена по акциям компании составляет **42,07 долл.** Рекомендация – Покупать. 9 апреля **Группа Черкизово** (СНЕ) планирует озвучить предварительные результаты деятельности компании за 2007 год. Мы рекомендуем держать акции компании с целевой ценой **16,25 долл.** 22 апреля **Группа Разгуляй** (GRAZ) на внеочередном собрании примет решение об увеличении уставного капитала на 5 млн. акций (11,2% от увеличенного уставного капитала). Наша справедливая цена по акциям компании составляет **9,01 долл.** с рекомендацией – Держать. Нашим фаворитом по-прежнему являются акции **Магнита** (MGNT). Мы рекомендуем их к Покупке с целевой ценой **62,06 долл.**

В марте телекоммуникационные активы фиксированной связи показали доходность выше индекса. В случае новых шагов правительства в сторону решения вопроса о приватизации Связьинвеста данному сектору рынка обеспечено ралли. В свою очередь, в сегменте мобильной связи основной спрос ожидается в бумагах МТС. Публикация отчетности компании за 2007 по US GAAP станет, по нашим оценкам, основным драйвером роста бумаг компании в следующем месяце.

**СВОДНАЯ ТАБЛИЦА ИНДИКАТИВНЫХ ЦЕН, АПРЕЛЬ 2008**

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Нефть и газ добыча</b>			
ОАО Газпром нефть	SIBN	8,1	42,0%
ОАО Новатэк	NVTK	10,0	27,4%
ОАО Башнефть	BANE	20,0	50,7%
ОАО Башнефть, ап	BANEP	13,7	45,0%
ОАО Лукойл	LKOH	115,8	37,0%
ОАО Газпром	GAZP	19,24	50,3%
ОАО ТНК-ВР	TNBP	3,1	85,9%
ОАО Роснефть	ROSN	12,2	34,8%
ОАО Татнефть	TATN	8,9	38,0%
ОАО Татнефть, ап	TATNP	4,9	48,0%
ОАО Сургутнефтегаз	SNGS	1,7	79,6%
ОАО Сургутнефтегаз	SNGSP	0,9	87,1%
ОАО Варьеганнефтегаз	VJGZ	50,2	47,6%
ОАО Варьеганнефтегаз, ап	VJGZP	46,4	60,0%
<b>Сектор: Нефть переработка</b>			
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,26	-12,8%
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,64	-11,7%
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	162,30	70,8%
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	81,15	74,5%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	1,41	15,5%
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,52	4,8%
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	2,21	19,5%
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	1,13	22,2%
<b>Сектор: Нефть дистрибуция</b>			
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	120,90	43,9%
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	57,57	51,5%
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	17,0	25,2%
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	12,4	27,5%
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	74,50	-16,8%
ОАО Оренбургнефтепродукт,ап	ORNEP	-	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	57,0	29,0%
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	35,77	13,8%
<b>Сектор: Газ дистрибуция</b>			
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	5,29	25,1%
ОАО Саратовгаз	SGAZ	165,00	61,0%
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	290,50	22,8%
ОАО Костромаоблгаз	KOOG	406,30	-8,2%
ОАО Брянскоблгаз	BROG	608,07	53,9%

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

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Металлургия</b>			
ОАО НЛМК	NLMK	4,31	0,3%
ОАО Северсталь	CHMF	-	Пересмотр
ОАО ММК	MAGN	1,63	16,5%
ОАО Мечел	MTLR	46,86	42,0%
ОАО Белореченский металлургический комбинат	BMKK	34,27	73,5%
<b>Сектор : Телекоммуникации и медиа</b>			
ОАО Центртелеком, ао	ESMO	1,12	55,1%
ОАО Центртелеком, ап	ESMOP	0,79	49,8%
ОАО Северо-западный телеком, ао	SPTL	2,12	65,0%
ОАО Северо-западный телеком, ап	SPTLP	1,48	32,1%
ОАО Волгателеком, ао	NNSI	7,24	50,1%
ОАО Волгателеком, ап	NNSIP	5,06	55,7%
ОАО Южный телеком, ао	KUBN	-	Пересмотр
ОАО Южный телеком, ап	KUBNP	-	Пересмотр
ОАО УРСИ, ао	URSI	-	Пересмотр
ОАО УРСИ, ап	URSIP	-	Пересмотр
ОАО Сибирьтелеком, ао	ENCO	0,16	69,3%
ОАО Сибирьтелеком, ап	ENCOP	0,11	67,2%
ОАО Дальсвязь, ао	ESPK	-	Пересмотр
ОАО Дальсвязь, ап	ESPKP	-	Пересмотр
ОАО МГТС, ао	MGTS	-	Пересмотр
ОАО МГТС, ап	MGTSp	-	Пересмотр
Комстар-ОТС, ао	CMST	-	Пересмотр
ОАО МТС	MTSS	21,16	51,1%
ОАО Вымпелком	VIP US	35,09	20,1%

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

Наименование	Тикер	Индикативная* / справед. цена, \$	Потенциал роста, %
<b>Сектор: Потребительский сектор</b>			
ОАО Магнит	MGNT	62,06	22,8%
ОАО Седьмой Континент	SCON	34,43	48,1%
Группа X5	FIVE	42,07	24,8%
Группа Дикси	DIXY	18,90	30,3%
Аптечная сеть 36,6	APTK	-	-
М.Видео	MVID	7,91	6,9%
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	52,24	52,1%
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	68,21	21,8%
ОАО Вимм-Билль-Данн	WBDF	-	-
ОАО Лебедянский	LEKZ	-	-
ОАО Балтика	PKBA	58,60	24,0%
ОАО Балтика	PKBAp	40,26	33,5%
ОАО Верофарм	VRPH	69,82	24,7%
ОАО Фармстандарт	PHST	77,62	10,9%
ОАО Синергия	SYNG	76,96	45,4%
Группа Разгуляй	GRAZ	9,01	3,0%
Группа Черкизово	CHE LI	16,25	5,2%
<b>Сектор: Электроэнергетика</b>			
ОГК-1	OGKA	0,14187	28,9%
ОГК-2	OGKB	0,18377	59,8%
ОГК-3	OGKC	0,13107	21,9%
ОГК-4	OGKD	0,14209	23,6%
ОГК-5	OGKE	0,17072	45,9%
ОГК-6	OGKF	0,16467	66,3%
ТГК-1	TGKA	0,0011	-18,5%
ТГК-2	TGKB	0,00107	5,9%
Мосэнерго	MSNG	0,23517	6,9%
ТГК-4	TGKD	0,00112	5,7%
ТГК-5	TGKE	0,00140	68,7%
ТГК-6	TGKF	0,00152	56,7%
ТГК-7	TGKG	0,15122	49,7%
ТГК-8	TGKH	0,00149	-3,9%
ТГК-9	TGKI	0,00038	31,0%
ТГК-10	TGKJ	3,20093	-28,4%
ТГК-14	TGKN	0,00037	23,3%
Башкирэнерго	BEGY	2,80913	37,7%
<b>Сектор: Авиаперевозки</b>			
Аэрофлот	AFTL	5,4	26,2%
Ютэйр	TMAT	1,1	41,4%
S7	AVSI	7179,4*	67,0%

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

**КАЛЕНДАРЬ ВЫХОДА ВАЖНЕЙШИХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ДАННЫХ 01 – 30 АПРЕЛЯ 2008 г.**

Дата	Время (Мск)	Объект статистики/ страна	Наименование события	Анализируемый период	Предполагаемое значение	Значение предыдущего периода
10/04/2008	16:30	США	Торговый баланс США	Февраль 2008	-58	-58,2
15/04/2008	16:30	США	Индекс цен производителей	Март 2008	-	6,4%
16/04/2008	16:30	США	Индекс цен потребителей	Март 2008	-	4,0%
13-15/04/2008		Китай	Торговый баланс	Март 2008	13,5	8,56
17/04/2008	13:00	Евросона	Торговый баланс	Февраль 2008	-	-10,7
29/05/2008	18:00	США	Индекс потребительского доверия	Апрель 2008	-	64,5
01/05/2008	16:30	США	Личные доходы	Март 2008	-	0,5%

Источник: данные Bloomberg

## СИТУАЦИЯ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ: БУДЕТ ЛИ КОРРЕКЦИЯ...

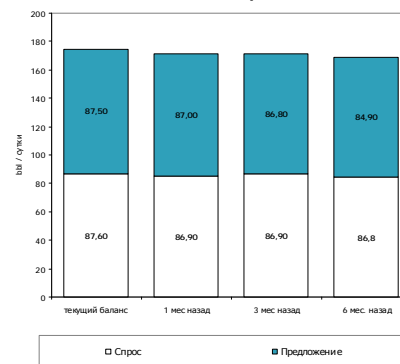
### Рынок нефти

Выходящие данные статистики по рынку США в начале месяца, предвещающие рецессию, а также значительная перекупленность нефти были готовы стать причиной начала сезонной коррекции на рынке углеводородов. Однако, этого не произошло в результате очередного форс-мажора со стороны Ирака. Так, в результате диверсии был поврежден нефтепровод, по которому ежедневно прокачивалось более 100 тыс. баррелей нефти, поставляемой на экспорт. Участники рынка восприняли эту новость крайне негативно, полагая, что данный теракт может стать началом новой волны напряженности на территории Ирака. В результате цены на нефть вновь выросли до отметки в 107 долл./баррель. В дальнейшем ликвидация последствий саботажа, а также данные по росту поставок нефти в США способствовали коррекции стоимости нефтяных фьючерсов к концу месяца до уровня в 100 долл. за баррель.

В начале апреля мы видим больше причин для продолжения коррекции нефтяных цен, нежели для их роста. Плановые ремонты на большинстве НПЗ в США в преддверии сезона отпусков и сохраняющаяся вследствие этого низкая загрузка перерабатывающих мощностей (около 82%) способствуют росту запасов сырой нефти, что, в свою очередь, оказывает давление на цену сырья.

Мы полагаем, что спекулятивная составляющая цен на нефть достаточно высока, чтобы в результате сезонной коррекции позволить котировкам снизиться ниже отметки в 100 долл. за баррель. При этом до начала отпускного сезона в США, когда резко возрастает спрос на топливо, ждать выраженной положительной динамики от нефти также не стоит.

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



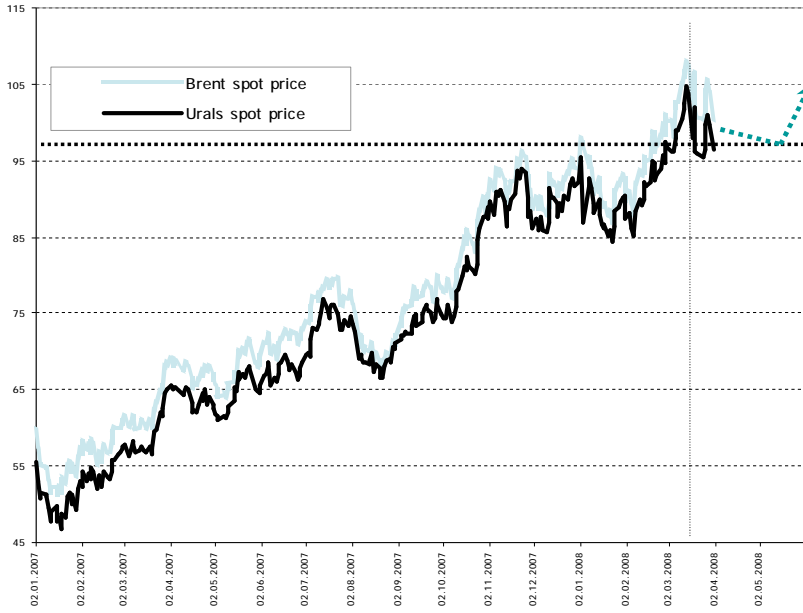
Источник: данные Bloomberg

Прогнозная динамика цен на нефть

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

Источник: данные Bloomberg

**Изменение цены (spot price)  
на нефть марок Brent и Urals  
с начала 01/2007 г. - 06/2008 (долл. / bbl)**



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



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## МАКРОЭКОНОМИКА: Инфляция – Правительство (1:0)

### Правительство повышает прогнозы по ВВП и инфляции

В марте директор сводного департамента макроэкономического прогнозирования МЭРТ РФ сообщил о повышении прогноза роста ВВП в России на 2008 год. Так, прогноз динамики ВВП был увеличен с 6,5% до 7,1%. Основной причиной такого повышения стал приток инвестиций, зафиксированный по итогам первых двух месяцев 2008 года. В дальнейшем МЭРТ ожидает сохранения динамики инвестиций, в том числе как за счет вложения государственных средств, так и за счет частных инвесторов. Основными секторами российской экономики, куда будут направлены средства инвесторов, были названы Транспорт и Строительство.

Помимо ВВП пересмотру подверглись и прогнозы по потребительской инфляции. Итоги двух месяцев года заставили правительство смириться с очевидным фактом, что предпринятые ранее меры по сдерживанию потребительских цен не принесли результата и что по итогам года CPI превысит запланированные 8,5%. За январь-февраль 2008 года совокупный темп инфляции составил 4,1%, что составляет почти половину запланированного ранее годового показателя. В результате в марте МЭРТ пересмотрел прогноз по инфляции, увеличив данное значение до 9,5%, при этом мы не исключаем повторного повышения прогноза уже в середине года. И если основным катализатором роста потребительских цен в начале года были продукты питания, то в дальнейшем можно ожидать роста потребительских цен в результате повышения стоимости энергоносителей, в первую очередь бензина и газа. Запланированное повышение цен на газ, а также дефицит светлых нефтепродуктов на внутреннем рынке в результате роста импорта, окажет негативное влияние на себестоимость потребительских товаров, складываясь в новый виток их подорожания.

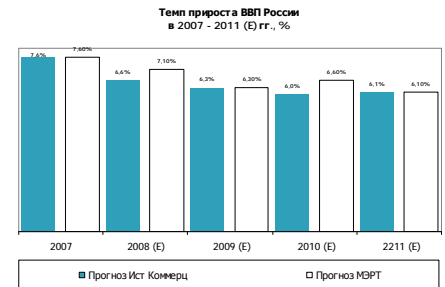
Дальнейшему росту цен в течение года будет способствовать подорожание основных товаров на мировых рынках - в первую очередь металлов, нефти и зерна. Причинами такой динамики будет продолжение процесса ослабления доллара, что станет причиной дальнейшего перераспределения инвестиционных ресурсов в сторону сырьевых рынков.

### Снижение НДС откладывается

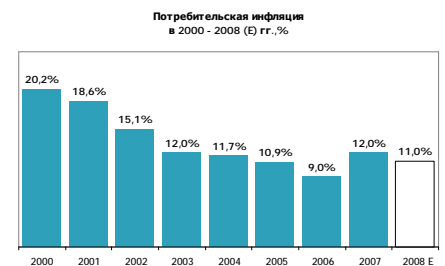
По заявлению А. Кудрина в ближайшее время (2009 год) изменений в размере ставки НДС не предполагается. Это объясняется тем, что в случае снижения ставки налога до 12% выпадающие доходы бюджета могут составить около 2% ВВП в год.

В том, что НДС останется на прежнем уровне практически никто не сомневался, учитывая сложность реализации данной меры без экономических последствий. По грубым расчетам для восстановления объема доходов бюджета, потерянных в результате снижения ставки налога, необходимо 8-12 лет.

В то же время, правительство не исключило, что в ближайшее время могут быть приняты ряд поправок к методике исчисления амортизации для стимулирования инвестиционной активности предприятий.



