

# Еженедельный обзор

Россия

 Weekly  
Research  
Note

Март, 6

## На рынке

Российский рынок на прошедшей неделе показал значительную волатильность на фоне изменчивых мировых цен на нефть, которые и делали всю «погоду». При этом, индекс РТС заскакивал выше 1500 пунктов. Большое количество свободных денег поддерживает котировки.

Настроения на рынке были позитивные. По итогам недели соотношение выросших и упавших акций составило 2:1. BCS MidCap index вырос на 3,5% до 336.32, тогда как BCS LargeCap index поднялся на 1.8% до 234.86.

С начала года индекс увеличился более чем на 30%, что является очень сильным результатом даже для года. Фундаментально многие акции уже дороги для покупки, и только большое количество свободных денежных средств и отсутствие яркого внешнего негатива поддерживает котировки. Во втором эшелоне происходят значительные движения: растут акции нефтехимии, машиностроения, трубных заводов.

### Top gainers

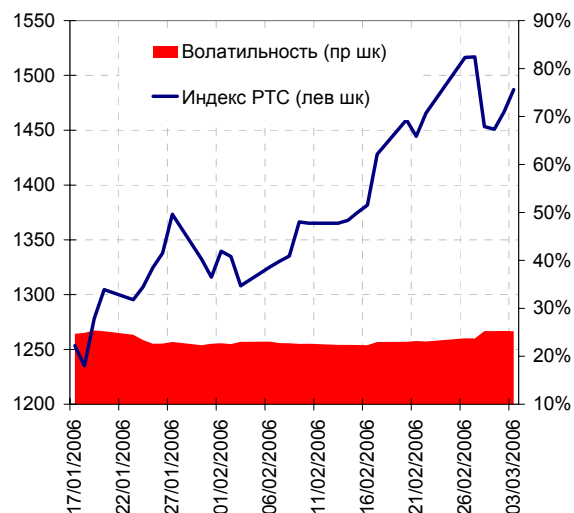
mnpzp	196.9%
slme	148.6%
mnpz	132.6%
KOLE	75.0%
Inzlp	51.5%
VZENP	50.0%
angg	49.9%
JNOS	47.4%
SAGOP	46.9%
tlaz	44.2%

### Top losers

VGEN	-10.0%
AFKS	-11.8%
STNG	-12.1%
MTLR	-13.0%
VZGRP	-13.0%
Inzl	-20.0%
alvg	-29.7%
tvag	-30.0%
guugp	-42.9%
KRNGP	-68.2%

## В этом выпуске

Рынок и рекомендации	2
Экономика	3
Нефть и газ	4
Нефтехимия	5
Металлургия	6
Телекомы	7
Транспорт	8
Парфюмерия	9
Энергетика	10
Приложения	12



**Макс Шейн**  
 brit@msk.bcs.ru  
**Вячеслав Жабин**  
 sla@msk.bcs.ru  
**Ростислав Мусиенко**  
 rost@bcs.ru  
**Севастьян Козицын**  
 skozitsyn@msk.bcs.ru  
**Екатерина Кравченко**  
 ekravchenko@msk.bcs.ru  
**Татьяна Бобровская**

+7 495 787 53 36

## Рынок и рекомендации

### Второй эшелон продолжает рост

На прошлой неделе индекс акций второго эшелона РТС-2 вырос на 1.5%. Акции "Сахалинморнефтегаза" за неделю выросли на 15,5%. Сегодня это самая недооцененная по своим финансовым показателям "дочка" "Роснефти". Некоторые игроки надеются, что переход всех дочерних компаний нефтяного холдинга на единую акцию произойдет до того как "Роснефть" проведет IPO на российских и международных рынках.

Котировки акций Московского НПЗ за неделю взлетели в два с половиной раза – в пятницу они котировались по \$200-270. На прошлой неделе мэр Москвы Юрий Лужков встретился с председателем правления "Газпрома" Алексеем Миллером. Многие участники рынка поверили в то, что газовый концерн может установить свой контроль над комбинатом и решили сыграть на повышение бумаг МНПЗ.

