



## Лучшие инвестиционные идеи Стратегия на 2009 год.

20 января 2009 г.  
ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»  
Стратегия

В данной стратегии мы представляем наиболее интересные инвестиционные идеи в акциях второго-третьего эшелонов на 2009 год.

### Основные макроэкономические события за 2008 год.

Катастрофический для мировой экономики 2008 год подтвердил худшие опасения немногих, которые предсказывали скорый мировой экономический «апокалипсис» начиная с 2007-го года, когда впервые пошатнулся колоссальный рынок кредитных деривативов. В начале 2008 года мало кто говорил о полномасштабном финансовом кризисе, полагая, что это кризис локальный и управляемый, однако локализовать его не удалось. Для ведущих экономик мира наступила расплата за многолетнее игнорирование рисков, связанных с безудержным ростом ликвидности и экспансии низкокачественных кредитов, которые явились следствием политики низких процентных ставок в США. Появление инновационных кредитных деривативов, таких как ипотечные облигации, дефолтные свопы, и т.д. привело к размыванию кредитных рисков, а недостаток регулирования повлек образование портфеля обязательств на сумму, превышающую мировой ВВП. В результате существующая система оценки рисков оказалась неадекватной, что стало очевидно к моменту краха крупного инвестбанка Bear Sterns в середине марта. Но масштабы бедствия стали окончательно ясны 14 сентября с банкротством четвертого по величине инвестбанка Уолл-Стрит - Lehman Brothers. Громкое банкротство обвалило биржи и привело к остановке кредитных рынков по всему миру. Смерть Lehman Brothers ясно показала, что теперь никто не застрахован от наихудшего. Ипотечный «пузырь», который в 2001-2003 году казался спасением от циклического спада, теперь лопнул, спровоцировав цепную реакцию огромного количества «пузырей», которые успели вырасти в условиях избытка дешёвых денег и недостатка качественного регулирования и адекватной оценки рисков. Беспрецедентная глобализация рынков за последние 30-35 лет вовлекла в данный процесс большое количество развивающихся стран. Если ранее циклические кризисы, в основном, носили локальный характер, то теперь мир впервые столкнулся с подлинно глобальным финансово-экономическим кризисом, в котором не останется «тихих гаваней».

Основным событием ушедшего года, безусловно, стал громкий крах ряда «китов» американского инвестиционно-банковского бизнеса. В начале 2008 г. никто и представить себе не мог подобного развития событий. Bear Sterns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, крупнейший страховщик AIG либо обанкротились, либо были срочно проданы или национализированы. Выжившие банки раз за разом объявляли о рекордных списаниях. Ипотечные агентства Fannie Mae и Freddie Mac, имевшие высочайшие кредитные рейтинги фактически, переведены на «искусственное дыхание» с помощью государства. Стало очевидно, что кризис носит глубокий системный характер, и Wall Street в прежнем виде существовать уже не сможет.

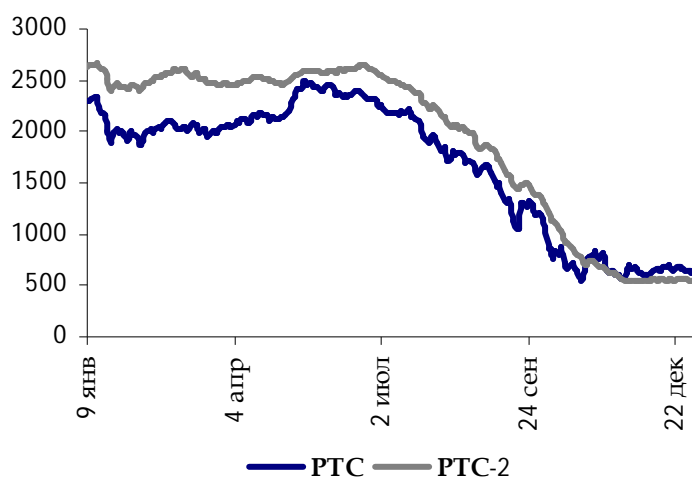
Во второй половине года печальные макроэкономические рекорды в США оставили сомнений в том, что кредитный кризис перешёл в тяжелейший экономический. В третьем квартале наступление рецессии в США подтвердилось - ВВП снизился на 0.5% против роста в 2.8% за II квартал. В ноябре уровень официальной безработицы поставил рекорд за 15 лет - 6.7%. Рынок недвижимости - главный «виновник» кризиса показал двадцатипятилетний (с 1982 г.) минимум по продажам новых домов. Розничные продажи - важнейший индикатор здоровья американской экономики - снижались с июля, а индекс

потребительского доверия в декабре достиг исторического минимума – 38.6% от уровня 1985 года. К декабрю индекс Dow Jones потерял 29% от начала года - такого крутого обвала американский фондовый рынок не знал со времён Великой Депрессии.

Паническое бегство инвесторов от рисков спровоцировало отток спекулятивных капиталов с фондовых и товарных рынков. Рухнули цены на все основные товары. Нефть, стоившая в июле свыше \$145 завершила год на уровнях \$42-46. Решения ОПЕК по резкому снижению добычи не помогли. Не привели к должному эффекту и беспрецедентные серии снижений учётных ставок основными центробанками мира. В частности, ФРС снижало базовую ставку семь раз, с 3.5% до 0.25% на конец года. Однако к возвращению оптимизма это не привело.

Россия, вступившая в 2008 год в полной уверенности, что ей не грозят катаклизмы, обрушившиеся на западные рынки, тем не менее завершила год с тяжёлыми экономическими потерями. Первую половину года ничто не предвещало «жёсткой посадки». Цена на нефть, а вслед за ней и значения биржевых индексов, достигли исторических максимумов к середине года, но с третьего квартала наметился радикальный перелом. Нефть начала дешеветь, а сфера политики преподнесла рынку ряд неприятных сюрпризов, что обусловило снижение индекса РТС к 1650 пунктов до уровня 2006 года. Острые проблемы с ликвидностью на западе, после краха Lehman, привели к самому резкому оттоку инвесторов с российских бирж за всю их историю. В итоге, российский рынок завершил год с потерей 73% с начала года и 75% от майских максимумов, что является худшим результатом среди развивающихся рынков. Фактически, российский фондовый рынок вернулся в 2005 год.

#### Динамика индексов РТС и РТС-2 за 2008г.



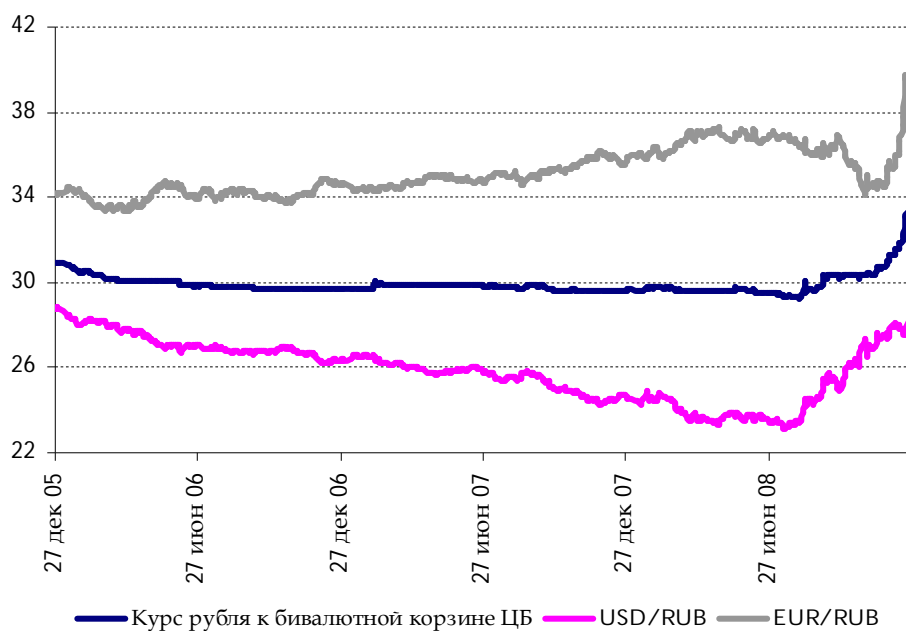
Источник: РТС

В результате резкого снижения экспорта, страна встала перед проблемой дефицита торгового баланса. Путём масштабных денежных вливаний правительству удалось предотвратить в сентябре-октябре паралич банковской системы. Экстренные меры с участием государства были предприняты по спасению некоторых крупных банков, оказавшихся в сентябре на грани банкротства. Так, ситуация с КИТ-Финанс, Собинбанком, Связь-банком, банком Глобэкс и некоторыми другими была своевременно урегулирована покупкой данных банков крупными финансовыми институтами с государственным участием, и распознание паники удалось предотвратить. Также, резкое увеличение лимита страхования вкладов физлиц до 700 тыс. рублей позволило не допустить массовый отток вкладов населения с депозитов. Несмотря на то, что, многие вкладчики банков всё-таки перевели свои сбережения в крупнейшие и наиболее устойчивые банки, в целом, ситуация не вышла из-под контроля. Таким