Источник: данные МЭРТ, прогноз Ист Коммерц



Источник: данные МЭРТ, прогноз Ист Коммерц

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
Газпром нефть	SIBN	5,58	5,83	5,71	27 262	8,1	42,0%	Покупать
Новатэк	NVTK	7,00	8,70	7,85	24 837	10,0	27,4%	Покупать
Башнефть	BANE	13,20	13,35	13,28	2 592	20,0	50,7%	Покупать
Башнефть, ап	BANEP	9,25	9,65	9,45	2 592	13,7	45,0%	Покупать
Лукойл	LKOH	83,80	84,30	84,20	71 617	115,8	37,5%	Покупать
Газпром	GAZP	12,70	12,80	12,80	303 021	19,24	50,3%	Покупать
ТНК-ВР	TNBP	1,64	1,70	1,67	25 989	3,1	85,9%	Покупать
Роснефть	ROSN	9,00	9,09	9,05	95 914	12,2	34,8%	Покупать
Татнефть	TATN	6,35	6,55	6,45	14 448	8,9	38,0%	Покупать
Татнефть, ап	TATNP	3,27	3,35	3,31	14 448	4,9	48,0%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGS	0,93	0,94	0,95	37 306	1,7	79,6%	Покупать
Сургутнефтегаз	SNGSP	0,46	0,50	0,48	37 306	0,9	87,1%	Покупать
Варьеганнефтегаз	VJGZ	32,00	36,00	34,00	755	50,2	47,6%	Держать
Варьеганнефтегаз, ап	VJGZP	28,00	30,00	29,00	755	46,4	60,0%	Держать

Источник: расчеты Ист Коммерц

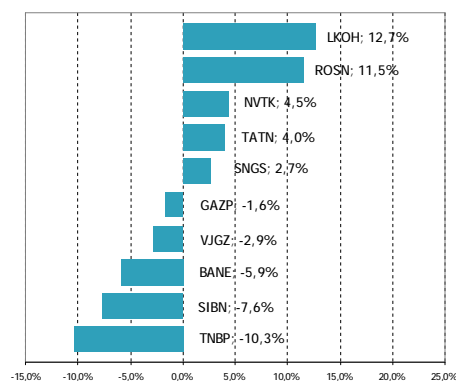
Для российских нефтегазовых компаний март стал еще одним месяцем роста, при этом положительная динамика, в первую очередь, была заметна в тех компаниях, которые демонстрировали скромные результаты по итогам февраля. В первую очередь, это относится к ЛУКОЙЛу и Сургутнефтегазу. Обладая достаточно сильными ресурсными базами и четкой стратегией развития, данные компании были только в марте «замечены» игроками рынка и стали наверстывать потерянные в начале года позиции.

Так, по итогам марта бумаги ЛУКОЙЛа (LKOH) выросли на 12,7%, что стало следствием выхода сразу двух корпоративных новостей. В начале месяца нефтяная компания опубликовала данные по запасам. По состоянию на 1 января 2008 года, согласно аудированным данным, доказанные запасы углеводородов НК составили 20,369 млрд. баррелей, практически не изменившись по сравнению с 2007 годом. В том числе, доказанные запасы нефти снизились на 1,3%, запасы газа возросли на 5%. Снижение запасов нефти по итогам 2007 года было обусловлено продажей 50% доли в компании «Каспизн Инвестментс Ресорсез Лтд.», при этом по итогам текущего года мы ожидаем продолжение роста доказанных запасов компании как в результате дальнейшего освоения месторождений Западной Сибири, так и за счет приобретения новых газовых активов за пределами России (Узбекистан).

Вторым позитивным моментом явилось заявление руководства компании о росте добычи газа в текущем году. В 2008 году нефтяная компания планирует добыть около 15 млрд. кубометров газа в России и еще 5 млрд. кубометров за счет реализации проектов за рубежом. Таким образом, суммарный прирост добычи газа в 2008 году составит по сравнению с 2007 годом составит 43,3%. Мы полагаем, что значительный прирост добычи в одном из наиболее рентабельных сегментов бизнеса нефтяной компании способен оказать долгосрочную поддержку рынку ее акций. В текущем месяце мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по бумагам ЛУКОЙЛа и целевую цену на уровне 115,8 долл. за акцию.

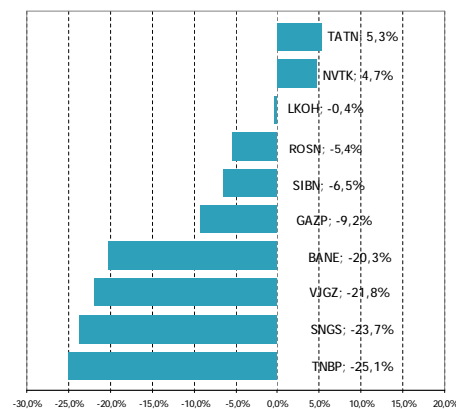
В свою очередь, для Сургутнефтегаза (SNGS), катализатором роста стали новости о долгожданном увеличении добычи компании за счет использования ресурсов Талаканского месторождения. Как сообщил президент компании В. Богданов, в случае принятия первой очереди

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

магистрального нефтепровода ВСТО от Талаканского месторождения до Тайшета в июле-августе 2008 года, нефтяная компания может увеличить суммарную добычу за счет недр Талакана на 1 млн. тонн нефти. После публикации данной новости обыкновенные акции Сургутнефтегаза за три дня подорожали в секции РТС более чем на 8%. В целом за прошедший месяц акции Сургутнефтегаза демонстрировали более скромные результаты нежели ЛУКОЙЛ и Роснефть, прибавив в цене всего 2,7%.

Еще одной компанией, которая по итогам предыдущего месяца, радовала динамикой котировок стала Татнефть (TATN), обыкновенные акции которой выросли на 4% на фоне положительной динамики добычи в январе-феврале 2008 года. Так, несмотря на достаточно большую степень исчерпанности месторождений компании, Татнефть сумела увеличить добычу нефти на 1,9% - до 4,275 млн. тонн. Согласно планам компании, утвержденным советом директоров, годовой объем добычи нефти в 2008-2010гг. составит 25,4 млн. тонн нефти.

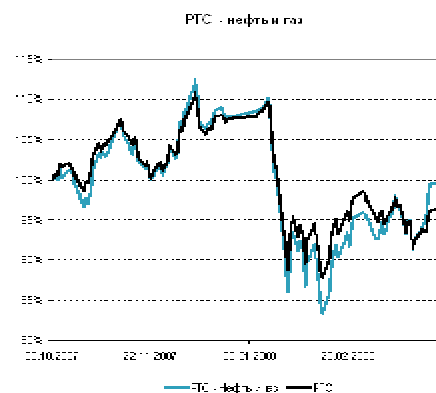
Мы полагаем, что сохранение положительной динамики добычи нефтяной компании на фоне достаточно высокого уровня нефтяных цен на мировом рынке вселяет оптимизм в инвесторов, ожидающих рост финансовых результатов Татнефти по итогам 1 кв. 2008 года. Мы сохраняем целевую цену на ближайшие 12 месяцев по обыкновенным акциям Татнефти на уровне 8,9 долл., по привилегированным – 4,9 долл. Рекомендация **Покупать** по бумагам компании остается в силе.

В газовом сегменте возможно продолжение роста котировок в акциях крупнейшего независимого производителя газа – НОВАТЭКа (NVTK). Несмотря на то, что бумаги газовой компании подорожали на 4,5% за прошедший месяц, мы полагаем, что они все еще сохраняют значительный инвестиционный потенциал. Драйвером для роста НОВАТЭКа в краткосрочной перспективе могут стать новости о прогнозируемом приросте добычи газа по итогам 2008 года (+11,6%), а также ожидание высоких дивидендов за 2007 год. Общее собрание акционеров газовой компании назначено на 23 мая, дата закрытия реестра акционеров, допущенных к голосованию – 10 апреля. Мы сохраняем рекомендацию **Покупать** по акциям НОВАТЭКа и целевую цену на ближайшие 12 месяцев на уровне 10 долл. за акцию

#### *НДПИ – новый драйвер роста бумаг нефтегазового сектора*

Основными драйверами роста нефтегазового сектора в конце прошлого месяца стали две новости: о изменении налогового режима по НДПИ и об отсрочке введения НДПИ на газ.

Необлагаемый минимум по НДПИ на нефть был увеличен до 15 долл., с 9 долл. существовавших ранее. Таким образом, была реализована совместная инициатива Минпромэнерго и Минфина, которая была продиктована увеличением себестоимости добычи нефти. В результате данных изменений выплаты НДПИ могут снизиться в среднем на 2-3% по году, что позволит нефтяным компаниям использовать полученные от экономии средства на расширение нефтедобычи и реализацию инвестиционных программ. В первую очередь позитивный эффект от этого нововведения коснется компаний, разрабатывающих месторождения с высокой себестоимостью добычи - Сургутнефтегаз, Роснефть и ЛУКОЙЛ.



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Вторая новость о том, что рассмотрение НДС на газ переносится до 2010-11 гг. может отразиться на акциях тех компаний, доля газовой составляющей в бизнесе которых достаточно велика. К ним, в первую очередь, можно отнести Газпром, НОВАТЭК, Роснефть и ЛУКОЙЛ. Мы полагаем, что отсрочка введения НДС на газ придаст инвесторам уверенность в перспективах газодобычи, что благоприятно отразится на динамике котировок названных компаний.

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
Газпром нефть	SIBN	5,71	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Новатэк	NVTK	7,85	10,11	7,29	5,21	25,72	19,44	13,84	22,11	16,91	12,24	34,57	25,65	18,32
Башнефть	BANE	13,28	0,69	0,56	0,48	4,06	2,46	1,96	3,19	2,14	1,72	6,09	3,47	2,75
Лукойл	LKOH	84,20	1,12	0,94	0,80	10,30	8,22	6,84	8,04	6,48	5,42	13,81	11,07	9,20
Газпром	GAZP	12,80	3,37	3,07	2,79	9,15	8,62	7,91	7,82	7,25	6,63	9,63	9,45	8,59
ТНК-ВР	TNBP	1,67	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Роснефть	ROSN	9,05	2,54	2,29	1,55	6,11	6,83	3,88	9,06	8,40	3,49	14,43	10,62	7,74
Татнефть	TATN	6,45	2,02	1,66	1,43	6,66	5,92	5,01	5,95	5,32	4,54	10,30	9,04	7,63
Сургутнефтегаз	SNGS	0,95	1,60	1,30	1,08	7,82	5,84	4,46	5,26	4,19	3,35	11,31	8,14	6,33
Варьеганнефтегаз	VJGZ	34,00	0,84	0,65	0,54	11,84	6,85	4,85	7,21	4,92	3,67	19,31	10,26	7,11

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## Сегмент нефтепереработки

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена предложения, \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедл. цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,39	1,50	1,45	1 168	1,26	-12,8%	Продавать
ОАО Новойл, ап	NUNZP	0,71	0,74	0,73	1 168	0,64	-11,7%	Продавать
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	85,00	105,00	95,00	684	162,30	70,8%	Покупать
ОАО Московский НПЗ, ап	MNPZP	46,00	47,00	46,50	684	81,15	74,5%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	0,95	1,50	1,23	1 085	1,41	15,5%	Покупать
ОАО Славнефть-ЯНОС, ап	JNOSP	0,44	0,55	0,50	1 085	0,52	4,8%	Держать
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,70	2,00	1,85	1 026	2,21	19,5%	Покупать
ОАО Уфимский НПЗ, ап	UNPZP	0,90	0,95	0,93	1 026	1,13	22,2%	Покупать
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	175,00	600,00	387,50	56	404,65	4,4%	-
ОАО Хабаровский НПЗ, ап	HNPZP	100,00	290,00	195,00	56	252,90	29,7%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	410,00	530,00	470,00	398	527,63	12,3%	-
ОАО Саратовский НПЗ, ап	KRKNP	350,00	440,00	395,00	398	484,85	22,7%	-

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

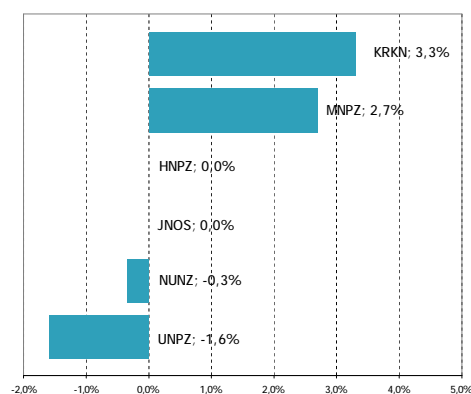
Источник: расчеты Ист Коммерц

В первый месяц весны оптовые цены на нефтепродукты после кратковременного застоя вновь продемонстрировали рост. По данным исследовательского центра «Кортес», с 29 февраля по 28 марта в среднем по России оптовые цены на бензин А-80 поднялись на 8%, на А-92 – на 9,7%, на А-95 – на 5,6%. Дизельное топливо подорожало на 10,4%. Сейчас существует две объективных причины роста оптовых цен на нефтепродукты: во-первых, это рост цен на нефть на мировом рынке и связанный с этим дефицит сырья внутри России. Во-вторых, ремонты на ряде нефтеперерабатывающих предприятий - Московском, Ярославском, Куйбышевском, Новокуйбышевском, Пермском, и Рязанском НПЗ. В текущем месяце мы не рассчитываем на стагнацию оптовых цен на топливо. Так, рост стоимости процессинга на перерабатывающих предприятиях Башкирии (Уфимском и Новоуфимском НПЗ) может стать новым катализатором роста цен на топливо.

В лидерах роста сектора по итогам месяца стали акции Саратовского НПЗ (KRKN), средняя цена по которым за месяц увеличилась в среднем на 3,3%, а также бумаги Московского НПЗ (MNPZ), которые после февральского падения прибавили в цене в среднем 2,7%. В текущем месяце рост в акциях предприятий сегмента будет носить «точечный характер» и будет связан с выходом отчетности по итогам 2007 года и 1-го квартала 2008 г.