Игроков порадовали акции "Казаньоргсинтеза", которые за неделю выросли на 3%. На прошлой неделе заместитель гендиректора компании Марат Мухаметшин сообщил о том, что объем реализации продукции в 2005 г. составил 13,4 млрд руб, что на 14% выше показателя 2004 г. У компании амбициозные планы – в 2006 г. совет директоров "Казаньоргсинтеза" планирует повысить объем производства и реализации продукции до 19,7 млрд руб., а чистую прибыль увеличить аж на 90% - до 3,7 млрд руб.

### Прогноз по рынку

Тенденция по снижению поступлений денег фондов на развивающиеся рынки, которая уже начинала набирать обороты, повернулась вспять. В результате в отсутствие негативных новостей рынок продолжает подъем, так как денег девать просто некуда.

Тем не менее, мы считаем многие акции слишком дорогими для покупки, и прежде всего «голубые фишки», и ожидаем высокой волатильности на рынке акций на неделе.

Севастьян Козицын  
skozitsyn@msk.bcs.ru  
Макс Шейн  
brit@msk.bcs.ru

### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

**Вимм-Билль-Данн.** ADR компании выросли в NYSE почти на 20% за неделю, в России акции подтянулись только на 5% - можно ожидать роста до уровня 0.93% - 0,95% уровня ADR - традиционного спреда между акциями и ADR у ВБД.

**Сахалинморнефтегаз.** В Роснефти идет активная подготовка к IPO, при этом акции СахалинМНГ выглядят наиболее недооцененными среди «дочек». Спрос на них в последнее время активизировался, и можно ожидать продолжения роста на этой неделе.

Основным фоном наступившей недели мы можем назвать проявление интереса к акциям металлургических компаний со стороны зарубежных инвесторов. Драйвером тому послужит, по нашим оценкам, активизация процессов слияний и поглощений, озвученных накануне крупными игроками рынка. На предстоящей неделе мы не исключаем появление интереса к бумагам Стальной группы Мечел, предложившей правительству создать крупную угольную компанию Сахауголь, куда в качестве взноса в уставный капитал помимо блока пакета Якутуголь, Мечел намерен инвестировать более \$300 млн. Ценовой ориентир \$12.67

## Экономика

### Прогноз доходов бюджета повышен

Минфин существенно повысил прогноз доходов федерального бюджета РФ и оценку профицита в 2006-2008 годах из-за пересмотра прогноза мировых цен на нефть, но, тем не менее, власти могут столкнуться с ситуацией нехватки средств для обеспечения всех взятых на себя обязательств. В среду бюджетная комиссия при правительстве РФ во главе с премьер-министром Михаилом Фрадковым одобрила подготовленный министерством финансов уточненный финансовый план на 2006-2008 годы. Доходы федерального бюджета РФ в 2006 году будут на 560 миллиардов рублей выше, чем предусмотрено законом о федеральном бюджете-06, в 2007 и 2008 годах прогноз доходов повышен на 739 и 807 миллиардов рублей соответственно, говорится в материалах Минфина. План расходов федерального бюджета на 2007 год Минфин увеличил на 244 миллиарда рублей, на 2008 год - на 181 миллиард рублей. Профицит федерального бюджета в 2006 году вырастет на 560 миллиардов до 1.336,1 миллиарда рублей по сравнению с утвержденным законом о бюджете-06 776 миллиарда рублей, в 2007 и 2008 годах - на 495 и 625 миллиардов до соответственно 926,1 миллиарда и 1.095,4 миллиарда рублей.