образом, российский финансовый сектор, благодаря быстрой реакции и почти двухтриллионным вливаниям, избежал коллапса, и в целом, понёс незначительные потери.

Однако, на фоне девальвации рубля, банки и население предпочли разместить рублёвые активы в долларах и евро, что усилило давление на национальную валюту. Для смягчения темпа девальвации ЦБ пошёл на расходование международных резервов, которые сократились с почти 600 млрд. долл. в августе до 455 к концу года. Сохранив политику валютного коридора, Центробанк несколько раз в течение IV квартала расширял его границы, при этом осуществляя масштабные интервенции для пресечения спекулятивных атак, ослабляя рубль и не допуская обвальную динамику. Всего, ослабление рубля к бивалютной корзине составило 14,25% с начала года. Таким образом, завершился длительный период укрепления рубля к доллару США, обусловленный сильно положительным сальдо внешней торговли, сохранявшимся несколько последних лет, благодаря растущим ценам на углеводороды, и притоку нефтедолларов. Укрепляющийся все эти годы рубль оказывал значительное давление на внутреннего производителя, который не мог конкурировать в цене с импортом, что противоречило задаче диверсифицирования экономики. Вместе с тем, данный фактор обуславливал выгоды инвестирования в российскую экономику. В 2009 году ситуация должна измениться. Мы полагаем, что курс рубля к корзине и дальше будет умеренными темпами снижаться, по крайней мере, до IV квартала, что повлечёт удорожание импорта, и несколько снизит привлекательность инвестирования в Россию. При этом откроется «окно» возможностей для малого и среднего бизнеса, ориентированного как на внутренний, так и на внешний рынки, что должно привести к некоторому оживлению производства уже в конце 2009-начале 2010 года. Вместе с этим, кризис доверия, поразивший банковский сектор, взвинтил ставки на межбанковском рынке, и сделал кредиты, в особенности долгосрочные, недоступными. Пока сохраняется неопределённость перспектив российской экономики, увеличения кредитования мы не ожидаем. Позитивными в этом смысле могут стать стимулирующие государственные меры, такие как субсидирование процентных ставок и гарантия по заимствованиям предприятий, расширение которых в будущем году представляются вероятным.

#### Динамика курса рубля к бивалютной корзине ЦБ с 2005 г.



Источник: данные Банка России, расчеты АЛОР-ИНВЕСТ.

В итоге, в IV квартале российская экономика, впервые за 10 лет понесла ощутимые потери. Наиболее тяжёлым месяцем для российского промпроизводства оказался ноябрь. В декабре ситуация несколько улучшилась, что, однако не спасло от отрицательной квартальной динамики. Резко сократили производство ведущие промышленные предприятия страны. Металлургическое производство снизилось на 13.3% к ноябрю 2007-го, деревообработка - на 20%, а химическая промышленность – на 26.8%. В итоге, индекс промышленного производства составил 3% по итогам года, оставшись положительным лишь благодаря первому полугодю. Снижение за IV квартал также отмечалось и в наиболее защищённом секторе производства и распределения электроэнергии, хотя по результатам года данный сектор будет иметь значительный прирост к 2007 году, в основном за счёт роста тарифов. Впервые за 10 лет наблюдалось значительное снижение цен производителей, составившее почти 25% по итогам года. Потребительская инфляция за прошедший год превысила 13%. Рекордным был также отток иностранного капитала, по разным оценкам составивший от 90 до 100 млрд. долл. Он был вызван, прежде всего, массовым закрытием позиций иностранными фондами на Российском фондовом рынке в сентябре-октябре, а также «бегством от рубля в доллар» отечественных банков, имевших доступ к рублёвой ликвидности ЦБ.

### Основные макроэкономические параметры РФ.

Показатель	2005	2006	2007	2008П	2009П
Рост ВВП %	6.4%	6.7%	7.6%	5.7%	-0.6%
ВВП на душу населения \$ (номинальный)	5338	7612	8903	10747	8874
Инвестиции в основной капитал %	10.9	13.7	20.3	11.1	-9.4
Индекс промышленного производства %	4	3.9	6.5	3	-6.4
Рост оборота розничной торговли %	12.8	13	14.9	14.5	-2.3
Экспорт млрд.\$	241.5	302	346	415.2	284.0
Импорта млрд.\$	98.7	137.5	187.69	243.99	238.0
Инфляция %	10.9	9	12.10	13.5	15.0
Среднегодовой курс доллар/рубль	28.31	27.13	25.55	24	35.3
ЗВР (в млрд. \$) (на конец года)	182	303	470	634.5	326.0
Средняя цена на нефть \$ Urals	50.4	61.1	68.7	94.6	41.2
Индекс РТС (на конец года) пунктов	1125	1922	2300	550	1100
Ставка ФРС (на конец года) %	4.25	5.25	4.25	0.25	0.25
Ставка рефинансирования (на конец года) %	12	11	10	13	13.5

Источник: данные Росстата, МинЭкономРазвития, Банка России, прогнозы АЛОР-ИНВЕСТ.

В будущем году, по нашим прогнозам, ситуация в экономике будет оставаться тяжёлой. Значительного роста цен на нефть ожидать не стоит, ввиду общего замедления мировой экономики. Российскую экономику ожидает спад инвестиций из-за удорожания кредитных ресурсов, а также прекращения притока иностранного капитала, особенно на фоне ослабления рубля. Также стоит ожидать и существенного сокращения инвестиционных программ, в том числе и системообразующими предприятиями с госучастием, так как бюджетным приоритетом, на наш взгляд, станут социальные расходы. Кроме того, многие компании, планировавшие публичные размещения в 2009 году, по нашему мнению, откажутся от этой идеи.

Инфляция в 2009 году, скорее всего, увеличится незначительно, так как страну ожидает резкое сокращение нефтяных доходов, бюджетного профицита и импорта. Против инфляции также сыграют сокращение номинальных доходов населения и удорожание обслуживания валютного долга. Вместе с тем, импортная продукция станет дороже, а подорожавшие краткосрочные кредиты и запланированный рост тарифов естественных монополий повысят издержки производителей. Мы прогнозируем инфляцию в 2009 году на уровне 15%, что на 1.5% больше значения 2008 года. При этом стоит ожидать снижения экспортных пошлин и акцизов на основные сырьевые товары,

что позволит поддержать сырьевые отрасли, составляющие существенную часть российской экономики.