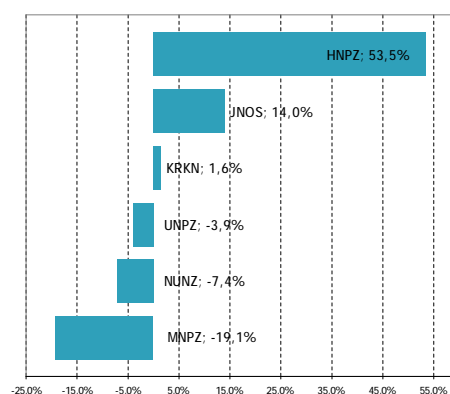
Кроме этого, на фоне повышения цен на услуги уфимских НПЗ стоит ждать роста финансовых результатов Башкирских предприятий уже в первом полугодии 2008 года. Сейчас, после коррекции в акциях башкирских предприятий, наиболее привлекательно выглядят бумаги Уфимского НПЗ, потерявшие за прошлый месяц около -1,6% от своей стоимости. Наша целевая цена по обыкновенным и привилегированным акциям Уфимского НПЗ составляет 2,21 долл. и 1,13 долл. соответственно, что подразумевает премию к текущим котировкам бумаг в секции РТС 19,5% по обыкновенным и 22,2% по привилегированным акциям.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Капитал

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Новойл, ао	NUNZ	1,45	2,96	2,57	2,24	11,16	9,66	8,44	9,98	8,76	7,74	19,30	16,71	14,59
ОАО Московский НПЗ, ао	MNPZ	0,73	1,87	1,62	1,42	5,43	4,70	4,11	4,66	4,13	3,67	7,58	6,56	5,73
ОАО Славнефть-ЯНОС, ао	JNOS	1,23	4,25	3,47	2,99	29,76	16,36	12,41	10,40	8,23	7,19	28,23	14,81	11,13
ОАО Уфимский НПЗ, ао	UNPZ	1,85	2,70	2,34	2,04	6,79	5,87	5,13	6,22	5,33	4,59	10,45	9,05	7,90
ОАО Хабаровский НПЗ, ао	HNPZ	387,50	2,70	2,35	2,06	18,36	15,97	14,02	10,18	9,34	8,59	249,67	216,11	188,76
ОАО Саратовский НПЗ, ао	KRKN	470,00	3,48	3,02	2,64	9,36	8,10	7,08	7,51	6,68	5,97	12,47	10,79	9,43

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## Сектор сбыта нефтепродуктов

Наименование компаний	Тикер	Цена Спроса, \$	Цена Предлож., \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	80,00	88,00	84,00	29	120,90	43,9%	Покупать
ОАО Красноярскнефтепродукт,ап	KRNFP	32,00	44,00	38,00	29	57,57	51,5%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	13,40	14,00	13,70	192	17,2	25,2%	Покупать
ОАО Башкирнефтепродукт,ап	BANPP	8,30	9,00	8,65	192	11,0	27,5%	Покупать
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	26,25	44,00	35,13	15	45,01	28,1%	-
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ап	MYNTP	10,05	14,00	12,03	15	14,32	19,1%	-
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	20,00	159,00	89,50	105	74,50	-16,8%	Продавать
ОАО Оренбургнефтепродукт,ап	ORNEP	0,00	125,00	62,50	105	-	-	-
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	26,50	60,00	43,25	104	55,78	29,0%	Держать
ОАО Саратовнефтепродукт,ап	SARNP	22,20	35,00	28,60	104	32,54	13,8%	Держать
ОАО Свердловскнефтепродукт,ао	SVNF	550,00	0,00	275,00	27	527,03	-	-
ОАО Свердловскнефтепродукт,ап	SVNFP	111,00	0,00	55,50	27	266,18	-	-
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,30	0,40	0,35	188	0,48	36,9%	-
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ап	SLNE	0,30	0,40	0,35	188	0,24	-32,4%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	33,00	50,00	41,50	103	40,13	-3,3%	-
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ап	TMNPP	16,00	30,00	23,00	103	22,42	-2,5%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	8,00	25,00	16,50	43	11,16	-32,3%	-
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ап	HANFP	2,01	15,00	8,51	43	6,51	-23,4%	-
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	8,51	18,00	13,26	46	18,09	36,4%	-
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ап	KUNPP	8,50	0,00	4,25	46	-	-	-

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

Источник: расчеты Ист Коммерц

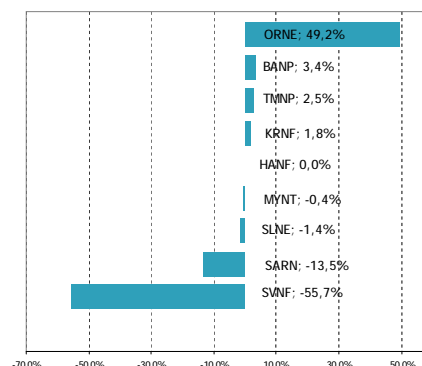
Сбытовые компании, не сдерживаемые никакими ограничениями в марте стали повышать цены на топливо вслед за ростом оптовых цен и на фоне прогнозируемого роста потребления бензина, связанного с началом «автомобильного сезона». Однако, учитывая то, что рост розничных цен на топливо является одним из факторов, влияющих на потребительскую инфляцию, мы уверены, что данный сектор продолжить испытывать давление административных структур в рамках мер по сдерживанию роста инфляции.

В прошедшем месяце в лидерах роста стали бумаги Оренбургнефтепродукта, средняя цена по которым одновременно (29/02/08) увеличилась на 49,2%, в результате роста цены offer со 100 до 159 долл. за акцию. Учитывая достаточно небольшую ликвидность данных бумаг на рынке, этот рост вряд ли был обусловлен фундаментальными факторами. В свою очередь, более скромные результаты демонстрировали Башкирнефтепродукт (BANP) и Тюменьнефтепродукт (TMNP), средняя цена (mid market) по акциям которых увеличилась на 3,4% и 2,5% соответственно. В апреле мы не исключаем незначительную коррекцию в бумагах Башкирской сбытовой компании после заявлений руководства предприятия о том, что дивиденды за 2-ое полугодие 2008 года не будут выплачиваться.

В то же время, на рынке остаются достаточно интересными бумаги Красноярскнефтепродукта (KRNF), учитывая то, что за прошедший месяц цена на акции компании в секции РТС возросла всего на 1,8%, при том, что компания сохраняет высокие шансы для слияния с НК Роснефть.

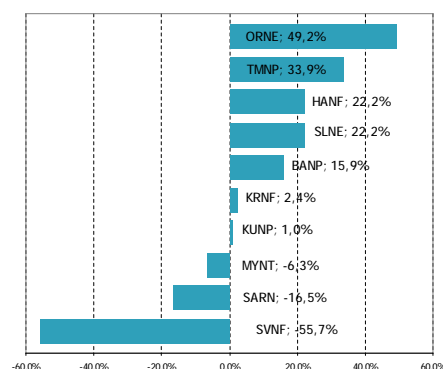
В апреле динамику акций сбытовых компаний во многом будут определять их финансовые результаты по итогам 2007 и 1-го квартала 2008 года, на которые могли негативно повлиять рост оптовых цен на нефтепродукты с одной стороны и искусственное сдерживание розничных цен на топливо с другой.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ОАО Красноярскнефтепродукт,ао	KRNF	84,00	0,33	0,28	0,25	6,65	5,56	4,77	6,23	5,24	4,51	10,33	8,56	7,26
ОАО Башкирнефтепродукт,ао	BANP	13,70	0,34	0,29	0,25	2,91	2,47	2,17	2,71	2,30	2,02	6,33	5,24	4,62
ОАО НК Роснефть-Мурманскнефтепродукт,ао	MYNT	35,13	0,17	0,15	0,14	9,56	8,66	7,82	6,88	6,08	5,44	21,29	19,92	17,69
ОАО Оренбургнефтепродукт,ао	ORNE	89,50	0,05	0,04	0,04	1,60	1,35	1,21	1,39	1,15	1,02	1,70	1,40	1,24
ОАО Саратовнефтепродукт,ао	SARN	43,25	0,21	0,19	0,17	2,62	2,85	3,33	2,32	2,39	2,61	4,64	5,03	5,83
ОАО Свердловскнефтепродукт,ао	SVNF	275,00	0,71	0,63	0,56	14,51	13,42	12,07	12,87	11,84	10,67	26,24	23,58	20,54
ОАО Славнефть-Ярославнефтепродукт,ао	SLNE	0,35	0,09	0,09	0,08	1,61	1,70	1,72	1,51	1,57	1,59	5,14	5,38	5,50
ОАО Сибнефть-Тюменьнефтепродукт,ао	TMNP	41,50	0,44	0,38	0,33	3,12	2,69	2,34	2,87	2,50	2,19	4,19	3,63	3,17
ОАО Хабаровскнефтепродукт,ао	HANF	16,50	0,11	0,11	0,10	4,65	4,46	4,27	3,77	3,65	3,52	7,42	7,13	6,84
ОАО Роснефть-Кубаньнефтепродукт,ао	KUNP	13,26	0,07	0,06	0,05	1,89	1,63	1,42	1,80	1,56	1,37	2,16	1,87	1,63

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

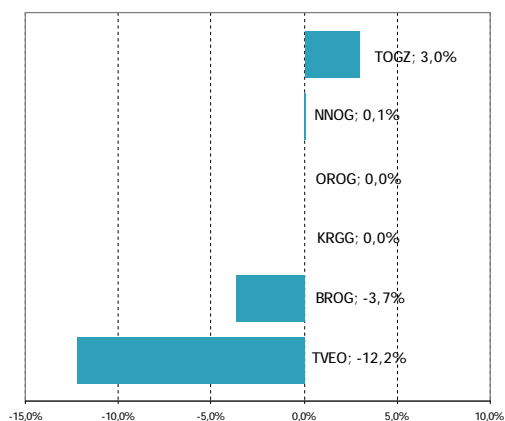
## Сектор газораспределения

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Индикативная цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	140,00	250,00	195,00	3	174,51	-10,5%	-
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	500,00	570,00	535,00	78	755,55	41,2%	-
ОАО Ростовоблгаз,ап	RTBGP	410,00	430,00	420,00	78	370,22	-11,9%	-
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	1200,00	2300,00	1750,00	100	938,38	-46,4%	-
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	4,16	4,30	4,23	116	5,29	25,1%	Покупать
ОАО Саратовгаз	SGAZ	75,00	130,00	102,50	3	165,00	61,0%	Покупать
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	233,00	240,00	236,50	43	290,50	22,8%	Покупать
ОАО Костромаоблгаз	KOOG	335,00	550,00	442,50	22	406,30	-8,2%	Продавать
ОАО Брянскоблгаз	BROG	390,00	400,00	395,00	43	608,07	53,9%	Покупать
ОАО Комигаз,ао	KGAZ	31,00	40,00	35,50	11	49,19	38,6%	-
ОАО Комигаз,ап	KGAZP	15,00	24,00	19,50	11	29,77	52,7%	-
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	29,00	40,00	34,50	25	35,75	3,6%	-
ОАО Краснодаргоргаз	KRGG	120,00	700,00	410,00	35	155,19	-62,1%	-

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

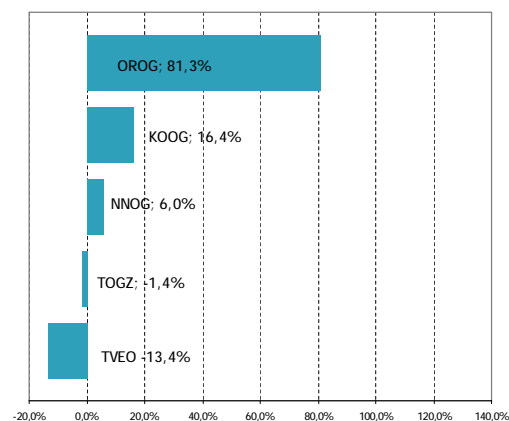
Источник: расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
ОАО Иркутскоблгаз	IROG	195,00	0,38	0,33	0,29	5,12	4,45	3,90	4,42	3,88	3,43	19,22	16,63	14,53
ОАО Ростовоблгаз,ао	RTBG	535,00	1,08	0,93	0,81	4,18	3,60	3,13	3,68	3,19	2,79	5,16	4,47	3,90
ОАО Оренбургоблгаз	OROG	1750,00	2,14	1,85	1,62	13,13	11,36	9,92	8,12	6,31	4,85	42,98	37,20	32,49
ОАО Нижегородоблгаз	NNOG	4,23	1,47	1,26	1,09	3,58	3,07	2,66	3,40	2,94	2,56	5,16	4,46	3,90
ОАО Саратовгаз	SGAZ	102,50	0,33	0,27	0,23	0,86	0,72	0,61	0,78	0,66	0,56	2,38	2,06	1,80
ОАО Тверьоблгаз	TVEO	236,50	1,80	1,63	1,47	4,65	4,20	3,79	3,44	3,09	2,78	6,19	5,62	5,10
ОАО Костромаоблгаз	KOOG	442,50	1,10	0,94	0,81	5,47	4,70	4,07	4,37	3,87	3,43	7,05	6,10	5,33
ОАО Брянскоблгаз	BROG	395,00	1,11	0,99	0,92	5,90	5,06	4,63	5,24	4,50	4,11	9,57	8,09	7,42
ОАО Комигаз,ао	KGAZ	35,50	1,12	0,98	0,86	4,07	3,53	3,09	3,39	2,96	2,61	5,87	5,08	4,44
ОАО Тамбовоблгаз	TOGZ	34,50	1,43	1,24	1,08	4,18	3,62	3,16	3,73	3,27	2,88	10,03	8,68	7,58
ОАО Краснодаргоргаз	KRGG	410,00	2,52	2,18	1,91	27,23	23,59	20,62	23,15	20,36	18,02	26,73	23,14	20,21

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

**ПРОИЗВОДСТВО МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ**

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл. \$	Последняя цена / средняя цена, \$	Мсрр (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Уралкалий	URKA	8,50	8,50	8,50	18 057	4,50	-	Пересмотр
ОАО Азот, ао	AZOP	905,00	945,00	925,00	367	971,2	5,0%	Держать
ОАО Череповецкий азот, ао	CHEA	45,00	70,00	57,50	390	85,6	48,8%	Покупать
ОАО Череповецкий азот, ап	CHEAP	27,00	30,00	28,50	390	42,8	50,1%	Покупать
ОАО Невинномыский азот, ао	NEAZ	1,85	2,25	2,05	636	2,26	10,2%	Покупать
ОАО Аммофос	AMMO	183,00	196,00	189,50	1 714	199,7	5,4%	Держать
ОАО Сильвинит, ао	SILV	1000,00	1075,00	1037,50	9 730	-	-	Пересмотр
ОАО Сильвинит, ап	SILVP	585,00	580,00	582,50	9 730	-	-	Пересмотр
ОАО Азот (Кемерово)	AZKM	35,10	40,00	37,55	272	39,4	4,9%	Держать

\* - Индикативная стоимость, полученная в рамках сравнительного подхода

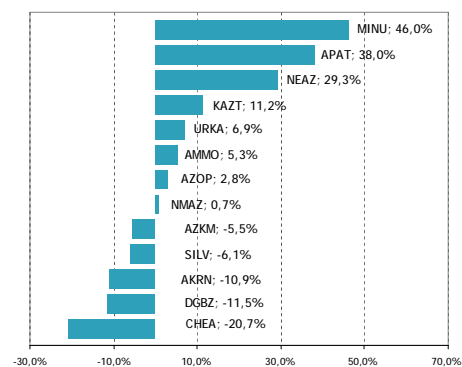
Источник: расчеты Ист Коммерц

Март стал еще одним месяцем роста для производителей минеральных удобрений. Несмотря на ужесточение государственного регулирования в секторе, акции большинства рассматриваемых нами компаний закончили месяц ростом котировок. Лидерами стали производители азотных и сложных удобрений - бумаги Апатита (APAT), Невинномысского азота (NEAZ) и ОАО «Минеральные удобрения» (MENU), средние цены по которым выросли в марте на 38,0%, 29,3% и 46,0% соответственно. И если рост в акциях NEAZ был обусловлен улучшением финансовых результатов компании по итогам 2007 года, то драйвером роста для бумаг MENU выступила возможная продажа предприятия, крупнейшим акционером которого является ОХК Уралхим, ОАО «Сибур-Минудобрения». Мы полагаем, что предстоящее приобретение продолжит оказывать поддержку акциям компании и в апреле.

В свою очередь, производители калийных удобрений закончили месяц менее удачно: Уралкалий (URKA) вырос всего на 6,9%, а Сильвинит (SILV) даже подешевел на -6,1% на фоне неудавшегося приобретения Половодовского участка Верхнекамского месторождения. Инвесторы стали распродавать бумаги Сильвинита после того как поняли, что Уралкалий может «контролировать» операционную деятельность компании в своих интересах. Несмотря на корпоративный скандал между Уралкалием и Сильвинитом, мы достаточно позитивно смотрим на перспективы производителей калийных удобрений в России. Дальнейший рост экспортных цен на хлористый калий, относительно низкие экспортные пошлины и «независящая от газа» себестоимость этих компаний оправдывает ту премию, с которой сейчас торгуются Уралкалий и Сильвинит. В марте мы ставим на **Пересмотр** рекомендации и целевые цены по названным предприятиям в сторону повышения.