Объем стабфонда РФ в соответствии с финпланом к концу 2006 года составит 2.099,2 миллиарда рублей, а к концу 2008 года - 4.060,4 миллиарда рублей. В материалах говорится, что оценка поступлений доходов была повышена в связи с уточнением МЭРТ прогноза социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу, в соответствии с которым были повышены прогнозы цен на нефть в 2006 году до \$51 с \$45 за баррель, в 2007-2008 годах - до \$46 с \$35-36 за баррель, а также повышена оценка роста ВВП в 2006 году до 6,0 с 5,8 процентов.

В соответствии с документом темпы роста ВВП в 2007 году составят 5,7 процентов и 5,9 процентов в 2008 году при курсе рубля к доллару США 27,9 и 28,0 процента. Финплан рассчитывался исходя из цены отсечения в стабилизационный фонд \$27 за баррель.

Конъюнктура на сырьевых рынках позволяет МЭРТ, на наш взгляд, делать и более смелые прогнозы в плане бюджета, в который традиционно заносятся крайне консервативные ожидания. Не удивительно, если в середине года «политика» потребует очередных корректировок в плане увеличения расходов.

### Рост сектора услуг ускорился

Показатель роста сектора услуг РФ в феврале 2006 года поднялся с почти годового минимума января вслед за усилением деловой активности в промышленности, свидетельствует опубликованный в четверг индекс менеджеров по снабжению (PMI) для сектора услуг, составленный по заказу Московского народного банка (MNB). Индекс, составленный на основе опроса компании NTC Economics среди предприятий сферы услуг, вырос в феврале до 59,4 пункта с 57,3 месяцем ранее. Значение индекса выше 50 пунктов означает рост активности, ниже - спад.

### Инфляционные процессы все еще сильны в России

Инфляция в России в феврале 2006 года прогнозируется на уровне 1,3-1,5 процента по сравнению с 1,2 процента в феврале 2005 года, а за два месяца прирост потребительских цен "съест" почти половину годового прогноза инфляции, сообщило министерство экономического развития и торговли РФ. В январе 2006 года инфляция в России составила 2,4 процента по сравнению с 2,6 процента в январе 2005 года. "За период 1-13 февраля средний прирост цен составил 0,8 процента, и в целом за месяц ожидается 1,3-1,5 процента (в феврале 2005 года - 1,2 процента), то есть инфляция за январь-февраль 2006 года может быть такой же, как и за два первых месяца 2005 года (3,9 процента)", - говорится в ежемесячном макроэкономическом мониторинге МЭРТ. В соответствии с уточненным прогнозом МЭРТ, инфляция в РФ в 2006 году должна снизиться до 8-9 процентов с 10,9 процента в 2005 году.

Инфляция остается серьезной проблемой для Правительства, и побороть ее вряд ли удастся до желаемых 8-9%. Наиболее вероятным сценарием нам видится рост цен на уровне 10-10,2%.

Макс Шейн  
brit@msk.bcs.ru

## Главные тенденции недели

### НЕФТЬ И ГАЗ

#### Темпы роста добычи нефти очень слабые

Рост добычи нефти и газового конденсата по итогам февраля составил 0,3% по сравнению с январем и 1,0% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Экспорт нефти по системе Транснефть увеличился в феврале на 1,0% по сравнению с февралем 2005 года до 17.428 млн тонн. Минюзя Транснефть было экспортировано 1.228 млн т.

	фев06	январь06	фев05	с нач г	экспорт
	млн т	%	%	млн т	млн т
ЛУКОЙЛ	6.785	-0.3	1.0	14.317	5.839
ТНК-ВР	5.582	-1.3	1.0	11.846	6.276
Роснефть	5.856	0.0	1.1	12.338	5.997
СургутНГ	4.959	-0.1	1.0	10.456	4.989
Сибнефть	2.460	4.6	0.9	5.063	2.683
Славнефть	1.818	-1.9	1.0	3.870	0.000
ЮКОС	1.624	-1.9	0.7	3.458	0.000
Татнефть	1.969	0.8	1.0	4.131	1.844
Газпром	1.098	10.5	1.1	2.198	0.097
Башнефть	0.907	-0.1	1.0	1.913	1.147
Русснефть	1.139	0.2	1.6	2.398	1.028
НОВАТЭК	0.185	0.1	n/a	0.389	n/a
Прочие	1.538	2.2	0.9	3.204	0.859
Операторы СРП	0.218	4.4	3.8	0.448	0.127
ВСЕГО	36.139	0.3	1.0	76.029	