Также, на наш взгляд, в 2009 году не исключён коррекционный рост фондовых рынков. Однако он, скорее всего, будет относительно плавным, при сохранении волатильности. В первом-втором квартале не исключены уровни ниже минимумов 2008-го по индексу РТС, однако стабилизация индексов позволит инвесторам активизировать долгосрочные покупки изрядно подешевевших российских бумаг, а в условиях резко сократившихся объёмов торгов, даже незначительный по прежним меркам приток капиталов существенно отразится на фондовых индексах. По итогам 2009 года мы считаем возможным восстановление российского рынка до 990-1100 пунктов по индексу РТС, а также не исключаем ограниченное возвращение иностранных фондов. Наиболее надёжными мы считаем акции крупнейших сырьевых, металлургических и инфраструктурных компаний, при этом машиностроение и финансовый сектор весь будущий год будут под давлением негативных факторов. Что касается второго эшелона, то и здесь ближе к концу года не исключены масштабные покупки. Третий эшелон, на наш взгляд в этом году останется без особого внимания, так как перспективы мелких и средних компаний в будущем году останутся туманными, а их фундаментальные показатели на будущий год будут под угрозой значительного ухудшения. Тем не менее, 2009 год определённо станет подходящим для формирования агрессивных долгосрочных портфелей низколиквидных бумаг с горизонтом инвестирования от трёх лет.

## Отраслевой срез

### Межрегиональные компании связи (МРК).

Первая половина минувшего года была для МРК довольно невыразительной. Консервативность данного сектора, а также нежелание Связьинвеста приватизировать свои контрольные пакеты в МРК, сдерживали рост котировок. Задача полной цифровизации, поставленная перед компаниями, держала капитальные инвестиции и заимствования на довольно высоком уровне, а регулируемые тарифы ставили их вне рыночных условий развития. Это привело к тому, что инвесторы мало интересовались данной отраслью, и по темпам роста МРК показывали результат существенно хуже рынка, что, тем не менее, не помешало их котировкам обвалиться значительно сильнее биржевых индексов, снизившихся, в среднем на 73%. МРК же, по итогам года подешевели в среднем на 88%.

Компания	Тикер	Цена акции на 09.01.2008, \$	Цена акции на 31.12.2008, \$	Изм-е, %	Мcap, \$ млн.	S 09	E 09	EBITDA 09
ВолгаТелеком	NNSI	5.85	0.54	-90.77%	133	1 142	112	468
Дальсвязь	ESPK	5.33	0.57	-89.31%	54	576	76	218
СЗТ	SPTL	1.65	0.21	-87.27%	185	896	61	347
Сибирьтелеком	ENCO	0.115	0.01	-91.30%	120	1 317	106	487
Уралсвязьинформ	URSI	0.057	0.01	-82.46%	323	1 420	102	510
ЦентрТелеком	ESMO	0.9	0.13	-85.56%	205	1 172	143	447
ЮТК	KUBN	0.197	0.02	-89.85%	59	760	28	271
<b>Среднее:</b>				<b>-88.07%</b>				

Источник: РТС, данные компаний, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Однако на предстоящий период стабильность, консервативность и стратегическая важность данных компаний могут стать хорошей защитой от фундаментальных потерь, ожидающих многие российские отрасли в предстоящем году. Если говорить о различных направлениях бизнеса, то основное – фиксированная связь – является одним из наиболее стабильных. Количество абонентов фиксированной связи не снизится даже в период кризиса, а регулируемость тарифов не позволит рыночным факторам давить на них. Кроме того, на наш взгляд, государство не допустит дефолтов по долгам данных компаний, а в случае необходимости, предусмотрит каналы предоставления им ликвидности, как для обслуживания долгов, так и для поддержания оборотного капитала. Также, согласно заявлениям руководства Связьинвеста, задача 100%-ной цифровизации отложена на более благоприятный период, и это позитивно отразится на денежном потоке МРК. Также, Федеральная служба по тарифам (ФСТ) запланировала с первого марта повышение тарифов на услуги местной и внутризоновой связи в среднем на 8% по всем МРК.

Что касается нерегулируемых направлений, то их перспективы нам также представляются стабильными. Услуги сотовой связи в современном обществе являются незаменимыми, а их стоимость достаточно низка, чтобы не стать обременительной статьёй расходов для каждого потребителя. Мы полагаем, что на случай некоторого снижения активности абонентов, у всех МРК есть резерв для повышения тарифов без существенного оттока абонентов. То же, хотя и в меньшей степени, касается и услуг широкополосного доступа. Для дальнейшего проникновения услуг доступа к Интернет в стране сохраняется значительный потенциал, и в сегодняшней ситуации без него невозможно ни получение образования, ни ведение бизнеса. По нашим прогнозам, динамика новых подключений в 2009 году может замедлиться, однако останется положительной. В сотовом сегменте мы допускаем незначительное снижение подключений, в основном за счёт отказа бизнеса от содержания корпоративных абонентов.



Таким образом, мы расцениваем фундаментальные перспективы межрегиональных компаний связи как стабильные, без существенного роста, однако и с низкой вероятностью снижения показателей, что является для нас определяющим фактором их привлекательности в будущем году. По-сути, глубина падения котировок МРК с майских уровней основана только на косвенных причинах, и не несёт фундаментального характера, за исключением увеличения странового и валютного риска, а также стоимости заёмного капитала.

#### Прогноз финансовых показателей МРК на 2009 г.

Компания	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	P/IC
ВолгаТелеком	1.2	0.7	1.6	25.7
Дальсвязь	0.7	0.5	1.2	36.7
СЗТ	3.0	0.5	1.4	35.1
Сибирьтелеком	1.1	0.7	2.0	28.6
Уралсвязьинформ	3.2	1.0	2.8	95.2
ЦентрТелеком	1.4	0.9	2.4	26.1
ЮТК	2.2	1.2	3.4	15.1
<b>Среднее:</b>	<b>1.83</b>	<b>0.80</b>	<b>2.12</b>	<b>37.51</b>

Источник: РТС, данные Связьинвест, данные компаний, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Основной проблемой МРК в будущем году может стать многомиллиардная почти для каждой компании долговая нагрузка. При этом, в значительной степени она приходится на облигации, оферты по которым наступят в 2009 году. Мы считаем вероятным предъявление к выкупу большинства облигаций. Однако, так как до сих пор ни одна МРК не допускала дефолтов, и мы считаем возможным рефинансирование за счёт дополнительных размещений облигаций или векселей, в том числе среди государственных структур. С точки зрения долговой нагрузки наиболее благоприятное положение у Дальсвязи и Северо-Западного телекома. Наиболее высокая относительная долговая нагрузка у ЮТК и Центртелекома.

#### Целевые цены по акциям МРК на 2009 г.

Компания	Цена, \$	МСар	Цель	Потенциал	Рекомендация
ВолгаТелеком	0.54	132.8	2.27	319.8%	Покупать
Дальсвязь	0.57	54.5	2.89	406.2%	Покупать
СЗТ	0.210	185.0	0.737	251.1%	Покупать
Сибирьтелеком	0.010	120.1	0.041	306.2%	Покупать
Уралсвязьинформ	0.0100	323.0	0.0149	49.0%	Держать
ЦентрТелеком	0.13	205.1	0.29	120.3%	Покупать
ЮТК	0.020	59.2	0.071	255.3%	Покупать
<b>Среднее:</b>				<b>244%</b>	

Источник: РТС, данные Связьинвест, данные компаний, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Также, весьма привлекательными мы считаем акции МРК в связи с высокой дивидендной доходностью, особенно по привилегированным акциям. Устав каждой МРК предусматривает выплату дивидендов, в том числе и промежуточных. Ввиду стабильности денежного потока данных компаний, мы считаем высокой вероятностью дивидендных выплат за 2008 год. А учитывая низкие уровни текущих котировок, доходность по данным дивидендным выплатам может быть весьма высокой. Предлагаем обратить особое внимание на привилегированные акции Северо-Западного Телекома (ожидаемая дивидендная доходность – 47%), ЮТК (27.2%), и Волгателекома (25.1%). По нашему мнению, указанные эмитенты смогут выполнить дивидендные обязательства перед миноритариями.