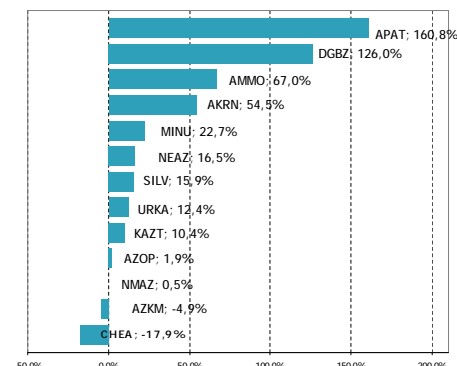
В секторе азотных удобрений все еще достаточно привлекательно выглядят бумаги Невинномысского Азота, несмотря на значительный рост котировок. Наша целевая цена по акциям предприятия на ближайшие 12 месяцев 2,26 долл., рекомендация **Покупать**. Кроме этого, из предприятий, входящих в состав холдинга Фосагро, наибольший потенциал роста сохраняют акции Череповецкого Азота (CHEA, CHEAP). Средняя цена (mid market) по акциям предприятия за март снизилась на 17%, вопреки достаточно неплохим финансовым результатам компании по итогам 2007 года. Сложившаяся ситуация в бумагах Череповецкого Азота дает инвесторам хороший шанс покупки привлекательного актива по сниженным ценам. Наша целевая цена по акциям предприятия приравнивается к 85,6 долл. по обыкновенным и 42,8 по привилегированным акциям. Рекомендация **Покупать** сохраняется.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 г., %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

*Экспортные пошлины и квоты снижают интерес инвесторов к IPO*

Привлекательность сектора минеральных удобрений, который демонстрирует устойчивый рост с начала года из-за стремительного роста цен на азотные, калийные и смешанные удобрения, находится под угрозой. «Призрак» экспортных пошлин на минеральные удобрения, о которых мы говорили еще в нашей Стратегии за Февраль, в марте стал реальностью, достаточно сильно ударив по инвестиционной привлекательности бумаг сектора. В соответствии с решением правительства, экспортная пошлина на азотные и сложные удобрения (в т.ч. фосфатные) была установлена на уровне 8,5%, в то время, как для производителей калийных удобрений, себестоимость производства которых не связано с природным газом и поэтому менее подвержена росту стоимости на него на внутреннем рынке, составила всего 5%.

Таким образом, производители азотных и сложных удобрений, к которым относятся и предприятия холдинга, находятся в более невыгодном положении относительно производителей хлористого калия. Мы предполагаем, что снижение рентабельности EBITDA у производителей калийных удобрений составит не более 1-2%, при том, что компании – производители азотной продукции пострадают больше: по ним можно ожидать снижение рентабельности по чистой прибыли на 3-5 п.п.

В дальнейшем, в случае продолжения роста цен на калийные удобрения, правительство оставляет за собой право ввести квоты на экспорт для крупнейших игроков отрасли, что, в свою очередь, может нанести еще один удар по инвестиционной привлекательной сектора. В период, когда крупнейшие российские холдинги – ОХК Уралхим и Акрон готовятся к IPO ограничительные меры правительства могут «отпугнуть» инвесторов от предстоящего размещения.

Наименование компаний	Тикер	PX Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Уралкалий	URKA	8,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОАО Азот, ао	AZOP	925,00	1,39	1,21	1,07	5,06	4,77	4,93	4,47	4,18	4,25	7,25	7,25	7,25
ОАО Череповецкий азот, ао	CHEA	57,50	2,28	2,04	1,82	9,06	8,31	7,37	8,76	7,62	6,61	12,51	12,39	10,80
ОАО Невинномыский азот, ао	NEAZ	2,05	1,81	1,68	1,56	4,27	4,31	4,40	4,09	4,11	4,18	4,00	4,34	4,16
ОАО Аммофос	AMMO	189,50	1,36	1,15	0,99	12,16	9,70	7,75	10,46	8,57	6,97	15,98	15,44	12,16
ОАО Сильвинит, ао	SILV	1037,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОАО Азот (Кемерово)	AZKM	37,55	1,63	1,55	1,49	23,30	18,06	18,06	16,02	13,29	11,68	37,34	24,41	19,09

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

**ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ**

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предложения, \$	Последняя цена, \$	Мсар, млн. \$	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
НЛМК	NLMK	4,20	4,39	4,30	25 770,88	4,31	0,3%	Держать
Северсталь	CHMF	22,15	22,65	22,30	22 471,74	-	-	Пересмотр
ММК	MAGN	1,21	1,31	1,25	13 967,91	1,63	16,5%	Покупать
Мечел	MTLR	32,65	34,70	33,00	13 736,93	46,86	42,0%	Покупать
БМКК	BMKK	19,75	24,00	19,75	147,47	34,27	73,5%	Покупать
ЧМЗ	CHMZ	111,00	117,00	114,00	-	79,84	-	-

**Коррекция дает неплохие возможности для входа**

По итогам месяца индекс «РТС – металлы» снизился почти на 10% - гораздо сильнее остального рынка, который, если судить по динамике индекса РТС, в основном консолидировался на уровнях 2040-2060 пунктов.

В целом можно сказать, что после сильнейшего всплеска активности в секторе в первые два месяца текущего года, значительная коррекция была вполне предсказуема. Однако, совершенно нельзя сказать, что коррекция сектора вызвана фундаментальными причинами, поскольку и внутренняя и внешняя конъюнктура рынка металлов остается весьма привлекательной для российских компаний.

В первом квартале мы наблюдали довольно высокую активность компаний в сфере M&A – это, прежде всего, сделка Мечела по поглощению Oriel Resources, увеличение пакета ММК в Белоне, а также покупка Северсталью Sparrows Point. Понятно, что финансовый кризис прибавляет аргументы компаниям – покупателям и, мы полагаем, что российские компании с успехом пользуются этим.

С учетом позитивных показателей деятельности за 2007 год мы изменили целевую цену по акциям ММК с 1,43 долл. до 1,63 долл., рекомендация **Покупать** остается в силе. Акции Северстали мы поставили на **Пересмотр** после публикации отчетности компании за 2007 год. Остальные целевые цены пока остаются без изменений.

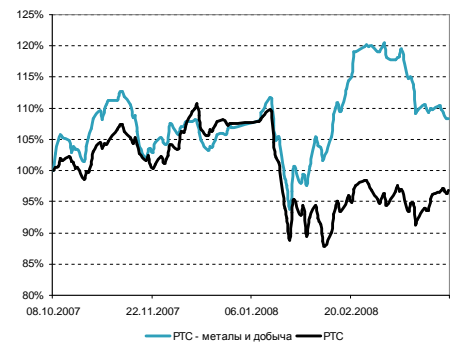
**Рыночная конъюнктура марта - апреля**

Лихорадка на товарных рынках распространилась и на продукцию черной металлургии, и март ознаменовался дальнейшим ростом цен. Похоже, что второй квартал станет для российских металлургических компаний таким же, если не более успешным, чем первый. Цены на апрельские поставки из стран СНГ холоднокатаного листа достигли рекордных отметок 1080 долл./тонну, продемонстрировав рост по сравнению со средними уровнями февраля более чем на 22%. В свою очередь, экспортные цены на горячекатаный прокат достигали отметки 970 долл./тонну.

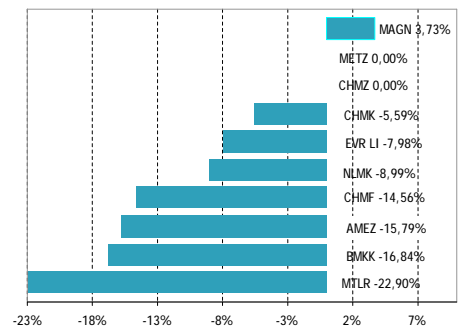
Предполагается, что рост цен продолжится и на майские поставки, однако, возможно, чуть менее низкими темпами, чем в первом квартале 2008 года. В качестве спекулятивных причин для столь стремительного роста цен называют ослабление доллара. Однако есть и фундаментальные причины – несмотря на «предрецессионное» состояние мировой экономики – отрасль строительства пока не демонстрирует явных признаков замедления.

Источник: расчеты Ист Коммерц

РТС - металлургия

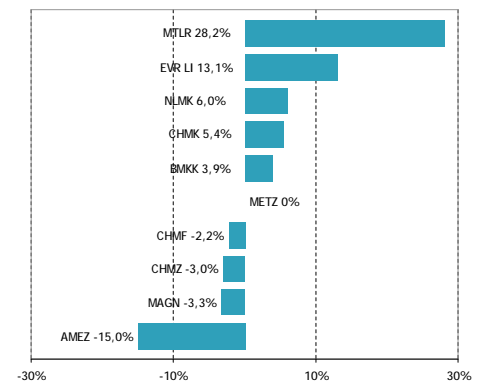


Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Динамика котировок акций с начала 2008 года, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

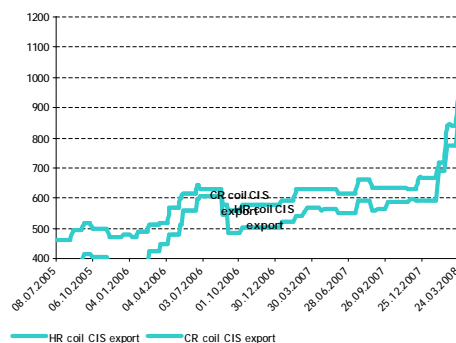
Наименование компаний	Тикер	px Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F	2007E	2008F	2009F
НЛМК	NLMK	4,30	2,76	2,42	2,33	7,09	6,11	6,36	6,24	5,39	5,52	9,82	8,48	8,78
Северсталь	CHMF	22,30	1,67	1,52	1,48	8,25	6,88	7,78	5,85	4,94	5,21	12,72	10,53	12,10
ММК	MAGN	1,25	1,79	1,50	1,43	6,99	5,78	5,83	6,39	5,28	5,14	8,30	6,73	6,93
ЕВРАЗ	EVR LI	86,50	2,57	2,22	2,22	8,56	8,19	8,25	7,42	6,71	6,77	11,36	10,41	10,01
Мечел	MTLR	33,00	2,79	2,31	2,00	13,31	10,22	8,96	11,22	8,68	7,63	20,78	14,96	12,98
БМКК	BMKK	19,75	0,49	0,41	0,35	5,57	4,67	3,94	4,90	4,20	3,50	5,83	6,34	5,18
ЧМЗ	CHMZ	114,00	0,79	0,74	0,69	5,28	5,08	5,00	4,88	4,60	4,53	10,98	10,00	8,08
АМЗ	AMEZ	0,78	1,17	0,97	0,81	5,88	5,26	4,78	5,44	4,62	4,03	7,55	6,99	6,20

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Таким образом, мы полагаем, что внешняя и внутренняя конъюнктура будет способствовать высокому темпу роста финансовых показателей металлургических компаний по крайней мере еще один квартал.

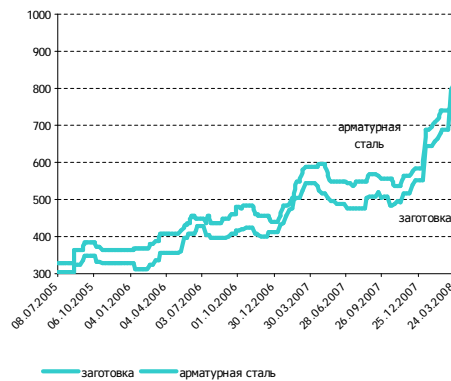
Что касается более длительных перспектив, то по заявлениям представителей отрасли (Arcelor Mittal), предполагается, что совокупный спрос на сталь в ближайшие 10 лет увеличится на 500 млн. тонн. В тоже время, возможности по расширению мощностей далеко не безграничны, а значит нас ждет устойчивый долгосрочный рост цен на металлургическую продукцию. Так, прирост производства стали в Китае замедляется и в этом году вряд ли превысит 10%. В развитых странах возможности для расширения мощностей весьма ограничены, а растущий внутренний спрос в развивающихся странах, ограничивает экспортные возможности этих стран.

Экспортные цены на холодно-горячекатаный лист



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Экспортные цены на арматурную сталь и заготовку



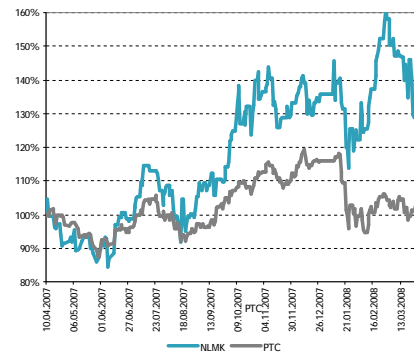
Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

**НЛМК** (целевая цена 4,3 долл. *Держать*)

В течение прошедшего месяца НЛМК продолжил политику консолидации бизнеса. В конце февраля было подано ходатайство ФАС на консолидацию 100% компании Макси Групп. Напомним, что в декабре 2007 года компания купила 50% +1 акция Макси - Групп за 600 млн. долларов.

Макси - Групп на момент приобретения имел ряд незавершенных проектов, в частности, по строительству мини-заводов, выпуск на которых планировалось увеличить до 20 млн. тонн стали. НЛМК дал понять инвестиционному сообществу, что как покупатель Макси - Групп, намерен продолжить строительство мини-заводов. В частности, завод в Калужской области, инвестиции в который должны составить 500 млн. долларов, а проектная мощность предприятия составит около 1 млн. стали в год.

Сейчас наша целевая цена по акциям **НЛМК** (NLMK) составляет 4,3 долл. Рекомендация **Держать**.



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Тикер:	NLMK
Рекомендация	Держать
Справедливая стоимость, USD	4,3
Потенциал роста/падения	1%
Цена midmarket, USD	4,3
Цена offer, USD	4,3
Year max	4,8
Year min	2,5
Кол-во акций, тыс. шт.	5 993 227
Мсар, тыс. USD	25 770 877
Долг, тыс. USD	-1 461 858
EV, тыс. USD	24 309 019

Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

**Северсталь** (Пересмотр)

За прошедший месяц два основных события определяли динамику котировок акций компании. Во - первых, это публикация отчета за 2007 года. По итогам 2007 года компания продемонстрировала впечатляющую динамику финансовых показателей. В целом результаты компании оказались лучше наших прогнозов. Выручка за 2007 год составила 15,245 млн. долл. США, что на 22.5% больше, чем в 2006 году. Показатель EBITDA составил 3,680 млн. долл. США - на 24.5% выше показателя 2006 года.

Чистая прибыль выросла на 33.1% - до 1,936 млн. долл. США. Рентабельность валовой прибыли осталась практически на прежнем уровне и составила 30,9%. Рентабельность операционной прибыли выросла незначительно с 18,59% до 18,64%. Рентабельность EBITDA незначительно улучшилась. Компания объясняет положительные результаты деятельности сохранением позитивных условий для бизнеса в России, а ценовая конъюнктура позволяла переложить часть растущих затрат на конечных покупателей. Все сегменты за исключением североамериканского подразделения продемонстрировали высокие темпы роста. Наибольший вклад в динамику EBITDA внес российский сегмент (+26,8%). Кроме того, высокие темпы прироста показали итальянское подразделение Lucchini (+23,8%) и сегмент метизов (+77,6%).

Вторым существенным событием для Северстали стала покупка компании Sparrows Point за 810 млн. долл. в середине марта. Северсталь планирует добиться значительного улучшения бизнеса, а также достичь синергии на Sparrows Point, осуществив пятилетний инвестиционный план. Основываясь на текущих прогнозах затрат и цен, ожидается отдача от покупки уже в текущем году. Sparrows Point может выпускать до 3,9 млн. тонн стали в год, включая 500 тыс. тонн белой жести, используемой в производстве банок для продуктов питания, аэрозолей, красок и другой продукции. Sparrows Point - один из немногих заводов в США, расположенных вблизи побережья. Это делает его привлекательным для иностранных компаний, которые планируют импортировать слябы в США для их последующей обработки.