Данные показывают явную слабость нефтяной отрасли и перерастание в стагнацию. В освоение новых месторождений вкладывается очень мало, бурение сворачивается. Долго так продолжаться не может, это очевидно. Понимание этого есть и среди нефтяников и в Правительстве. В будущем это должно повысить спрос на услуги бурильщиков и геологоразведочных компаний.

#### Претендентов на Удмуртнефть все меньше

НК Сибнефть, возможно, откажется от участия в конкурсе на покупку у ТНК-ВР компании Удмуртнефть, сказал Рейтер представитель Сибнефти Джон Манн. "Да, мы рассматривали возможность (покупки Удмуртнефти), но теперь отказались. У нас есть свои критерии оценки проектов и получается так, что Удмуртнефть не соответствует нашим критериям", - сказал Манн. Позднее он уточнил, что окончательное решение об отказе пока не принято. "Скорее всего, мы не будем участвовать, но окончательного решения пока нет", - сказал Манн. Источник, знакомый с деталями сказал, что ТНК-ВР заявила слишком высокую цену для Удмуртнефти, добывающей пять миллионов тонн нефти в год, - более \$2 миллиардов, что примерно на 30 процентов превышает экспертную оценку. Отметим, что окончательное решение еще не принято, поэтому пока новость нейтральна для Удмуртнефти. Очевидно также, что причина отказа Сибнефти может состоять не в высокой оценке, а в отсутствии намерения сделать крупные покупки в ближайшем времени. Задача удержания добычи на уровне 2005 года, видимо, будет решаться через приобретение более мелких компаний. Мы полагаем, что за озвученным отказом от покупки Удмуртнефти не стоит желание таким образом "сбить" цену.

Количество претендентов на Удмуртнефть сокращается. Из реальных покупателей остались только альянс Итеры и индийской ONGC и Русснефть, причем последняя некоторым слухам также может отказаться от покупки. Источник, знакомый с планами "Русснефти" относительно участия в тендере по покупке "Удмуртнефти", сообщил, что "Русснефть" уже окончательно решила не участвовать в тендере. «Цену на актив повысили на 30-35% от реальной стоимости и "Русснефть" считает эту цену слишком высокой», - подчеркнул он.. По словам источника, близкого к процессу продажи "Удмуртнефти", ТНК-ВР просит за этот актив \$2,5 млрд. - \$3 млрд.

С другой стороны, ЗАО "Северо-Западная нефтяная группа" (СЗНГ) подала заявку на покупку у ТНК-ВР 96,9% акций Удмуртнефти совместно с индийской компанией Oil India. Как сообщалось ранее, "Итера" планировала принять участие совместно с Oil India в покупке другого актива ТНК-ВР - ОАО "Саратовнефтегаз", добывающего 1,6 млн. тонн нефти в год, однако в итоге подала самостоятельную заявку, которая осталась неудовлетворенной. "Северо-Западная нефтяная группа", также участвовавшая в тендере на покупку "Саратовнефтегаза", владеет 5 лицензиями на разработку 5 месторождений в Саратовской области и 1 участка в Ханты-Мансийском АО. Единственным учредителем ЗАО является гражданин России. СЗНГ осуществляет нефтедобывающую деятельность на месторождениях в Саратовской области, владея четырьмя лицензиями на добычу - на месторождениях Горючкинское, Степновское, Северо-Васнецовское и Калининское, а также одной лицензией на поиск и разведку на Шалинском лицензионном участке.