## Оценка дивидендной доходности по акциям МРК за 2008 г.

Эмитент	Тикер	Размер дивиденда на 1 акцию, руб. За 2006 г.	Размер дивиденда на 1 акцию, руб. За 2007 г.	Среднее значение за 2006 и 2007 гг.	Цена акции на 18.11.08, руб.	Доходность, %
ВолгаТелеком ао	NNSI	1.5776	2.1346	1.8561	16.06	11.56%
ВолгаТелеком ап	NNSIP	2.99	4.05	3.52	14.02	25.11%
Дальсвязь ао	ESPK	0.8	0.9	0.85	16.71	5.09%
Дальсвязь ап	ESPKP	2.4	2.76	2.58	14.1	18.30%
СЗТ ао	SPTL	0.357	0.642	0.4995	6.158	8.11%
СЗТ ап	SPTLP	0.858	3.997	2.4275	5.21	46.59%
Сибирьтелеком ао	ENCO	0.017	0.035	0.026	0.32	8.13%
Сибирьтелеком ап	ENCOP	0.0315	0.0664	0.04895	0.226	21.66%
Уралсвязьинформ ао	URSI	0.0164	0.0228	0.0196	0.294	6.67%
Уралсвязьинформ ап	URSIP	0.0266	0.047	0.0368	0.183	20.11%
ЦентрТелеком ао	CTLK	0.1999	0.3547	0.2773	3.57	7.77%
ЦентрТелеком ап	CTLKP	0.3893	0.691	0.54015	2.7	20.01%
ЮТК ао	UTEL	0.053	0.0821	0.06755	0.647	10.44%
ЮТК ап	UTELP	0.1218	0.1879	0.15485	0.57	27.17%
<b>Среднее:</b>						<b>16.91%</b>

Источники: данные компаний, СПАРК, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Полагаем, что текущие уровни крайне привлекательны для приобретения акций МРК с целью получения высокой дивидендной доходности. По всем компаниям сектора ориентировочная дата закрытия реестра – апрель-май месяц. Риск отказа от выплаты дивидендов за 2008 год мы считаем невысоким.

## Минеральные Удобрения

2008 год стал эпохальным для отрасли минеральных удобрений. Беспрецедентный рост мировых цен на их продукцию сделал акции этого сектора одними из самых привлекательных на рынке. Низкие в сравнении с мировой внутренней цена на газ – основной энергоноситель для производства минеральных удобрений – обусловила рекордно низкие издержки. Таким образом, российские производители минеральных удобрений стали одними из самых рентабельных в мире. Значительный свободный денежный поток дал возможность российским производителям не наращивать долгов, и обзавестись стратегическими сырьевыми активами внутри страны и за рубежом. У сектора были отличные показатели рентабельности по итогам 2008 года - средняя рентабельность по чистой прибыли за 2008 год - 34.5%, по EBITDA – 56.7%, что существенно выше многих других отраслей. Долговая нагрузка на сектор, также крайне низка.

Однако падение рынка сильно повлияло и на котировки данного сектора. За исключением Тольяттиазота, в среднем рассмотренные нами компании потеряли 72% капитализации. Вместе с этим, вследствие замедления мировой экономики, значительно ухудшилась конъюнктура цен на основную продукцию. Так цены на азотные и фосфатные удобрения, достигнув летом исторических максимумов, потеряли к концу года в среднем 60% цены. Ситуация с калийными удобрениями, производителями которых являются Уралкалий и Сильвинит, несколько лучше, и мы не предвидим падения цен на данный вид удобрений более чем на 20% в среднем по странам - основным его потребителям (Китай и Бразилия). Особенность этого вида удобрений в том, что его мировые запасы крайне ограничены.



## Прогноз финансовых показателей компаний сектора на 2009 г.

Компания	Тикер	Цена акции на 09.01.2008, \$	Цена акции на 31.12.2008, \$	Изм-е, %	Мсар, \$ млн.	S 09	ЕВITDA 09	Е 09
Акрон	akrn	58	10	-82.76%	477	1070.0	706.43	42.00
Дорогобуж	dgbz	0.46	0.23	-50.00%	166	348.9	192.60	77.27
Тольяттиазот	tlaz	8.5	16	88.24%	1 554	678.9	245.70	123.77
Сильвинит	silv	920	210	-77.17%	1 643	2391.0	1564.00	1133.00
Уралкалий	urka	7.83	1.85	-76.37%	3 930	2032.0	1231.00	980.00
<b>Среднее:</b>				<b>-39,61%</b>				

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Негативным фактором для сектора, также станет замедление процесса консолидации предприятий отрасли со стороны двух крупных холдингов – Акрона, Еврохима и Уралхима, которые планировали выход на размещение в 2009 году. Однако, отток ликвидности с рынков вынудил их отложить размещения на неопределённый период. Выход крупных холдингов на IPO позволил бы повысить прозрачность сектора и увеличить его капитализацию.

### Прогноз финансовых показателей на 2009 г

Компания	Тикер	EV 09	EV/S 09	EV/ЕВITDA 09	P/E 09
Акрон	akrn	1 316	1.2	1.9	11.4
Дорогобуж	dgbz	208	0.6	1.1	2.1
Тольяттиазот	tlaz	1 703	2.5	6.9	12.6
Сильвинит	silv	2 259	0.9	1.4	1.5
Уралкалий	urka	4 431	2.2	3.6	4.0
<b>Среднее:</b>			<b>1.5</b>	<b>3.0</b>	<b>6.3</b>

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Таким образом, в акциях сектора образовался достаточно большой потенциал роста. Запланированное увеличение внутренних цен на газ может быть отложено, однако если оно произойдёт, привычно высокие показатели рентабельности компаний сектора существенно ухудшатся, и особенно, по нашему мнению, от их повышения пострадает Акрон. Кроме того, существенным риском является сокращение производства вследствие сжатия спроса. Мы предполагаем, что в 2009 году ни одна из рассмотренных компаний не сможет сохранить прежние объёмы выработки. Таким образом, целевые цены на 2009 год были нами существенно понижены. Тем не менее, текущие цены по большинству компаний сектора значительно ниже, и мы ожидаем рост в большинстве акций сектора в случае возвращения крупных покупателей на российский фондовый рынок.

### Целевые цены по акциям сектора на 2009 г

Компания	Цена, \$	МСар	Цель	Потенциал	Рекомендация
Акрон	10	132.8	30.9	209.00%	Покупать
Дорогобуж	0.23	54.5	0.88	282.61%	Покупать
Тольяттиазот	16	185	12.6	-21.25%	Продавать
Сильвинит	210	120.1	887	322.38%	Покупать
Уралкалий	1.85	323	7.8	321.62%	Покупать
<b>Среднее:</b>				<b>222,9%</b>	

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Для Уралкалия существует риск крупного штрафа по итогам расследования техногенной аварии на первом рудоуправлении месторождения Верхнекамское. Если компания будет признана виновной, ей придётся компенсировать стоимость 120 млн. т.

утраченного сырья, что делает Уралкалий банкротом. В противном случае, возможно компания отделается компенсацией имущественного ущерба, понесённого городом Березники, РЖД и ТГК-9, что в сумме может составить в пределах 1 млрд. долл.

## Электрогенерация

В 2008 г. в финальную фазу вступила реформа отрасли энергетики, и на смену РАО ЕЭС на фондовых биржах пришли акции генерирующих, сетевых и сбытовых компаний. В начале года было много ожиданий относительно роста инвестиционного спроса на бумаги ОГК и ТГК, однако они не оправдались и акции этого сектора показали одну из наихудших динамик на рынке, упав в среднем на 85%. Отчасти это было вызвано увеличением предложения за счет продажи акций, находившихся на балансе РАО ЕЭС, однако корни ситуации лежат в проблемах самой отрасли на данном этапе ее развития.