Сейчас мы пересматриваем целевую цену Северстали на 2008 год с учетом результатов 2007 года и недавних приобретений.



Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

Тикер:	CHMF
Рекомендация	Пересмотр
Справедливая стоимость, USD	Пересмотр
Потенциал роста/падения	-
Цена midmarket, USD	22,3
Цена offer, USD	23,0
Кол-во акций, тыс. шт.	1 007 701
Мсар, тыс. USD	23 126 746
Долг, тыс. USD	846 411
EV, тыс. USD	23 973 157

Источник: данные PTC, расчеты Ист Коммерц

**Магнитогорский металлургический комбинат**

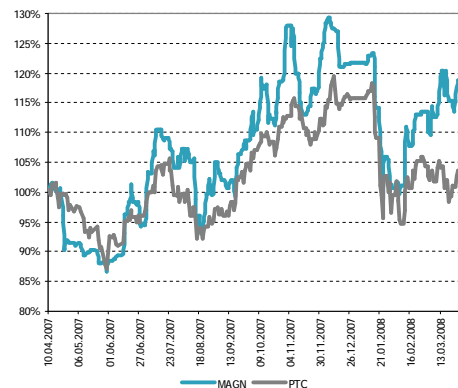
 (целевая цена 1,63 долл., рекомендация Покупать)

Результаты ММК за 2007 год почти полностью совпали с нашими прогнозами. Выручка компании выросла на 27,6% и составила 8 197 млн. долларов (8 160 млн. долларов - прогноз). Операционная прибыль составила 2 079 млн. долларов (прогноз 2 040 млн. долларов), а операционная рентабельность составила 25,4%. Чистая прибыль составила 1 772 млн. долларов, увеличившись более чем на 24%. Тем не менее, рентабельность по чистой прибыли немного снизилась с 22,2% до 21,6%. В целом результаты 2007 года укрепили нашу уверенность в привлекательности инвестиций в акции компании.

Компания продолжает наращивать объемы производства и в 2008 году - в январе- феврале 2008 года ММК увеличил выпуск чугуна на 112,7%, выпуск стали и проката увеличился на 114,5% и 114,9% соответственно. Кроме того, в марте компания конкретизировала свои планы по строительству комплекса по производству автомобильной стали. Предполагается, что комплекс должен будет введен в эксплуатацию в конце 2010- начале 2011 года. Общий объем инвестиций оценивается, по словам представителей ММК, в 1,4 млрд. долларов, а производственные мощности составят 2,1 млн. тонн стали ( 660-670 долл. за тонну). Основное назначение комплекса- удовлетворение потребностей компаний, которые производят и планируют производить автомобили в России. Фактически ММК первая из российских сталелитейных компаний расширяет присутствие на этом быстрорастущем рынке.

Пожалуй, одним из самых значимых событий марта для ММК стала сделка по увеличению доли в ОАО «Белон» с 10,75% до 41,3% через косвенное владение. Согласно заявлению руководства компании, эта сделка позволит ММК покрыть на 55% потребности в коксующимся угле и на 60% к 2012 году ( с учетом планов по росту добычи угля на «Белоне»). ММК планирует на годовом собрании ввести в совет директоров Белона двух своих представителей, а оперативное управление оставить за действующим менеджментом. Заключение стратегического альянса с угольной компанией является еще одним шагом компании по снижению потребности в сырье, что является ключевым фактором для успешности дальнейшей деятельности ММК.

В ходе недавней пресс-конференции, руководство компании обозначило некоторые аспекты деятельности комбината в 2008 году. Так, цены на прокат планируется увеличить на 18-20%, в тоже время планируется, что себестоимость производства вырастет на 25%. В частности, планируется, что цена на железную руду, поставляемой по 10-летнему контракту с ENRC, увеличится на 55-60% в 2008 году. Несмотря на столь разные темпы роста цен реализации и себестоимости, серьезного снижения прибыльности компании не ожидается, так как компания во-первых, планирует увеличивать объемы производства и по возможности перекладывать высокие цен на сырье на потребителя. Учитывая результаты деятельности компании в 2007 году, а также планы компании по дальнейшему приросту производства и снижению сырьевой зависимости мы повысили целевую цену ММК с 1,456 долл. до 1,63 долл. Рекомендация остается прежней Покупать.



Источник: данные РТС, расчеты Ист Коммерц

Тикер: MAGN	
Рекомендация	Покупать
Справедливая стоимость, USD	1,63
Потенциал роста/падения	29,11%
Цена midmarket, USD	1,26
Цена offer, USD	1,305
Year max	1,48
Year min	0,85
Кол-во акций, тыс. шт.	11 174 330
Мсар, тыс. USD	14 582 501
Чистый долг, тыс. USD	-180
EV, тыс. USD	14 582 321

Источник: расчеты Ист Коммерц

### ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Лихорадка на мировом финансовом рынке, ряд списаний и банкротств, отразившихся на российском фондовом рынке, в равной степени затронула и потребительский сектор, который хоть и продемонстрировал не столь значительное падение, по сравнению с индексом РТС, но не спешит восстанавливать свои позиции.

Среди акций, которым удалось показать рост по итогам марта, можно выделить ОАО Лебедянский (+8,3%), подорожавший в преддверии заключения сделки о продаже бизнеса PepsiCo, но уже скорректировавшийся после обнародования деталей сделки. Также в зеленой зоне закрылись акции Верофарма (+6,5%), Балтики (+2,2%) и Росинтера (+1,2%).

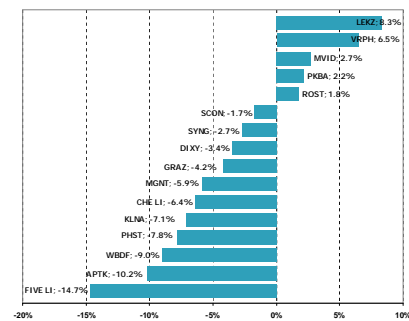
Список же компаний, продемонстрировавших снижение котировок, гораздо шире. Лидером падения по итогам марта можно назвать Аптечную сеть 36,6, акции которой подешевели на 10,2%. Однако встреча генерального директора с инвест. сообществом, оставившая позитивное впечатление, а также назначение на пост CFO Д.Анисимова (до этого занимал пост CFO в ВБД) послужили причиной отскока котировок вверх. Вимм-Билль-данн потерял 9% в марте, результаты по US GAAP за 2007 год оказались несколько слабее, чем ожидали аналитики. Хорошая отчетность Магнита по МСФО за 2007 год также не уберегла акции компании от падения (-5,9%).

В целом, март оказался довольно насыщенным на корпоративные события. **Магнит** (MGNT) опубликовал аудированные результаты деятельности компании за 2007 год по МСФО. Чистая прибыль ОАО «Магнит» в 2007 году увеличилась на 68,02% и составила 97.39 млн. долл. Показатель чистой прибыли превысил как наш прогноз, так и консенсус-прогноз, рассчитанный газетой Коммерсантъ. Выручка компании выросла на 46,77% с 2.505 млрд.долл. до 3.677 млрд.долл. в 2007 году. Рост выручки основан как на увеличении торговых площадей (за отчетный период Магнит открыл 304 новые магазина, в результате чего их общее число составило 2197, совокупные торговые площади увеличились за год на 24,62% и достигли 651,66 тыс. кв. м.) так и на росте сопоставимых продаж на 21,08%.

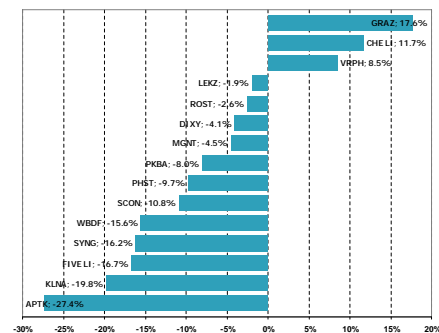
Мы высоко оцениваем улучшение всех показателей рентабельности компании. Валовая маржа компании увеличилась с 18,2% в 2006 году до 19,9% в 2007 году, в основном благодаря улучшению закупочных условий и успехам в части совершенствования логистической составляющей бизнеса. Показатель EBITDA вырос на 77,40% - с 123.59 млн.долл. в 2006 году до 219.24 млн.долл. в 2007 году.

В 2007 году объем капитальных инвестиций составил 606,5 млн.долл., значительная часть которых пошла на строительство гипермаркетов и зданий, а также на приобретение земельных участков. По прогнозам компании капитальные инвестиции 2008 года на 20% превысят уровень 2007 года.

Динамика котировок акций за месяц, %

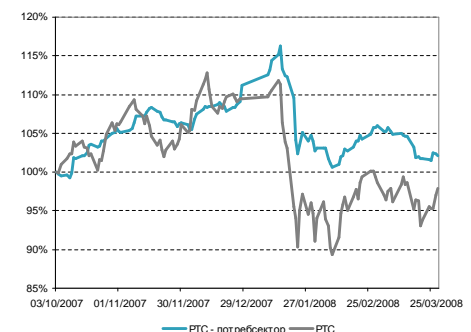


Динамика котировок акций с начала 2008 года, %



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

РТС - потребительский сектор



Источник: Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Ключевые финансовые показатели компании 2007 года (МСФО)

млн. долл.	2007	2006	изм., %
Выручка	3 677	2 505	46,8%
Валовая прибыль	730	457	59,7%
Валовая рентабельность	19,9%	18,2%	1,6%
ЕБИТДА	219	124	77,4%
Рентабельность по ЕБИТДА	6,0%	4,9%	1,0%
Чистая прибыль	97	58	68,0%
Рентабельность по чистой прибыли	2,6%	2,3%	0,3%

Источник: данные компании

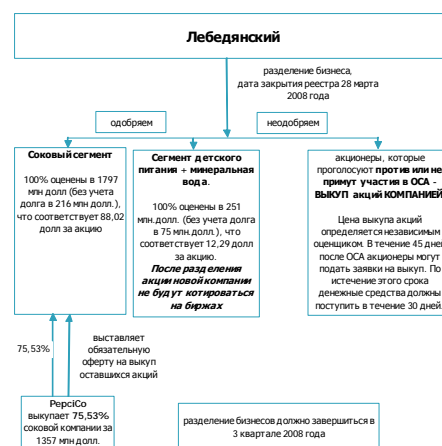
Для финансирования инвестпрограммы компания намерена провести SPO. В рамках SPO российским и иностранным инвесторам будет предложено 11,3 млн акций допэмиссии компании, а также существующие ценные бумаги, принадлежащие Lavreno Ltd (владеет 5,16 млн, или 7,17%). Таким образом, максимальный размер пакета может составить около 16,46 млн. акций (18,6% от увеличенного уставного капитала компании). Free float после SPO — около 31%. Исходя из текущих котировок, рыночная стоимость пакета составляет около 800 млн. долл. Организаторами размещения выступают Deutsche Bank AG и Morgan Stanley & Co. International PLC.

На основании опубликованных данных мы внесли необходимые изменения в нашу финансовую модель, что нашло отражение в уровне целевой цены по бумагам ритейлера. Наша целевая цена по акциям ОАО «Магнит» составляет **62,06 долл.**, рекомендация — **Покупать**.

**Лебедянский (LEKZ)** распространил пресс-релиз о достижении договоренности между четырьмя крупнейшими акционерами Лебедянского и компанией PepsiCo о продаже последней 75.53% акций компании, за исключением бизнеса по производству детского питания и минеральной воды, за 1 357 млн. долл.

В случае **одобрения** разделения бизнеса, акционеры, которые будут находится в реестре на 28 марта 2008 года, получают:

- 1) Соответствующую долю в соковом бизнесе, 75,53% которой будет продано PepsiCo по 88,02 долл. за акцию;
- 2) На оставшуюся долю в соковом бизнесе PepsiCo сделают обязательную оферту акционерам о выкупе акций;
- 3) Акции в новом бизнесе по производству детского питания и минеральной воды. Однако эта компания не будет котироваться на каких-либо площадках, то есть фактически означает заморозку денежных средств в уставном капитале компании.



Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

В случае, если акционеры проголосуют **против** разделения или не примут участия в общем собрании акционеров (ОСА, которое состоится 16 июня 2008 года) – компания обязана выкупить бумаги у акционеров. При этом цена выкупа, по информации газеты Коммерсантъ. Далее акционеры не позднее 45 дней после проведения ОСА (то есть предположительно до 31 июля 2007 года) должны направить требования о выкупе принадлежащих им акций. Фактическое поступление денежных средств, полученных после выкупа акций, должно произойти не позднее 30 дней, то есть предположительно до 30 августа 2008 года. Таким образом, акционеры, не согласные с разделением бизнеса, заморозят свои средства в акции как минимум на 75 дней и получат лишь по 85,1 долл. за акцию. В связи с чем, акционерам, оказавшимся в реестре на 28 марта, мы рекомендуем участвовать в реорганизации.

В итоге, по нашему мнению, миноритарные акционеры проигрывают в любом из приведенных случаев. В связи с вышеизложенным, мы отзывае рекомендацию Покупать по акциям компании ОАО «Лебедянский». В случае, если цена акций Лебедянского опустится ниже 88,02 долл., мы рекомендуем участвовать в разделении бизнеса и голосовать «ЗА».

**Концерн «Калина» (KLNA)** опубликовал отчетность по итогам 2007 года по МСФО. В 2007 году компания увеличила чистую прибыль по МСФО на 40,2% по сравнению с предыдущим годом - до 21,547 млн.долл. Выручка компании за 2007 год составила 396,095 млн.долл. (рост на 15,1%), валовая прибыль - 188,454 млн.долл. (рост на 21,7%).

**Ключевые показатели деятельности компании, 2007 (МСФО)**

млн. долл.	2007	2006	изм. %
Выручка	396,10	344,15	15,1%
Валовая прибыль	188,45	154,88	21,7%
<i>Валовая рентабельность</i>	47,6%	45,0%	2,6%
ЕВИТ	38,36	32,39	18,4%
Рентабельность по ЕВИТ	9,7%	9,4%	0,3%
ЕВИТДА	49,86	43,68	14,1%
Рентабельность по ЕВИТДА	12,6%	12,7%	-0,1%
Чистая прибыль	21,55	15,37	40,2%
Рентабельность по чистой прибыли	5,44%	4,47%	1,0%

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

По нашему мнению, Калина опубликовала неоднозначные результаты деятельности. С одной стороны, по итогам года Калина продемонстрировала рост всех показателей. Валовая рентабельность увеличилась с 45% в 2006 году до 46,7% в 2007 году, рентабельность по ЕВИТДА выросла с 11% до 12,6%, операционная маржа – с 9,4% до 9,7%, чистая - с 4,5% до 5,4%. Улучшение показателей компании связано, главным образом, с ростом отпускных цен на продукцию компании, оптимизацией ассортимента, переносом производственных мощностей Dr. Scheller в Екатеринбург. Позитивное влияние на рентабельность оказало также закрытие убыточного производства Омского завода моющих средств.

С другой стороны, результаты финансовой деятельности Калины в 2007 году в целом оказались хуже нашего прогноза и ниже консенсус прогноза. Мы ожидали более высокие показатели: чистую рентабельность в районе 5,7%, маржу по ЕВИТДА - 13,5%, по операционной прибыли - 10,6%. Опубликованные результаты ставят под угрозу выполнение компанией запланированных в 2008 году показателей. 15 февраля Калина анонсировала новую стратегию развития, нацеленную на повышение эффективности компании за счет ориентации на наиболее рентабельный ассортимент продукции. Однако, мы полагаем, что в любом случае (реализует ли компания свои прогнозы или нет) по итогам 2008 года мы увидим рост всех основных показателей компании.

На основании результатов деятельности за 2007 год мы понизили целевую цену по акциям компании с 52,2 долл до 50,3 **долл**. Рекомендация **Покупать** остается в силе.