Все это может привести к тому, что ТНК-ВР не сможет продать Удмуртнефть по выгодной цене, и эта неудача будет негативным моментом для компании, у которой по данным на начало октября 2005г самый большой и 1092 фонд неработающих скважин.

Спрэд по котировкам обыкновенных акций Удмуртнефти составляет более 30%, и покупка по \$800 за акцию нам представляется невыгодной, так как компания лишается возможности войти в состав госкомпании. Напомним, что госкомпании торгуются с 20-25%ной премией по отношению к частным. В случае если Сибнефть официальное решение об отказе в покупке, мы понизим рекомендацию по бумагам Удмуртнефти до "держать".

**На этой неделе важный момент для отрасли**

Центральным событием этой недели станет заседание совета управляющих Международного агентства по атомной энергии (МАГАТЭ), а также заседание ОПЕК. Результаты могут привести к пересмотру оценок мировых цен на нефть на ближайший год-два. Если напряженная ситуация вокруг Ирана сохранится, оценки стоимости нефти могут существенно увеличиться. Как и прежде, основная причина в высоких ценах состоит в предложении «черного золота».

Макс Шеин  
brit@msk.bcs.ru  
Екатерина Кравченко  
ekravchenko@msk.bcs.ru

## НЕФТЕХИМИЯ

**Мы повысили справедливую цену по акциям Казаньоргсинтеза**

Недавно компания озвучила предварительные данные по прибыли и выручке за 2005 год. Рост выручки составил 18%, которая достигла \$480 млн. Чистая прибыль увеличилась незначительно, и составила по предварительным данным \$69 млн. Данные компании оказались лучше наших прогнозов. Это существенно повышает шансы на то, что компания к 2010 году выйдет на планируемый уровень выручки в \$1300 млн, а чистой прибыли около \$300 млн.

Компания проводит активную и эффективную политику по модернизации производства и запуску новых продуктов. Для этого планируется разместить во 2м квартале 2006 года еврооблигации на \$200 млн. Кредитный рейтинг компании от агентства S&P находится на уровне В- со стабильным прогнозом.

Один из наиболее перспективных проектов – производство поликарбоната, который сейчас не производится в России. Это продукт с высокой добавленной стоимостью, емкость рынка которого в стране оценивается в 15 тыс тонн в год. При этом потребление поликарбоната растет на 10% ежегодно.

Компания располагает всеми тремя необходимыми составляющими успеха в нефтехимии: доступ к сырью, современные технологии и правильный рынок. В большой степени это результат эффективного менеджмента предприятия.

Совет Директоров Казаньоргсинтеза (КОСа) принял решение выкупить с рынка в

течение 2006 года до 10% обыкновенных акций компании. Подобное решение уже принималось в 2003 году, однако не было реализовано в силу низкой ликвидности рынка акций эмитента. Исходя из текущих цен, на это может понадобиться до \$100 млн., и это будет поддерживать котировки. В свободном обращении находится 15-20% акций, и их ликвидность существенно возросла в 2005 году.

Акции компании отстали в росте от бумаг других нефтехимических предприятий в среднем на 15-20%, что должно дополнительно привлечь на себя внимание инвесторов.

Исходя из вышеперечисленных факторов мы внесли коррективы в нашу оценку дисконтированных денежных потоков компании, что привело к повышению справедливой стоимости акций Казаньоргсинтеза до \$0.772 с \$0.720. Мы сохраняем рекомендацию «покупать».

Макс Шеин  
brit@msk.bcs.ru  
Екатерина Кравченко  
ekravchenko@msk.bcs.ru

## РЫНОК M&A

На международном рынке вновь активизировался процесс слияний и поглощений, при этом, ньюсмейкером стал не агрессивный Mittal, а американская U.S. Steel, которая, согласно информации газеты Pittsburgh Post-Gazette, ведет переговоры о покупке американской металлургической AK Steel.