В целом отрасль энергогенерации находится в фазе технологического переоснащения, поэтому высокий уровень финансирования инвестиционных программ не позволяет компаниям показывать высокую рентабельность. Финансовый кризис привел к падению производства и, как следствие, 5% падению спроса на электроэнергию в стране, что не может не сказаться на выручке компаний. Вместе с тем, в 2008 г. на высоком уровне были топливные издержки, и мы считаем, что их снижение в 2009 г. приведет к росту рентабельности. К тому же стоит рассчитывать на уменьшение удельного потребления топлива вследствие оптимизации производственных программ и повышения эффективности использования топлива. В более выгодном положении находится подотрасль гидрогенерации, в которой снижение издержек сводится к уменьшению стоимости инвестиционного строительства.

### Динамика курса акций и прогнозные значения мультипликаторов на начало 2009 г.

Компания	Тикер	Цена ао на начало 2008, \$	Цена ао на январь 2009, \$	Изм-е	МСар, \$ млн.	P/E	EV/EBITDA	EV/S
ОГК-1	OGKA	0.116000	0.009500	-92%	424.0	12.8	6.5	0.7
ОГК-2	OGKB	0.145000	0.007500	-95%	245.0	отр.	16.9	0.3
ОГК-3	OGKC	0.145000	0.008600	-94%	408.0	1.8	2	0.3
ОГК-4	OGKD	0.133000	0.009670	-93%	609.0	3.9	отр.	отр.
ОГК-5	OGKE	0.177000	0.029000	-84%	1026.0	25	8.7	0.9
ОГК-6	OGKF	0.125000	0.007400	-94%	239.0	10.4	2.4	0.1
ТГК-1	TGKA	0.001270	0.000088	-93%	339.0	отр.	4.5	0.4
ТГК-2	TGKB	0.009600	0.000082	-99%	158.0	отр.	отр.	0.6
Мосэнерго (ТГК-3)	MSNG	0.241000	0.024700	-90%	982.0	109.1	4.7	0.3
ТГК-4	TGKD	0.001100	0.000190	-83%	368.0	отр.	отр.	0.4
ТГК-5	TGKE	0.000900	0.000097	-89%	119.0	4.3	отр.	отр.
ТГК-6	TGKF	0.001150	0.000088	-92%	164.0	отр.	165.6	1.3
ТГК-7 (Волжская)	TGKG	0.108000	0.007000	-94%	210.0	отр.	8.5	0.2
ЮГК ТГК-8	TGKH	0.001400	0.001200	-14%	247.0	24.7	отр.	отр.
ТГК-9	TGKI	0.000320	0.000033	-90%	258.0	4.6	0.4	0.0
ТГК-10	TGKJ	3.750000	0.920000	-75%	808.0	отр.	отр.	отр.
ТГК-11	TGKK	0.001610	0.000142	-91%	73.0	отр.	147	0.3
Кузбассэнерго	KZBE	0.028100	0.002400	-91%	170.0	отр.	отр.	0.2
ТГК-13 (Енисейская)	TGKM	0.010200	0.000760	-93%	121.0	отр.	отр.	0.3
ТГК-14	TGKN	0.000290	0.000073	-75%	57.0	отр.	отр.	отр.
РусГидро	HYDR	0.084000	0.017500	-79%	4288.0	7.8	5.2	2.0
ИНТЕР РАО ЕЭС	IRAO	0.000740	0.000167	-77%	216.0	3.5	2.8	0.4
<b>Среднее:</b>				<b>-85.00%</b>		<b>18.9</b>	<b>28.9</b>	<b>0.5</b>

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Вышеперечисленные проблемы в ушедшем году привели к падению основных финансовых показателей генерирующих компаний. Так, мы ожидаем резкого сокращения чистой прибыли ОГК-6, Мосэнерго, ТГК-6, ТГК-7, Кузбассэнерго, ТГК-13 и ТГК-14.

Отдельно стоит отметить, что рост курса доллара привел к падению показателей производства в этой валюте, поэтому долларовая выручка большинства компаний упала.

Хорошую динамику продемонстрировали ТГК-9 и РусГидро. Рост прибыли ТГК-9 связан с перераспределением выручки от продажи электроэнергии и тепла в пользу электроэнергии благодаря свободным двусторонним договорам, заключенным во II квартале 2008 г.

Рост показателей РусГидро является ожидаемым и связан с ростом тарифов на электроэнергию, при этом рост выручки опережает рост затрат.

Мы ожидаем восстановления благоприятной конъюнктуры на энергетическом рынке к 2010 г. и считаем, что планируемые действия, направленные на снижение издержек, приведут к существенному росту рентабельности в двухлетней перспективе.

#### Ожидаемые финансовые показатели генерирующих компаний в 2008 г., \$ млн.

Компания	Выручка	Прирост к 2007 г.	Чистая прибыль	Прирост к 2007 г.	ЕБИТДА	Прирост к 2007 г.
ОГК-1	1145	-37%	33	-33%	117	-36%
ОГК-2	1352	-2%	0	-100%	25	-38%
ОГК-3	1248	-7%	230	-16%	168	282%
ОГК-4	1254	-2%	155	154%	155	26%
ОГК-5	1438	5%	41	-46%	146	-14%
ОГК-6	1433	0%	23	-70%	39	-77%
ТГК-1	975	-9%	-5	-200%	85	-11%
ТГК-2	861	8%	-150	отр.	-108	-486%
Мосэнерго (ТГК-3)	2966	-8%	9	-74%	216	-16%
ТГК-4	870	-13%	-270	отр.	-219	отр.
ТГК-5	476	-8%	28	115%	39	86%
ТГК-6	640	39%	-11	-104%	5	-98%
ТГК-7 (Волжская)	1499	-8%	-29	-232%	39	-69%
ЮГК ТГК-8	653	-6%	10	900%	29	-37%
ТГК-9	1401	3%	56	93%	108	-2%
ТГК-10	730	-26%	-5	-225%	18	-74%
ТГК-11	493	н.д.	-7	н.д.	1	н.д.
Кузбассэнерго	671	-12%	-53	-145%	-16	-107%
ТГК-13 (Енисейская)	462	-5%	-167	-404%	-113	-223%
ТГК-14	172	-14%	-17	-343%	-12	-167%
РусГидро	2042	20%	553	58%	779	76%
ИНТЕР РАО ЕЭС	901	н.д.	62	н.д.	122	н.д.
<b>Среднее:</b>						

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

## Показатели рентабельности.

Компания	Рентабельность по ЧП 2007	Рентабельность по ЧП 2008	Рентабельность по EBITDA 2007	Рентабельность по EBITDA 2008
ОГК-1	2.7%	2.9%	10.0%	10.2%
ОГК-2	0.1%	0.0%	2.9%	1.8%
ОГК-3	20.4%	18.4%	3.3%	13.5%
ОГК-4	4.8%	12.4%	9.6%	12.4%
ОГК-5	5.6%	2.9%	12.4%	10.2%
ОГК-6	5.3%	1.6%	11.5%	2.7%
ТГК-1	0.5%	-0.5%	8.9%	8.7%
ТГК-2	-9.4%	-17.4%	3.5%	-12.5%
Мосэнерго (ТГК-3)	1.1%	0.3%	8.0%	7.3%
ТГК-4	-20.9%	-31.0%	-20.8%	-25.2%
ТГК-5	2.5%	5.9%	4.0%	8.2%
ТГК-6	60.4%	-1.7%	66.0%	0.8%
ТГК-7 (Волжская)	1.3%	-1.9%	7.7%	2.6%
ЮГК ТГК-8	0.1%	1.5%	6.6%	4.4%
ТГК-9	2.1%	4.0%	8.1%	7.7%
ТГК-10	0.4%	-0.7%	6.9%	2.5%
ТГК-11	н.д.	-1.4%	н.д.	0.2%
Кузбассэнерго	15.6%	-7.9%	29.4%	-2.4%
ТГК-13 (Енисейская)	11.3%	-36.1%	18.9%	-24.5%
ТГК-14	3.5%	-9.9%	9.0%	-7.0%
РусГидро	20.6%	27.1%	26.0%	38.1%
ИНТЕР РАО ЕЭС	н.д.	6.9%	н.д.	13.5%
<b>Среднее:</b>	<b>15.83%</b>	<b>-2.50%</b>	<b>24.77%</b>	<b>3.33%</b>

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

Мы провели сравнительную оценку акций компаний на основе важного показателя - отношения стоимости компании к установленной электрической мощности. Мы считаем, что данный подход адекватно отражает принцип формирования акционерной стоимости генерирующих компаний и позволяет выявить справедливую цену инвестиций на 1КВт мощности.