**Аптечная сеть 36,6 (АРТК)** 26 марта провела встречу с аналитическим сообществом, в рамках которой президент компании Джереми Калмис рассказал о долгосрочных и краткосрочных планах компании. Согласно новой стратегии развития ставка будет сделана на снижение задолженности и повышение эффективности бизнеса. Напомним, что по итогам 9 месяцев 2007 года соотношение долг/ЕВИТДА у сети составило 11,6 (для сравнения – среднее значение показателя для розничных сетей составляет 3-5). По предварительным данным долг сети в 2007 году составил 271 млн. долл., включая долг Верофарма в размере 20,2 млн. долл.

В текущем году с целью рефинансирования долга компания планирует предпринять следующие шаги:

- продажа непрофильных активов, в том числе Европейского медицинского центра. По информации газеты Ведомости стоимость EMC можно оценить в 60-70 млн. долл.
- продажа паев в ЗПИФе недвижимости с сохранением прав арендатора (sale-lease-back). За счет продажи паев в ЗПИФ, куда входят 11 объектов недвижимости, аптечная сеть сможет привлечь порядка 50-60 млн.долл. (весь ЗПИФ оценивается в 100-120 млн.долл, при этом компания планирует продать 50%).
- 36,6, отказавшись от выпуска биржевых облигаций, рассматривает возможность размещения конвертируемых. Однако, по словам г-на Калмиса, этот вариант не рассматривается как основной, так как компания не хотела бы размывать доли акционеров. По предварительным данным за счет выпуска облигаций компания может привлечь порядка 100 млн.долл.
- и последнее – возможная продажа производственного подразделения – Верофарм.

Кроме того, компания заявила о намерении в текущем году снизить темпы развития сети, что, по нашему мнению, является адекватным шагом и уделить особое внимание эффективности розничного бизнеса. В части работы по улучшению рентабельности бизнеса компания намерена предпринять следующие шаги:

- увеличить долю прямых закупок непосредственно от производителей с текущих 3% до 40% в течение ближайших 3-5 лет;
- провести ребрендинг 665 аптек, работающих под другими брендами, но входящих в состав аптечной сети 36,6;
- повысить долю высокомаржинальных private label продуктов с 2% до 10% к 2011 году;
- снизить общехозяйственные и административные расходы;
- оптимизировать структуру компании, сократив число входящих в нее юридических лиц до 88;
- завершить внедрение ERP системы.

Таким образом, уже к концу 2008 года руководство компании планирует выйти на положительную EBITDA розничного подразделения. Аптечная сеть намерена продолжить развитие за счет M&A сделок уже в 2009 году, более селективно выбирая объекты для поглощения. В долгосрочном плане компания рассчитывает занять не менее 10-15% рынка в течение ближайших 3-5 лет. К 2012 году планируется увеличить выручку розничного бизнеса до 3 млрд. долл.

На основании полученной информации мы внесем коррективы в нашу финансовую модель, что найдет отражение в целевой цене по акциям компании. Мы сохраняем рекомендацию **Держать** по бумагам Аптечной сети.

**Вимм-Билль-Данн (WBDF)** опубликовал неаудированную отчетность по US GAAP за 2007 год. В целом мы позитивно оцениваем результаты деятельности компании. Вимм-билль-Данну удалось добиться роста ключевых показателей во всех бизнес-подразделениях как за счет увеличения объема продаж в натуральном выражении, так и посредством повышения отпускной цены. Несмотря на то, что фактические показатели рентабельности компании оказались ниже прогнозных значений, мы высоко оцениваем достигнутые результаты особенно в условиях резкого повышения цен на сырьевых рынках и вследствие заморозки цен на социально-значимые продукты. Рост расходов на маркетинг и рекламу также оказал некоторое негативное влияние на финансовые результаты.

Выручка подразделения «Молоко» выросла на 40,2% до 1852,5 млн долл в 2007 году. Несмотря на стремительный рост закупочных цен на молоко (+77,5% в долларовом выражении), валовая маржа сегмента «Молоко» снизилась весьма незначительно — до уровня 29,2% в 2007 г с 30,5% в 2006 г. Выручка в бизнес-единицы «Напитки» выросла на 27,8% до 414,1 млн. долл., при этом валовая рентабельность увеличилась с 35,3% до 39,8%, что явилось следствием повышения операционной эффективности направления, а также улучшением ценообразования и управления скидками в регионах. Выручка в сегменте «Детское питание» выросла на 46,6% до 171,8 млн. Валовая маржа подразделения увеличилась с 43,1% до 45,1%, что обусловлено запуском производственной площадки в Курске и снижением доли производства по субконтрактам в общем объеме продаж.

Ключевые финансовые показатели компании, 2007 (US GAAP)

млн. долл.	2007	2006	изм. %
Выручка	2438,3	1762,1	38,4%
Молоко	1852,5	1320,9	40,2%
Напитки	414,1	324,1	27,8%
Детское питание	171,8	117,2	46,6%
Валовая прибыль	783,4	568	37,9%
<i>Рентабельность по валовой прибыли</i>	32,1%	32,2%	
ЕБИТ	214	171,9	24,5%
<i>Рентабельность по ЕБИТ</i>	8,8%	9,8%	
ЕБИТДА	300,5	234,3	28,3%
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	12,3%	13,3%	
Чистая прибыль	140	108,5	29,0%
<i>Рентабельность по чистой прибыли</i>	5,7%	6,2%	

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

На наш взгляд, компания продемонстрировала довольно сильные результаты. В текущем году мы ожидаем более высоких показателей, так как рост цен на молоко более ли менее стабилизировался. На телефонной конференции в пятницу г-н Т.Майер, президент компании, объявил ожидаемые показатели на 2008 год: выручка ВБД составит 3—3,3 млрд. долл., EBITDA — 410—430 млн. долл. В 2010 году эти показатели будут на уровне 4,5 млрд. долл. и 630—650 млн. долл. соответственно. Инвестиции ВБД в этом году составят 210—260 млн. долл. В настоящее время мы ставим на **пересмотр** целевую цену по акциям компании, рекомендация **Покупать** остается без изменений.

Дополнительным драйвером роста котировок акций Вимм-Билль-Данна, являются мультипликаторы сделки по покупке Лебедянского, которые привлекательны для ВБД. Соковый сегмент Лебедянского был оценен PepsiCo по коэффициенту 17 EV/EBITDA 2007, в целом же весь бизнес Лебедянского можно оценить с коэффициентом 15 EV/EBITDA. Вимм-Билль-Данн же сейчас торгуется с 11,7 EV/EBITDA, что предполагает премию около 30%.

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (PTC), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОАО Магнит	MGNT	48,20	47,80	48,25	3474,00	62,06	28,6%	Покупать
ОАО Седьмой Континент	SCON	23,25	22,80	23,10	1732,50	34,43	49,1%	Покупать
Группа X5	FIVE LI	29,60	28,65	29,60	6407,81	42,07	42,1%	Покупать
Группа Дикси	DIXY	14,25	13,90	14,00	840,00	18,90	35,0%	Покупать
Аптечная сеть 36,6	APTK	57,00	53,00	53,00	503,50	пересмотр	-	Держать
М.Видео	MVID	7,62	7,50	7,60	1366,24	7,91	4,1%	Держать
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	33,50	31,80	32,50	316,95	50,31	54,8%	Покупать
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	52,00	48,00	57,00	570,00	68,21	19,7%	Покупать
ОАО Вимм-Биль-Данн	WBDF	75,75	74,50	76,00	3344,00	пересмотр	-	Покупать
ОАО Лебедянский	LEKZ	90,25	86,00	90,25	1842,12	пересмотр	-	Держать
ОАО Балтика	PKBA	48,00	45,00	46,00	6979,20	58,60	27,4%	Покупать
ОАО Балтика	PKBAp	31,25	27,20	30,00	6979,20	40,26	34,2%	Покупать
ОАО Верофарм	VRPH	56,90	54,60	57,50	575,00	69,82	21,4%	Покупать
ОАО Фармстандарт	PHST	65,00	64,50	64,80	2448,96	77,62	19,8%	Покупать
ОАО Синергия	SYNG	53,50	52,50	54,50	780,44	76,96	41,2%	Покупать
Группа Разгуляй	GRAZ	8,20	7,90	8,00	960,00	9,01	12,6%	Держать
Группа Черкизово	CHE LI	15,50	15,40	15,45	916,90	16,25	5,2%	Держать

Источник: расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	px Last	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/E		
			2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E	2007 E	2008 E	2009 E
ОАО Магнит	MGNT	48,25	1,22	0,84	0,60	27,58	18,43	10,76	20,75	11,10	6,61	35,14	24,43	14,05
ОАО Седьмой Континент	SCON	23,10	1,44	1,04	0,76	18,84	13,09	8,43	14,23	9,42	6,05	19,30	19,90	12,81
Группа X5	FIVE	29,60	1,61	1,16	0,88	25,36	15,18	10,99	17,86	10,88	7,91	52,55	23,69	15,86
Группа Дикси	DIXY	14,00	0,72	0,53	0,43	28,73	12,44	9,14	15,22	8,49	6,57	66,35	19,23	12,69
Аптечная сеть 36,6	APTK	53,00	1,01	0,69	0,52	38,49	13,82	7,77	21,66	7,15	4,34	-	-	27,84
М.Видео	MVID	7,60	0,77	0,52	0,38	23,49	13,90	8,80	19,04	11,55	7,47	45,52	24,54	14,55
Концерн КАЛИНА, ао	KLNA	32,50	1,07	0,91	0,80	12,13	8,08	6,49	9,08	6,36	5,27	14,83	11,29	8,64
ОАО Росинтер Ресторанс Холдинг	ROST	57,00	2,64	1,89	1,37	24,59	16,49	10,61	19,11	12,67	8,14	40,21	27,24	16,56
ОАО Вимм-Биль-Данн	WBDF	76,00	1,45	1,12	0,90	16,54	9,59	7,14	11,80	7,50	5,69	23,63	12,72	9,33
ОАО Лебедянский	LEKZ	90,25	2,12	1,70	1,42	13,73	11,35	9,09	11,41	9,00	7,51	19,52	15,06	11,19
ОАО Балтика	PKBA	46,00	2,21	1,89	1,70	9,27	7,79	6,92	7,46	6,37	5,69	12,49	9,96	8,65
ОАО Верофарм	VRPH	57,50	4,59	3,65	2,97	17,62	12,45	9,32	15,96	11,41	8,61	24,74	16,89	12,20
ОАО Фармстандарт	PHST	64,80	5,72	4,56	3,77	16,66	12,51	10,08	14,75	11,21	9,09	23,07	16,10	12,68
ОАО Синергия	SYNG	54,50	1,85	1,51	1,28	10,39	7,82	6,20	9,49	6,87	5,37	14,04	10,48	8,00
Группа Разгуляй	GRAZ	8,00	1,15	1,00	0,88	11,07	9,00	7,48	8,22	6,77	5,72	17,82	12,53	9,73
Группа Черкизово	CHE	15,45	1,68	1,26	1,09	17,64	11,31	9,04	13,25	8,24	6,78	20,03	11,16	8,88

Источник: расчеты Ист Коммерц

## ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл., \$	Последняя цена/средняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
ОГК-1	OGKA	0,095	0,1185	0,1100	4 910	0,14187	28,97%	Покупать
ОГК-2	OGKB	0,095	0,115	0,1150	3 764	0,18377	59,8%	Покупать
ОГК-3	OGKC	0,09	0,114	0,1075	5 105	0,13107	21,92%	Покупать
ОГК-4	OGKD	0,1100	0,1250	0,115	7 247	0,14209	23,56%	Покупать
ОГК-5	OGKE	0,117	0,1195	0,1200	4 227	0,17072	45,91%	Покупать
ОГК-6	OGKF	0,092	0,095	0,099	3 065	0,16467	66,33%	Покупать
ТГК-1	TGKA	0,0013	0,0014	0,00135	5 199	0,0011	-18,51%	Продавать
ТГК-2	TGKB	0,00094	0,001	0,00101	1 103	0,00107	5,94%	Держать
Мосэнерго	MSNG	0,200	0,260	0,2200	8 745	0,23517	6,89 %	Держать
ТГК-4	TGKD	0,00106	0,00112	0,00106	1 442	0,00112	5,66%	Держать
ТГК-5	TGKE	0,00082	0,00084	0,00083	1 021	0,00140	68,67%	Покупать
ТГК-6	TGKF	0,00096	0,00101	0,00097	1 251	0,00152	56,70%	Покупать
ТГК-7	TGKG	0,10250	0,10650	0,1010	2 677	0,15122	49,72%	Покупать
ТГК-8	TGKN	0,00145	0,00155	0,00155	3 195	0,00149	-3,87%	Продавать
ТГК-9	TGKI	0,00031	0,00032	0,00029	2 426	0,00038	31,03%	Покупать
ТГК-10	TGKJ	4,47	4,5	4,475	2 068	3,20093	-28,47%	Продавать
ТГК-14	TGKN	0,00031	0,0004	0,0003	241	0,00037	23,33%	Покупать
Башкирэнерго	BEGY	1,95	2,04	2,04	2 186	2,80913	37,70%	Покупать

Источник: РТС, расчеты ИстКоммерц

## РАО «ЕЭС России»

В марте котировки главной энергетической компании показали негативную динамику. С начала месяца акции РАО ЕЭС подешевели на 14,33 % до уровня 1,0350 долл., для обыкновенной и 0,95000 долл. для привилегированной акций.

Вероятнее всего, что главным фактором, оказавшим столь сильное понижающее давление на котировки РАО, стала новость об исключении акций холдинга из расчета индекса РТС с 4 мая. Таким образом, апрель это последний месяц в котором в расчете индекса РТС будут учитываться акции энергохолдинга. Мы не исключаем, что в качестве основного источника продаж выступили индексные фонды. Вероятнее всего они отрицательно восприняли эту новость и начали сокращать свои позиции по акциям РАО, что, в свою очередь, негативно повлияло на котировки энергохолдинга.

Тем не менее, мы полагаем что опасения инвесторов не совсем оправданы - по крайней мере фундаментальных причин для такого снижения нет. Бумаги компании торгуются с колоссальным дисконтом по отношению к агрегированной стоимости активов, которые получат миноритарные акционеры РАО после ликвидации последнего. Скорее всего, в апреле акции энергохолдинга снова окажутся в центре внимания инвесторов.

Мы по-прежнему считаем, что покупка акций РАО ЕЭС России это наилучший способ участия в предстоящей реорганизации энергохолдинга. Мы оставляем без изменения наши целевые цены по бумагам РАО ЕЭС России: 1,94 долл. для обыкновенной и 1,81 долл. для привилегированной акций.

## Распределение стоимости активов на одну акцию РАО

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

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

Источник: РАО ЕЭС России, расчеты ИстКоммерц

### Мосэнергосбыт – спекулятивный интерес

В середине апреля РАО намерено провести аукцион по продаже самой привлекательной энергосбытовой компании. На продажу будет выставлен 50,9 % пакет Мосэнергосбыт. По данным Интерфакс, РАО ЕЭС утвердило стоимость 100 % акций компании в размере 22,2 млрд. руб. Исходя из озвученной оценки, цена одной акции составит 0,033 долл., что на 26,43 % выше чем текущее предложение на РТС.

Таким образом, потенциальный покупатель заплатит за предлагаемый пакет Мосэнергосбыт около 480 млн. долл. Поскольку новый владелец компании консолидирует более 30 % уставного капитала, он обязан будет выставить оферту миноритарным акционерам компании. В соответствии с действующим законодательством цена оферты должна быть не ниже, чем максимальная цена, по которой инвестор приобретал акции компании в течении шести месяцев, предшествующих дате выставления оферты. Таким образом, мы считаем, что цена оферты будет такой же, что и цена, уплаченная при покупке гос.доли.