Расчеты показали, что на данный момент отношение капитализации компании к ее установленной мощности в среднем составляет \$102 за 1КВт. Таким образом, к переоцененным активам можно отнести ОГК-5, ТГК-4, ЮГК ТГК-8, ТГК-10 и РусГидро. Остальные акции имеют потенциал роста.

## Оценка по установленной мощности.

Компания	МСар, \$ млн.	IC, МВт	P/IC, \$/КВт	Потенциал
ОГК-1	424	9531	44	129.0%
ОГК-2	245	8695	28	261.0%
ОГК-3	408	8357	49	109.0%
ОГК-4	609	8630	71	45.0%
ОГК-5	1026	8672	118	-14.0%
ОГК-6	239	9052	26	287.0%
ТГК-1	339	6278	54	89.0%
ТГК-2	158	2583	61	69.0%

Мосэнерго (ТГК-3)	982	11100	88	15.0%
ТГК-4	368	3348	108	-6.0%
ТГК-5	119	2467	48	111.0%
ТГК-6	164	3113	53	94.0%
ТГК-7 (Волжская)	210	6880	30	235.0%
ЮГК ТГК-8	247	3602	687	-85.0%
ТГК-9	258	3280	79	30.0%
ТГК-10	808	2785	290	-65.0%
ТГК-11	73	2026	36	184.0%
Кузбассэнерго	170	4375	39	163.0%
ТГК-13 (Енисейская)	121	2518	48	112.0%
ТГК-14	57	646	88	16.0%
РусГидро	4288	25160	170	-40.0%
ИНТЕР РАО ЕЭС	216	7578	29	257.0%
<b>Среднее:</b>			102.00	90.73%

Источник: данные компаний, РТС, оценка АЛОР ИНВЕСТ

На основе проведенной оценки, мы даем следующие рекомендации по акциям генерирующих компаний, рассчитанные на срок до конца 2009 г.

#### Прогнозы и рекомендации по акциям генерирующих компаний.

Компания	Тикер	Free float	Цена ао на январь 2009, \$	Целевая цена 1У, \$	Потенциал	Рекомендация
ОГК-1	OGKA	32.30%	0.0095	0.019	100%	Покупать
ОГК-2	OGKB	27.90%	0.0075	0.021	180%	Покупать
ОГК-3	OGKC	17.60%	0.0086	0.017	98%	Покупать
ОГК-4	OGKD	21.00%	0.00967	0.015	55%	Покупать
ОГК-5	OGKE	8.40%	0.029	0.025	-14%	Продавать
ОГК-6	OGKF	27.20%	0.0074	0.025	238%	Покупать
ТГК-1	TGKA	20.60%	0.000088	0.00017	89%	Покупать
ТГК-2	TGKB	20.00%	0.000082	0.00014	69%	Покупать
Мосэнерго	MSNG	20.00%	0.0247	0.028	15%	Держать
ТГК-4	TGKD	11.60%	0.00019	0.00018	-6%	Держать
ТГК-5	TGKE	23.60%	0.000097	0.0002	111%	Покупать
ТГК-6	TGKF	17.60%	0.000088	0.00017	94%	Покупать
ТГК-7 (Волжская)	TGKG	29.60%	0.007	0.02	186%	Покупать
ЮГК ТГК-8	TGKN	4.60%	0.0012	0.00018	-85%	Продавать
ТГК-9	TGKI	15.90%	0.000033	0.000043	30%	Покупать
ТГК-10	TGKJ	10.00%	0.92	0.32	-65%	Продавать
ТГК-11	TGKK	12.70%	0.000142	0.0004	184%	Покупать
Кузбассэнерго	KZBE	20.00%	0.0024	0.0063	163%	Покупать
ТГК-13 (Енисейская)	TGKM	17.80%	0.00076	0.0016	112%	Покупать
ТГК-14	TGKN	21.60%	0.000073	0.000085	16%	Держать
РусГидро	HYDR	37.10%	0.0175	0.01	-40%	Продавать
ИНТЕР РАО ЕЭС	IRAO	24.20%	0.000167	0.00045	169%	Покупать
<b>Среднее:</b>					77.23%	

Мы рекомендуем обратить особое внимание на бумаги ОГК-2, ОГК-6, ТГК-7, Кузбассэнерго и ИНТЕР РАО ЕЭС и даем рекомендацию по ним «Покупать». Мы считаем, что акции ОГК-5, ТГК-8, ТГК-10 и РусГидро переоценены и даем рекомендацию «Продавать».

## Лучшие инвестиционные идеи на 2008 г.

Компания	Тикер	Отрасль	Цена на начало 2009, \$	Цель, \$	Потенциал роста
Дальсвязь	ESPK	Фиксированная связь	0.57	2.27	406.2%
ВолгаТелеком	NNSI	Фиксированная связь	0.54	2.89	319.8%
Сибирьтелеком	ENCO	Фиксированная связь	0.01	0.041	306.2%
Сильвинит	SILV	Минеральные удобрения	210.0	887	322.38%
Уралкалий	URKA	Минеральные удобрения	1.85	7.80	321.6%
Дорогобуж	DGBZ	Минеральные удобрения	0.23	0.88	282.6%
ОГК-6	OGKF	Электрогенерация	0.0074	0.025	238.0%
ТГК-7 (Волжская)	TGKG	Электрогенерация	0.007	0.02	186.0%
ТГК-11	TGKK	Электрогенерация	0.000142	0.0004	184.0%
ОГК-2	OGKB	Электрогенерация	0.0075	0.021	181.0%
ИНТЕР РАО ЕЭС	IRAO	Электрогенерация	0.000167	0.00045	169.0%
<b>Среднее:</b>					<b>265.16%</b>

### Краткая информация по компаниям.

#### Сильвинит

Сильвинит - один из крупнейших производителей калийных удобрений, контролирующей 9% мирового рынка. Сильвинит показывает стабильно высокие финансовые результаты и генерирует большие денежные потоки.

Выручка компании в 2007 г. составила \$927 млн. долл., ЧП \$272 млн., EBITDA \$350 млн.

#### Уралкалий

ОАО Уралкалий – крупнейший в России производитель калийных удобрений. Уралкалий совместно с компанией «Сильвинит» разрабатывают одно из крупнейших в мире месторождений калийно-магниевых солей - Верхнекамское. Запасы сильвинита (сырья для производства хлористого калия), принадлежащие «Уралкалию», составляют в относительном выражении 22 % от общемировых.

Выручка компании в 2007 г. составила \$1204 млн. долл., ЧП \$328 млн., EBITDA \$465 млн.

#### Дорогобуж

Дорогобуж – производитель азотных, фосфатных и калийных удобрений, входящий в химический холдинг «Акрон». На долю компании приходится 4% производства России минеральных удобрений в России. Его дочернее предприятие ЗАО «Катализатор» является крупнейшим в России производителем катализаторов для химической и нефтехимической промышленности. Выручка компании в 2007 г. составила \$123 млн., чистая прибыль \$56 млн., EBITDA \$82 млн.

#### ТГК-11

ТГК-11 (г. Новосибирск) осуществляет деятельность на территории трех субъектов Российской Федерации — Омской, Томской и Новосибирской областей и является одной из крупнейших теплоэнергетических компаний Сибири. Основными видами деятельности является производство электрической и тепловой энергии, а также реализацией тепла (пара и горячей воды) потребителям.