	Доля в УК до аукциона, %	Количество акций, млн. шт.	Цена, долл.	Доля в УК после аукциона, %	Затраты инвестора, млн. долл.
РАО	50,9%	14 378 924	-	-	-
Инвестор	-	-	0,033	14 378 924	480
Прочие	49,1%	13 870 436	-	13 870 436	-

Напомним, что ранее энергохолдинг уже намеревался продать свой пакет по цене не ниже 0,046 долл., что предполагает оценку 100 % акционерного капитала 1,3 млрд. долл. Тем не менее, такая стоимость показалась основным покупателям слишком завышенной, поэтому РАО было вынуждено пересмотреть параметры оценки в сторону снижения.

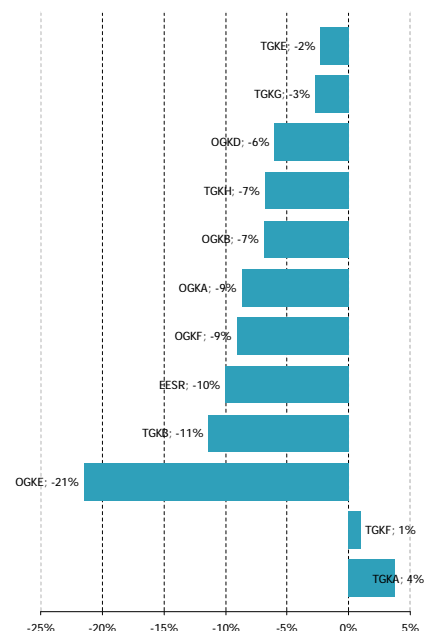
По нашему мнению результаты второй оценки выглядят более реалистично. Согласно нашей DCF модели справедливая стоимость 1 акции Мосэнергосбыт составляет 0,034 долл. Поскольку наша целевая цена близка к цене ожидаемой оферты, мы рекомендуем миноритарным акционерам Мосэнергосбыт участвовать в предстоящем выкупе.

### Тепловая генерация

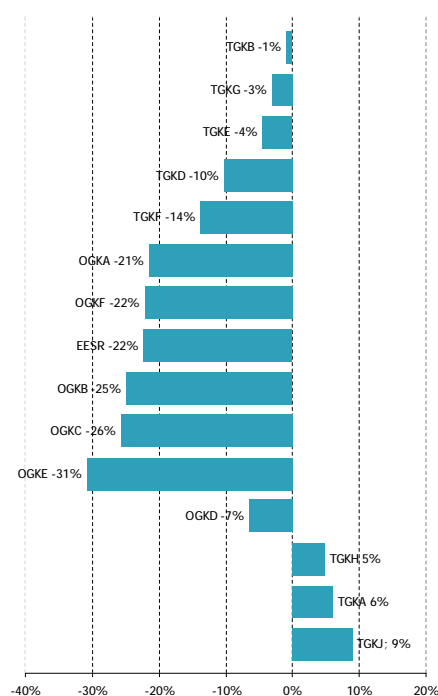
#### ТГК-2 и ТГК-6 продажа гос.долей

В марте состоялась продажа гос.долей в ТГК-2 и ТГК-6. По информации РАО ЕЭС России наибольший интерес к ТГК-2 проявила компания Корес Инвест (действует в интересах RWE и Синтез). За 33,47 % пакет последняя предложила 396 млн. долл., что предполагает оценку компании в пересчете на 1 кВт мощности в 568 долл./кВт. Предполагается, что эта компания выкупит весь объем доэмиссии. Таким образом Корес Инвест может консолидировать 52,34 % увеличенного капитала компании. Общие затраты покупателя в этом случае достигнут 859 млн. долл. Поскольку новый владелец консолидирует более 30 % капитала компании, то он будет обязан выставить оферту миноритарным акционерам. В целом это является позитивной новостью для ТГК-2, поскольку ожидания игроков рынка относительно возможного участия в предстоящей оферте окажут поддержку котировкам компании в краткосрочной перспективе.

Динамика котировок акций за месяц, %



Динамика котировок акций с начала года, %



В первой половине марта, наш прогноз по акциям ТГК-2 полностью оправдался, цены на бумаги компании достигли своего справедливого уровня. Мы оставляем без изменения нашу целевую цену по акциям компании - 0,107 долл. и рекомендуем миноритарным акционерам ТГК-2 принять грядущее предложение о выкупе.

В свою очередь, аукцион по продаже гос.доли (34,06 % уставного капитала) ТГК-6 выиграл КЭС-Холдинг совместно с New Russian Generation, представляющей интересы Prosperity Capital Management. Предложенная компанией цена 0,00106 долл., предполагает оценку компании в пересчете на 1 кВт мощности в 437 долл./кВт, в то время как среднее значение по рынку составляет 557 долл./кВт.

Совокупный объем допэмиссии и гос. доли образуют около 55 % уставного капитала после размещения. Можно с уверенностью сказать, что эти же компании выкупят и весь объем допэмиссии. Следует отметить, New Russian Generation выступает в роли миноритарного партнера. Мы полагаем, что после размещения, контроль в компании получит КЭС-Холдинг, а Prosperity Capital Management консолидирует блокирующий пакет.

В целом, ожидания игроков относительно участия в предстоящей оферте уже нашли свое отражение в текущих котировках ТГК-6. Поскольку КЭС-Холдинг никогда не покупал генерирующие активы с существенной премией к рынку, неудивительно, что разница между ценой ожидаемой оферты и рыночной ценой составила лишь 4,5%. Наша фундаментальная цена по бумагам компании составляет 0,00152 долл., что предполагает 50,5 % потенциал роста и соответствует рекомендации Покупать. Тем не менее, мы не видим мощных драйверов роста для котировок ТГК-6 в среднесрочной перспективе, поэтому рекомендуем миноритарным акционерам компании участвовать в предстоящей оферте.

#### ТГК-1

По сообщению Интерфакс, Газпром намерен довести свое участие в уставном капитале ТГК-1 до 50%+1 акция. Напомним, что в октябре прошлого года компания Русские энергетические проекты (РЭП), действуя в интересах Газпрома, купила 17,7% ТГК-1, выкупив допэмиссию акций генкомпании. А в марте 2008 года газовый монополист завершил сделку с РАО ЕЭС России по покупке Госпакета - 28,7% акций генкомпании. Таким образом, структуры газовой монополии в настоящее время консолидировали 46,4% уставного капитала ТГК-1 после допэмиссии. Газпром сознательно разделил гос. пакет и допэмиссию между разными компаниями, чтобы избежать оферты. Однако, в настоящее время Газпром намерен консолидировать 50%+1 акция и для этого он собирается сделать оферту миноритарным акционерам. Предполагается, что газовый монополист сделает предложение о выкупе акционерам ТГК-1 не ранее лета 2008 года.

	Кол-во акций, млн. шт.	Цена покупки, долл.	Стоимость пакета, млн. долл.	В % от увеличенного УК
Гос. Доля	925 714	0,0015	1 379	28,7%
Допэмиссия	1 785 043	0,0014	2 464	17,67%
<b>Итого</b>			<b>3 843</b>	<b>46,35%</b>

В соответствии с действующим законодательством цена оферты должна быть не ниже, чем максимальная цена, по которой инвестор приобретал акции компании в течении шести месяцев, предшествующих дате выставления оферты. Сделка по продаже доэмиссии и гос.пакета в результате которой Газпром консолидировал около 46 % акционерного капитала прошли по цене 0,00148 долл. (0,035 руб.), что на 10,31 % выше текущего предложения на РТС. Наша целевая цена по бумагам компании составляет 0,0011 долл., что предполагает -18,52 % потенциал падения от уровня текущих котировок. Поскольку определенная нами фундаментальная цена существенно ниже цены предполагаемой оферты, мы рекомендуем инвесторам участвовать в предстоящем выкупе.

Наименование компаний	Тикер	Последняя Цена, \$	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			EV/Capacity	P/E		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E		2007E	2008E	2009E
ОГК-1	OGKA		4,24	3,39	2,62	53,8	31,5	22,0	32,8	20,3	12,2	525,6	84,3	43,5	31,3
ОГК-2	OGKB		3,55	2,86	2,16	95,20	45,16	16,98	45,52	28,65	13,50	445,94	171,75	67,32	23,60
ОГК-3	OGKC		5,6	4,76	3,95	74,40	35,91	35,44	40,28	24,59	19,21	651,12	64,50	49,01	48,33
ОГК-4	OGKD		7,02	5,53	4,26	122,50	40,22	22,15	58,06	28,75	16,94	800	182,80	55,15	29,87
ОГК-5	OGKE		3,75	3,17	2,62	53,24	35,32	23,37	19,31	15,49	11,69	468,84	63,37	55,65	43,28
ОГК-6	OGKF		2,93	2,49	2,06	28,02	17,33	13,04	13,60	10,72	7,87	383,75	42,58	25,04	18,48
ТГК-1	TGKA		3,92	3,38	2,72	48,10	36,75	19,53	28,22	20,35	11,88	644,52	109,85	97,38	72,42
ТГК-2	TGKB		1,60	1,14	0,96	16,22	5,33	4,70	14,64	5,03	4,25	502,89	26,5	7,95	7,71
Мосэнерго	MSNG		3,0	2,40	1,92	111,96	108,59	28,17	28,53	15,04	10,29	844,90	198,59	163,68	42,46
ТГК-4	TGKD		2,02	1,64	1,30	25,16	15,96	13,67	11,68	8,83	6,32	530,45	40,64	22,36	29,31
ТГК-5	TGKE		2,08	1,72	1,41	22,68	15,16	11,05	14,73	10,01	7,01	428,82	35,50	32,46	30,89
ТГК-6	TGKF		1,97	1,81	1,49	61,86	23,79	19,11	15,92	10,44	7,53	414,05	101,59	33,02	25,15
ТГК-7	TGKG		2,15	1,71	1,36	19,39	13,23	9,22	13,95	9,75	7,11	422,07	41,91	26,89	17,06
ТГК-8	TGKH		3,13	2,57	2,08	72,70	36,72	28,13	35,86	22,82	15,73	633,05	122,15	44,98	35,41
ТГК-9	TGKI		1,61	1,30	1,03	16,51	10,61	7,96	12,37	8,00	5,07	635,97	31,78	17,28	13,49
ТГК-10	TGKJ		2,73	2,25	1,82	68,70	43,64	35,45	32,66	24,92	17,09	714,94	149,84	66,51	54,10
ТГК-14	TGKN		1,44	1,25	1,09	17,24	11,43	8,14	13,83	9,77	7,17	471,51	61,91	35,26	18,24
Башкирэнерго	BEGY		1,30	1,11	0,94	12,42	10,37	8,79	12,50	10,44	8,84	435,90	15,53	14,40	11,56

Источник: расчеты ИстКоммерц

## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

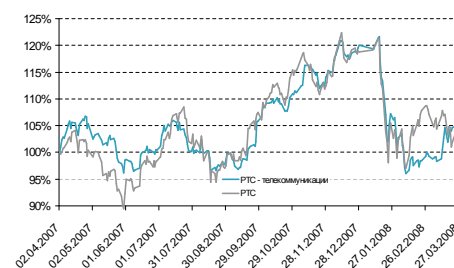
Наименование компаний	Тикер	Цена спроса	Цена предл.	Последняя цена	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена	Потенциал роста	Рекоменд.
ЦентрТелеком, ао	ESMO RU	0,74	0,81	0,78	1458,31	-	-	-
Северо-Западный Телеком, ао	SPTL RU	1,23	1,27	1,27	1383,07	-	-	-
ВолгаТелеком, ао	NNSI RU	4,65	4,80	4,64	1404,07	-	-	-
ЮТК, ао	KUBN RU	0,16	0,17	0,17	605,05	-	-	-
Уралсвязьинформ, ао	URSI RU	0,05	0,06	0,05	2042,38	-	-	-
Сибирьтелеком, ао	ENCO RU	0,10	0,10	0,10	1398,26	-	-	-
Дальсвязь, ао	ESPK RU	4,40	4,90	4,90	599	-	-	-
МГТС, ао	MGTS RU	32,30	39,60	32,30	3051,07	-	-	-
Комстар-ОТС, ао	CMST RU	9,50	11,00	10,30	4304,79	-	-	-
МТС, ао	MTSS RU	12,55	14,00	12,90	25713,91	21,16	51,1%	Покупать
Вымпелком, ао	VIP US	-	-	29,21	29958,80	35,09	20,1%	Покупать
СТС-Медиа, ао	CTCM US	27,90	27,93	27,95	4251,87	-	-	-

## Ситуация на рынке

Как и ожидалось, в марте индекс «РТС – телекоммуникации» обогнал базовый индекс РТС, прибавив 6,22% благодаря отскоку от низкого уровня цен, сложившемуся в начале года, а также насыщенному новостному фону в марте. Основными событиями сектора стали публикация отчетности Вымпелкома и Golden Telecom, а также появление в очередной раз слухов о скорой приватизации дочек Связьинвеста, что стало следствием громких заявлений Леонида Реймана о возможном решении вопроса уже в мае в связи с формированием нового правительства.

Источник: расчеты Ист Коммерц

РТС - телекоммуникации



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

## Мобильные операторы

В сегменте бумаг мобильных операторов в центре внимания инвесторов в марте оказались акции компании Вымпелком (NYSE: VIP), опубликовавшей отчетность по US GAAP за 2007 год.

## Ключевые финансовые показатели Вымпелкома в 2007 году

	млн. долл.	2007	2006	годовое изменение, %
Выручка		7 171	4 868	47,3%
Валовая прибыль		4 413	2 901	52,1%
Валовая рентабельность		61,5%	59,6%	
ЕБИТ		2 206	1 397	57,9%
Рентабельность по ЕБИТ		30,8%	28,7%	
ОИВДА		3 597	2 452	46,7%
Рентабельность по ОИВДА		50,2%	50,4%	
Чистая прибыль		1 463	813	79,8%
Рентабельность по чистой прибыли		20,4%	16,7%	

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

Данные второго крупнейшего оператора СНГ оказались слабо негативными, лишь немного отличавшимися от прогноза. Однако рынок отреагировал очень бурно. Инвесторы и сейчас продолжают продавать бумаги Вымпелкома, несмотря на падение цен уже на 20%. Данное поведение участников рынка скорее отражает фиксацию прибыли после активного роста акций компании, зафиксированного в конце прошлого года. Так, эффективная политика Вымпелкома в области Investor Relations вызвала чрезмерно высокую оценку на

фондовом рынке, что привело к перекупленности Вымпелкома по сравнению с ближайшими компаниями-аналогами. Наша целевая цена составляет 35,09 долл. за акцию, что подразумевает рекомендацию **Покупать**.

В прошедшем месяце были опубликованы результаты 2007 года Golden Telecom по US GAAP. Выручка за прошлый год показала рост на 51% в годовом сопоставлении. Данные оказались нейтральными к рыночному консенсусу, поэтому идей, поддерживающих Вымпелком, который скоро начнет предоставлять консолидированную финансовую отчетность, у игроков не возникло.

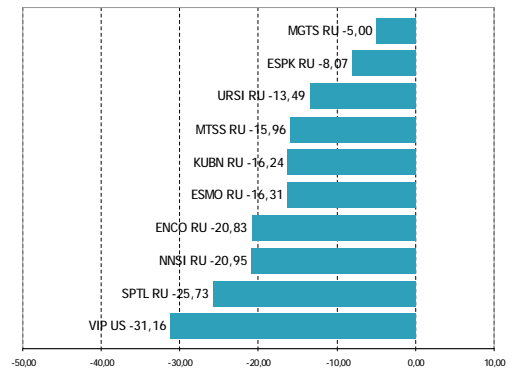
В данный момент рынок создает неплохие возможности для входа акции мобильных операторов, при этом, с нашей точки зрения, более привлекательным активом является МТС (MTSS). Акции этого ближайшего конкурента Вымпелкома в марте отражали более оптимистичные настроения (падение составило всего 3,95%). Инвесторы заняли выжидательную позицию и не спешат расставаться с бумагами компании, рассчитывая на рост котировок в результате публикации отчетности за 2007 года, выход которой назначен на 16 апреля.