Общая установленная электрическая мощность ОАО «ТГК-11» — 2 026 МВт, тепловая мощность – 8241 Гкал/час. Выручка за 2008 год ожидается на уровне 493 млн. долл.

#### ОГК-6

ОГК-6 образована на базе шести тепловых электростанций, расположенных в Ростовской, Ленинградской, Рязанской, Вологодской областях и в Красноярском крае. Основными видами деятельности ОГК-6 являются производство и продажа электрической и тепловой энергии потребителям.



Установленная мощность станций ОГК-6 составляет 9 052 МВт, тепловая мощность – 2 704 Гкал/час.

Выручка компании в 2007г. составила \$1439 млн., ЧП - \$76 млн., EBITDA - \$166 млн.

#### **ОГК-2**

ОГК-2 образована на базе пяти электростанций, расположенных в Псковской, Свердловской и Челябинской областях, а также в Ставропольском крае и в Ханты-мансийском округе.

Установленная мощность станций ОГК-2 составляет 8 695 МВт. Установленная тепловая мощность – 1 834 Гкал/ч. Выручка компании в 2007г. составила \$1375 млн., ЧП - \$2 млн., EBITDA - \$40 млн.

#### **ТГК-7**

ОАО «Волжская территориальная генерирующая компания» (ТГК-7) создано 1 августа 2005 года в рамках реализации проекта реформирования Самарской, Саратовской, Ульяновской и Оренбургской энергосистем.

Всего в состав Волжской территориальной генерирующей компании входят 21 станция общей мощностью 6 879,7 МВт — по электроэнергии, и 30 687,2 Гкал — по теплоэнергии.

Выручка компании в 2007г. составила \$1633 млн., ЧП - \$22 млн., EBITDA - \$125 млн.

#### **ИНТЕР РАО ЕЭС**

Компания образована весной 2008 года на базе ЗАО "ИНТЕР РАО ЕЭС" и ряда российских генерирующих активов, переданных ей в рамках реформирования электроэнергетической отрасли России. ОАО «Интер РАО ЕЭС» контролирует ряд генерирующих и распределительных энергетических активов в России и за рубежом. Суммарная установленная мощность электростанций, контролируемых компанией, приближается к 8000 МВт.

#### **Дальсвязь**

Монополист местной и внутризоновой связи в дальневосточном регионе. Предоставляет услуги сотовой связи и широкополосного доступа в Интернет, а также весь спектр современных услуг связи. Монтированная ёмкость – 1,5 млн. номеров. Цифровизация ГТС – 77%.

#### **Волга телеком**

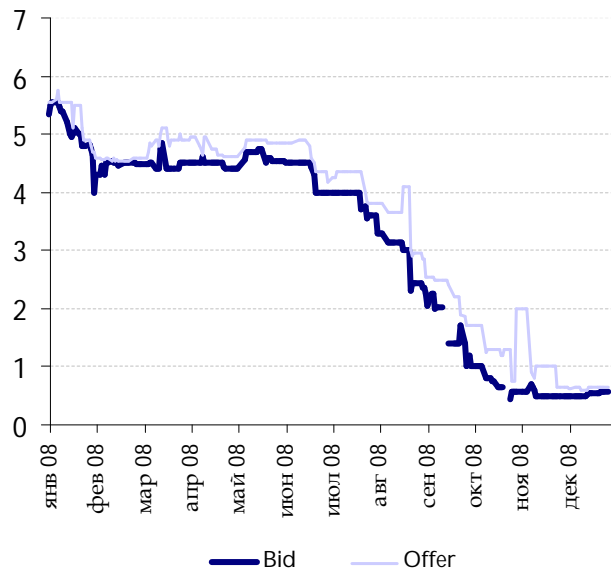
ОАО «ВолгаТелеком» - крупнейшая телекоммуникационная компания Поволжья, предоставляющая комплекс услуг телефонии, сотовой связи, Интернет и передачи данных, телевидения и радиовещания. Компания объединяет 11 регионов Приволжского Федерального округа. Монтированная емкость – 5,2 млн. телефонных номеров. Общее число пользователей Интернет – более 700 тыс. Цифровизация ГТС – 79%.

#### **Сибирьтелеком**

ОАО «Сибирьтелеком» предоставляет полный спектр телекоммуникационных услуг – от услуг традиционной телефонной связи до новых услуг на основе интеллектуальных сетей. Компания действует на территории Сибирского Федерального Округа, на территории 5 115 тыс. кв. км (30% территории России) с численностью населения порядка 20 млн. человек (14% населения России). Сибирьтелеком является лидером телекоммуникационного рынка региона, занимая 40,8%. Монтированная емкость – 4,6 млн. телефонных номеров. Общее число пользователей. Цифровизация ГТС – 76%.

# Динамика акций за 2008 год

## Дальсвязь (ESPK)



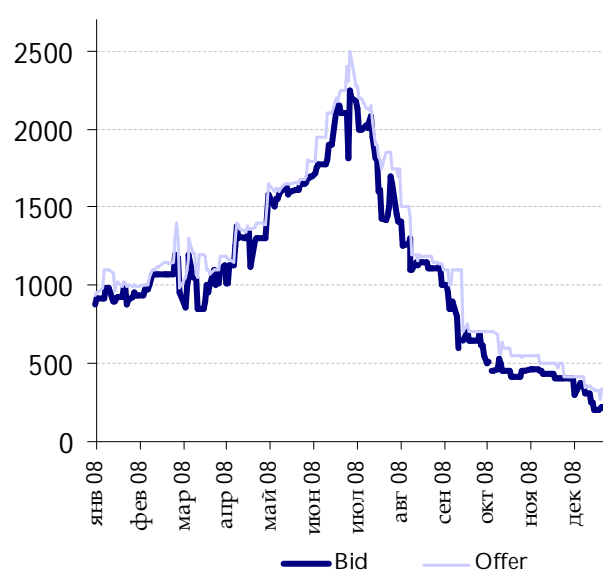
## ВолгаТелеком (NNSI)



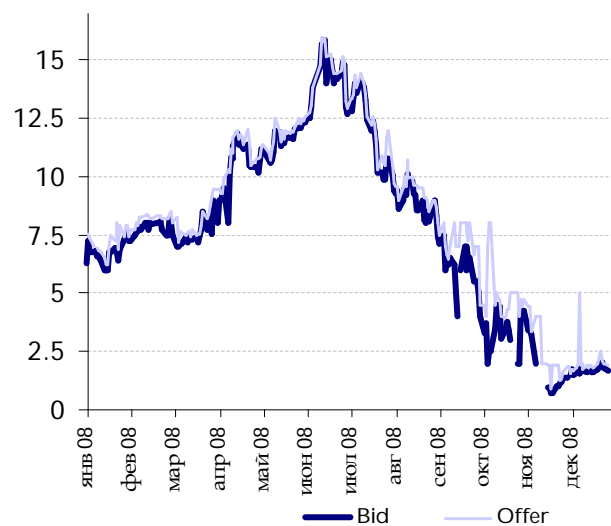
## Сибирьтелеком (ENCO)



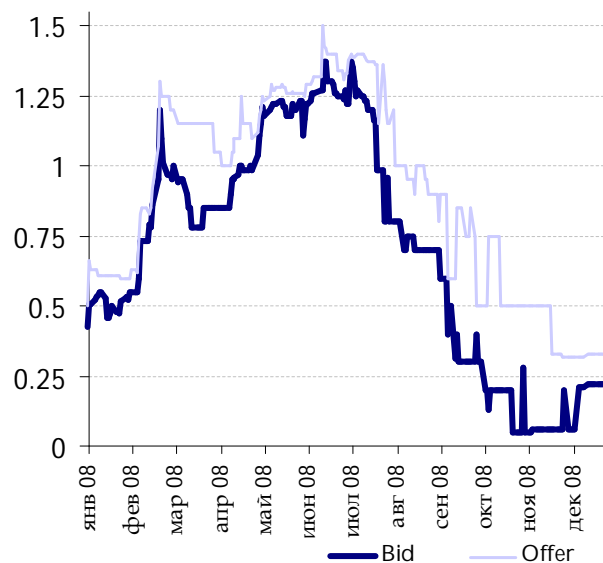
## Сильвинит (SILV)



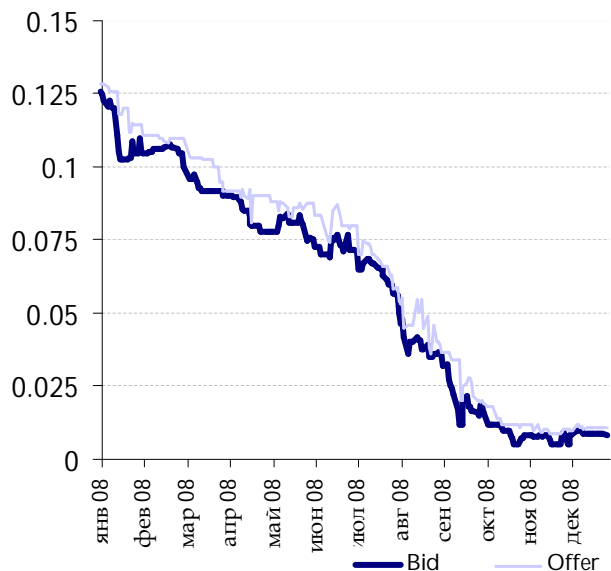
## Уралкалий (URKA)



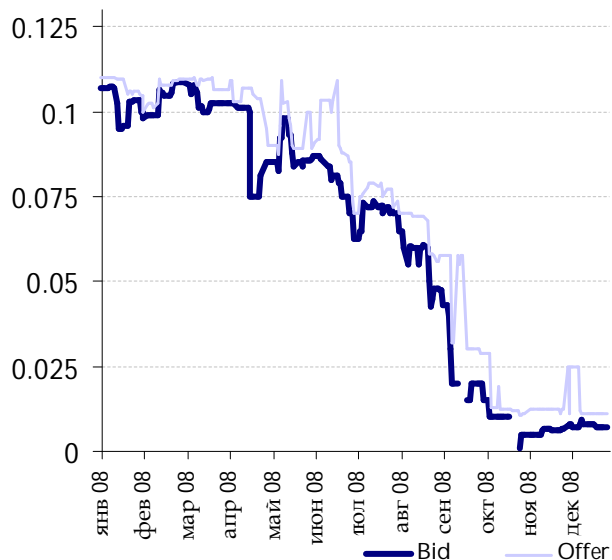
## Дорогобуж (DGBZ)



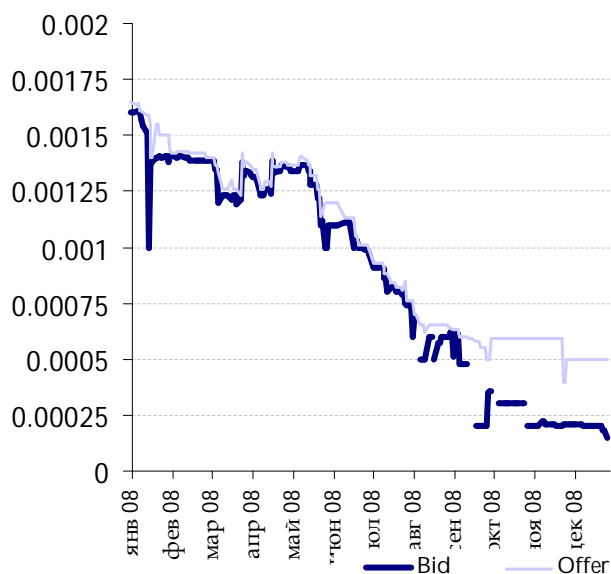
**ОГК-6 (OGKF)**



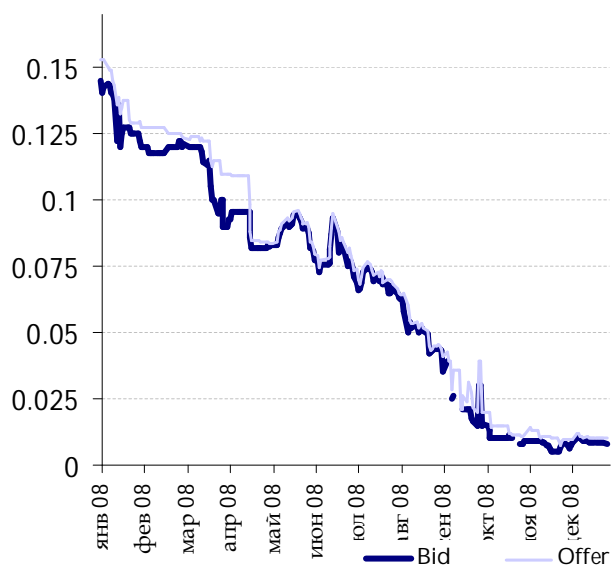
**ТГК-7 (Волжская) (TGKG)**



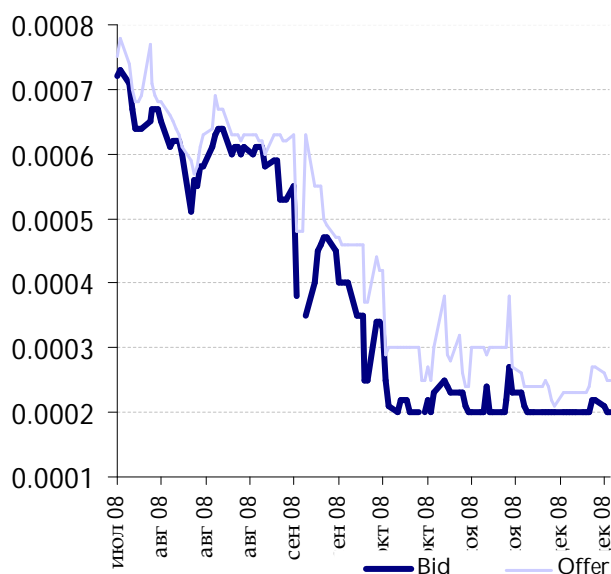
**ТГК-11 (TGKK)**



**ОГК-2 (OGKB)**



**ИНТЕР-РАО ЭЭС (IRAО)**





ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ», 101000, Москва,  
ул. Мясницкая, д. 26а, стр.1

Тел.: (495) 980-24-98;

E-mail: [info@alor.ru](mailto:info@alor.ru)

## Инвестиционно-аналитический отдел

### Руководитель отдела

Самарин Руслан

[samarin@alor.ru](mailto:samarin@alor.ru)

Тел.: (495) 980-24-98 (доб. 1444)

### Аналитик

Герия Алексей

[geriya@alor.ru](mailto:geriya@alor.ru)

Тел.: (495) 980-24-98 (доб. 1445)

### Младший аналитик

Лесина Наталья

[lesina@alor.ru](mailto:lesina@alor.ru)

Тел.: (495) 980-24-98 (доб. 1443)

### Младший аналитик

Пелешко Борис

[peleshko@alor.ru](mailto:peleshko@alor.ru)

Тел.: (495) 980-24-98 (доб. 1445)

## Торговый отдел

### Руководитель отдела

Токарев Сергей

[tokarev@alor.ru](mailto:tokarev@alor.ru)

Тел.: (495) 980-24-98 (доб. 1351)

### Трейдер

Меркулов Михаил

[merkulov@alor.ru](mailto:merkulov@alor.ru)

Тел.: (495) 290-95-53, 980-24-98 (доб. 1353,1354)

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Аналитический отдел компании ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и ее аффилированные члены не несут ответственности за использование данной информации. Инвестиции в российскую экономику и ценные бумаги сопряжены с большим риском. Исходя из этого, инвесторам рекомендуется проводить тщательную проверку финансово-экономической деятельности эмитентов перед принятием инвестиционного решения. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.