Исходя из анализа компании в рамках DCF модели мы рекомендуем **Покупать** акции МТС, целевая цена – 21,16 долл. В настоящее время, по нашим оценкам, несмотря на то, что бумаги МТС не подвергались коррекции в марте, они выглядят существенно более недооцененными по сравнению с Вымпелкомом.

Сравнивая компании операторов можно говорить о схожести их положений и идентичности стратегий. Российский рынок - основной рынок деятельности МТС и Вымпелкома - в 2007 году закончил фазу органического роста, когда рост выручки операторов формировался за счет привлечения новых абонентов. В борьбе за новых клиентов компании проводили политику серьезного снижения тарифов (примерно в 2 раза с 2003 года). В прошлом году мы впервые наблюдали устойчивый рост показателя ARPU (ежемесячный доход с 1 абонента) за счет улучшения качества и предоставления новых услуг. Это – новый драйвер роста акций мобильных операторов. Уровень ARPU в России кратно отстает от европейских значений. Поэтому решающим фактором в конкурентной борьбе становится способность менеджмента первым предложить востребованный пакет телекоммуникационных услуг. Сегодня основной характеристикой оператора остается количество обслуживаемых абонентов. Хотя клиентская база МТС в России на 11,2% шире, чем у Вымпелкома, капитализация первого составляет 26,5 млрд. долл. против 30 млрд. второго. Мультипликаторы также выявляют привлекательность МТС по сравнению с Вымпелкомом.

Обратно пропорционально к ARPU относится доля абонентов оператора. МТС и Вымпелком в 2007 году продемонстрировали падение доли, однако это не является негативной тенденцией, так как снижение произошло из-за прироста абонентской базы региональных операторов в наиболее «бедных» регионах, где все еще наблюдается органический прирост базы абонентов.

Динамика котировок акций с начала года, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

#### Ключевые финансовые показатели МТС

млн. долл.	9М 2007	2006	2007 прогноз Ист Коммерц	изм., %
Выручка	5 926	6 384	8 280	29,7%
Валовая прибыль	3 431	3 683	4 852	31,7%
Валовая рентабельность	57,9%	57,7%	58,6%	
ЕБИТ	2 090	2 134	2 978	39,5%
Рентабельность по ЕБИТ	35,3%	33,4%	36,0%	
OIBDA	3 097	3 230	4 320	33,7%
Рентабельность по OIBDA	52,3%	50,6%	52,2%	
Чистая прибыль	1 611	1 246	2 145	72,2%
Рентабельность по чистой прибыли	27,2%	19,5%	25,9%	

Источник: данные компании, расчеты Ист Коммерц

#### Мультипликаторы 2007 года

	Мср, млн. долл.	EV/S	EV/EBITDA	P/E
МТС	26 461	3,57	10,40	12,34
Вымпелком	29 959	4,94	9,85	20,48

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

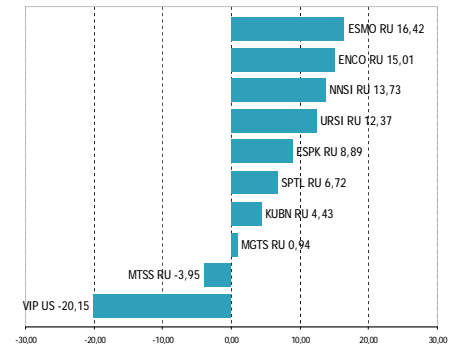
### Фиксированная связь

Март для операторов фиксированной связи оказался очень удачным месяцем. Интрига вокруг приватизации дочек Связьинвеста снова вышла в ряд важнейших на российском фондовом рынке. В середине месяца министр связи Леонид Рейман заявил, что вопрос о приватизации МРК может решиться в первом полугодии 2008 года в связи с формированием нового кабинета министров. Рынок отреагировал покупками. Лидерами роста по итогам месяца стали акции Центртелеком (ESMO) и Сибирьтелеком (ENCO), подорожавшие на 16,42% и 15,01% соответственно.

Вторым важным событием марта стала публикация Федеральной Службы по Тарифам планов по повышению тарифов на фиксированную связь. В целом, ничего радикального ФСТ не представила: планируемые темпы повышения цен на телефонию близки к потребительской инфляции. Так, рост цен в 2009 году предполагается на 7-7.5% и на 6% в 2010 и 2011 годах. Несмотря на то, что в момент выхода новость оказала слабое влияние на рынок, определенность в планах ФСТ, по нашему мнению, окажет долгосрочную поддержку бумагам МРК.

Обнародованные планы ФСТ в том числе коснулись междугородней связи. Уже в 2009 году регулирование тарифов междугородней связи Ростелекома может быть отменено. Однако на этом рынке Ростелеком уже не является монополистом, поэтому существенного роста цен мы не ожидаем. Эта мера была бы вполне объективна, т. к. борьба за клиентскую базу заставит оператора придерживаться либеральной тарифной политики. И все-таки мы считаем, что предоставление свободы Ростелекому в выборе цен на дальнюю связь окажет неизбежное положительное влияние на операционную деятельность компании.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Наименование компаний	Тикер	Последняя цена	EV/Sales		EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E	
			2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E	2008E	2009E
ЦентрТелеком, ао	ESMO RU	0,78	1,53	1,40	9,76	8,53	4,64	4,24	14,41	10,37
Северо-Западный Телеком, ао	SPTL RU	1,27	1,58	1,45	10,27	10,10	5,88	5,27	10,08	10,76
ВолгаТелеком, ао	NNSI RU	4,64	1,64	1,56	8,67	8,08	4,56	4,07	9,8	9,37
ЮТК, ао	KUBN RU	0,17	1,93	1,83	10,84	9,55	5,37	4,94	15,00	15,00
Уралсвязьинформ, ао	URSI RU	0,05	1,99	1,82	12,97	11,20	6,78	5,83	18,17	10,90
Сибирьтелеком, ао	ENCO RU	0,10	1,36	1,23	9,04	7,63	5,22	4,41	8,3	7,73
Дальсвязь, ао	ESPK RU	4,90	1,27	1,19	7,50	5,52	4,64	3,81	8,96	6,95
МГТС, ао	MGTS RU	32,30	3,31	3,06	5,94	5,73	4,73	4,30	9,07	8,10
Комстар-ОТС, ао	CMST RU	10,30	3,68	3,35	14,45	13,03	10,03	9,12	16,94	12,50
МТС, ао	MTSS RU	12,90	3,61	3,24	9,04	7,91	6,19	5,31	4,01	4,63
Вымпелком, ао	VIP US	29,21	3,60	3,10	13,97	11,84	9,43	8,15	14,50	11,87
СТС-Медиа, ао	CTCM US	27,95	6,26	4,92	15,55	12,37	14,12	11,21	22,75	17,56

Источник: расчеты Ист Коммерц

**ТРАНСПОРТ**

Наименование компаний	Тикер	Цена спроса, \$	Цена предл, \$	Последняя цена, \$	Мсар (РТС), млн. долл.	Справедливая цена, \$	Потенциал роста, %	Рекоменд.
Аэрофлот	AFLT	4,05	4,25	4,15	4664,59	5,4	26,2%	Покупать
Ютэйр	TMAT	0,75	0,78	0,77	438,68	1,1	41,4%	Покупать
S7 Airlines	AVSI	4035,00	4300,00	4167,50	413,92	7179,4	67,0%	Покупать

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

**Сегмент авиаперевозок**

В марте бумаги авиакомпаний не смогли продемонстрировать такие же хорошие результаты что и в феврале. Более того, котировки наиболее ликвидных бумаг компаний-авиаперевозчиков снизились в среднем на 2-5%.

Лидером падения оказался вчерашний лидер роста - Аэрофлот. За месяц акции компании потеряли в цене 5,1%. Котировки подкосил негативный новостной фон прошедшего месяца.

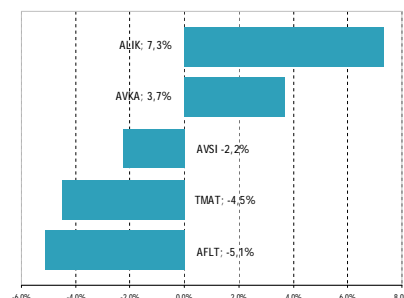
Наибольшее влияние на акции компании оказала ситуация вокруг регионального авиаперевозчика «Владивосток авиа». «Аэрофлот» давно проявляет интерес к «Владивостоку авиа» с целью создания объединенной дальневосточной авиакомпании. Однако, в начале года госкорпорация «Ростехнологии» предложила внести в свой уставный капитал госпакеты акций компаний, входящих в альянс AiRUnion, а также ГТК «Россия», авиакомпаний «Сибирь» и «Владивосток авиа».

В ответ, в середине марта гендиректор «Аэрофлота» Валерий Окулов, заявил что не видит смысла в создании дальневосточной компании без «Владивостока авиа» (проект предусматривает консолидацию трех компаний: Владивосток авиа, Сахалинские авиатрассы и Дальавиа). По его словам на Дальнем Востоке необходимо создавать мощного авиаперевозчика, в связи с опережающими темпами роста пассажирских перевозок в этом регионе. В результате котировки «Аэрофлота» упали на 12%.

«Точки над i» в этой истории расставило «Росимущество», заявив что не поддерживает идею передачи госпакета акций ОАО «Владивосток авиа» «Ростехнологиям». Глава ведомства Валерий Назаров заявил, что дальневосточные авиационные активы (включая госпакет «Владивосток авиа») будут передан «Аэрофлоту». В результате, по итогам месяца бумагам Аэрофлота удалось скорректироваться вверх, завершив месяц снижением всего на 5.1%.

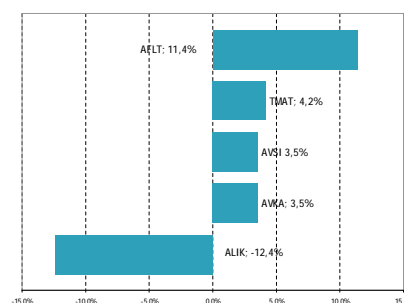
Еще одной негативной новостью для крупнейшей российской авиакомпании стал возможный перенос сроков поставки самолётов Sukhoi SuperJet-100. В основе нашей DCF модели лежат прогнозные значения операционных показателей группы Аэрофлот, опубликованных в октябре 2007 год. Планируется, что в к 2010 году пассажиропоток авиакомпании увеличиться до 13,9 млн. человек, что соответствует среднегодовому темпу роста на уровне 16,7%. Достичь прогнозных показателей компания рассчитывает в том числе при помощи реализации программы по обновлению и расширению самолётного парка, SSJ-100 играет в данной программе играет немалую роль.

Динамика котировок акций за месяц, %



Источник: данные РТС, расчеты Ист Кэпитал

Динамика котировок акций с начала года, %



Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

Мы полагаем, что несмотря на негативное давление данной новости на котировки акций Аэрофлота, сдвиг сроков поставки самолетов окажет незначительное давление на операционные результаты компании и, как следствие, практически не отразится на её стоимости.

Тот факт, что контракт заключенный между «Аэрофлотом» и «Объединенной авиастроительной корпорацией» предусматривает определенный временный лаг позволяет надеяться, что менеджмент компании учел подобный форс-мажор в своих планах.

Наша целевая цена по бумагам «Аэрофлота» составляет 5,4 долл, что подразумевает потенциал роста на уровне 26%. Рекомендация **Покупать** остается без изменений.

Наименование компаний	Тикер	Последняя цена, \$	EV/Sales			EV/EBIT			EV/EBITDA			P/S		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
Аэрофлот	AFLT RU	4,2	1,3	1,0	0,8	10,3	8,4	5,9	7,9	6,4	4,6	1,2	0,9	0,7
Ютэйр	TMAT RU	0,8	0,9	0,7	0,6	15,7	13,8	11,2	6,6	5,5	4,6	0,5	0,4	0,3
S7	AVSI RU	4167,5	0,6	0,6	0,5	7,7	6,5	5,0	7,0	5,9	4,6	0,4	0,3	0,2
Красэйр	AVKA RU	265,0	0,5	-	-	5,0	-	-	5,0	-	-	0,2	-	-
Кубанские авиалинии	ALIK RU	725,0	0,3	-	-	1,8	-	-	1,8	-	-	0,4	-	-
Медиана по развивающимся странам (2008E)				1,0			13,8			8,7			0,6	

Источник: данные Bloomberg, расчеты Ист Коммерц

© Ист Коммерц, 2008 г. Все права защищены.

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

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

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

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

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

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

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу.

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

**Тел.: (495) 644-1122**

**Факс: (495) 644-4797**

**Email: [research@eastkom.ru](mailto:research@eastkom.ru)**

#### *Департамент аналитических исследований*

*Head of Research*

**Фетисов Александр**

тел.: (495) 644-1122

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

#### *Департамент продаж*

*Head of Equity Sales/  
Domestic Sales*

**Пермяков Никита**

тел.: (495) 500-8185

моб. +7 (916) 900-1856

e-mail: [NPPermyakov@eastkom.ru](mailto:NPPermyakov@eastkom.ru)

*Equity Sales Manager/  
International Sales*

**Ашешов Ник**

Тел.: +7(495) 644-1122

e-mail: [NAsheshov@eastkom.ru](mailto:NAsheshov@eastkom.ru)

#### *Департамент управления активами*

**Аляпкин Максим**

тел.: (495) 644-1122 доб. 2261

e-mail: [MAlyapkin@eastkom.ru](mailto:MAlyapkin@eastkom.ru)

#### *Департамент брокерского обслуживания*

*Head of Brokerage*

**Иванов Алексей**

тел.: (495) 644-1122 доб. 2277

e-mail: [AIvanov@eastkom.ru](mailto:AIvanov@eastkom.ru)

#### *Представительства в России*

**С-Петербург**

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

[Petersburg@eastkom.ru](mailto:Petersburg@eastkom.ru)

**Калининград**

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

[Kalininograd@eastkom.ru](mailto:Kalininograd@eastkom.ru)

**Ставрополь**

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

[Stavropol@eastkom.ru](mailto:Stavropol@eastkom.ru)

**Кемерово**

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

[Kemerovo@eastkom.ru](mailto:Kemerovo@eastkom.ru)

**Липецк**

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

[Lipeck@eastkom.ru](mailto:Lipeck@eastkom.ru)

**Ростов-на-Дону**

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

[Rostov@eastkom.ru](mailto:Rostov@eastkom.ru)

**Воронеж**

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

[Voronezh@eastkom.ru](mailto:Voronezh@eastkom.ru)

**Оренбург**

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

[Orenburg@eastkom.ru](mailto:Orenburg@eastkom.ru)

**Уфа**

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

[Ufa@eastkom.ru](mailto:Ufa@eastkom.ru)

**Чебоксары**

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

[Cheboksary@eastkom.ru](mailto:Cheboksary@eastkom.ru)

**Челябинск**

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

[Chelabinsk@eastkom.ru](mailto:Chelabinsk@eastkom.ru)

**Владивосток**

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

[Vladivostok@eastkom.ru](mailto:Vladivostok@eastkom.ru)

#### *Представительства в Центральной Азии*

**Узбекистан**

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

факс: +998 71 1385768

**Кыргызстан**

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

факс: +996 31 2660806