Мы полагаем, что процессы, происходящие на международных рынках, будут способствовать росту активности на рынке M&A российских металлургов уже в текущем году. Однако, в учитывая текущую конъюнктуру рынка, мы полагаем, что их действия будут направлены, прежде всего, на внешние рынки, где предприятия постараются расширить рынки сбыта через покупку сталелитейных компаний, либо реализовать вариант по расширению собственной ресурсной базы.

На данный момент явного фаворита в этом направлении мы не выделяем, поскольку, практически, все комбинаты подготовлены к этому. Исключением является, пожалуй, только Северсталь, однако, после завершения консолидации сырьевого сектора, комбинат может стать лидером по масштабу сделки M&A, которая, как мы полагаем, может произойти с одним из крупнейших мировых игроков.

Вячеслав Жабин  
sla@msk.bcs.ru

## СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

### Переговоры в Китае по ценам на уголь зашли в тупик. Металлурги повышают отпускные цены

Основной темой прошедшей недели стали новости с сырьевых рынков, где ключевым моментом мы можем назвать обострение противостояния между китайскими сталелитейными компаниями и крупнейшими поставщиками коксующихся углей для них.

Переговоры, в ходе которых, как ожидалось, будут подписаны новые годовые контракты на поставку сырья, зашли в тупик, поскольку стороны не могут договориться относительно цен. По всей видимости, разрешения ситуации, принимая во внимание активное включение правительства Китая в переговорный процесс, может затянуться вплоть до апреля.

Однако, уже можно констатировать повышение отпускных цен китайскими сталелитейщиками, вынужденным компенсировать рост затрат. В связи с таким развитием ситуации, мы не исключаем сохранения высоких цен на рынке металлопроката вплоть до конца второго квартала. И все же, мы полагаем, что текущий год будет охарактеризован снижением рентабельности у предприятий металлургической отрасли, в среднем – на 8%-10%.

**Производители ЖРС наращивают объемы производства, но стремятся повысить цены**

Ожидаемым, но, тем не менее, важным событием прошедшей недели стали заявления крупнейших мировых производителей железорудного сырья, прежде всего, такие как, второго и третьего крупнейших в мире экспортеров руды BHP Billiton и Rio Tinto Group о намерении увеличить объемы производства сырья для обеспечения растущего спроса со стороны Китая. В частности, только Rio Tinto и BHP, - второй и третий в мире экспортеры железной руды, для этих целей в рудники, расположенные в Западной Австралии, вкладывают \$2,65 млрд. Что, согласно данным австралийского Бюро сельского хозяйства и природных ресурсов, приведет к росту объемов добычи ЖРС на 22%, - до рекордных 292 млн. тонн, (против 240 млн. тонн в 2005 году).

Из-за сохранения высокого спроса на сталь, прежде всего – за счет огромных потребностей строительной индустрии Китая, дефицит ЖРС на текущий год оценивается в 3,5 млн. тонн (+175 к уровню 2005 года), что благоприятно скажется на рентабельности предприятий отрасли.

Как и в случае с углем, китайские сталелитейщики пытаются сбить цены по долгосрочным контрактам, однако, партии, заключенные на спотовом рынке, уже свидетельствуют о 10% росте цен. По нашим оценкам, рост цен на ЖРС в текущем году достигнет 15%-18%, позволяя отметить предприятия горнорудного сектора в качестве фаворитов на текущий год.

Вячеслав Жабин  
sla@msk.bcs.ru

**ТЕЛЕКОМЫ**

**МГТС выплатит рекордные дивиденды**

Прибыль МГТС по итогам 2005 года включит в себя результаты переоценки в первом квартале прошлого года. До 2005 года МГТС учитывала не торгуемые на рынке акции своих бывших "дочек" по номинальной стоимости. В связи с консолидацией этих компаний МГТС независимый оценщик рассчитал рыночную стоимость этих пакетов. В итоге активы компании выросли на 5.4 млрд. руб., а чистая прибыль МГТС за первый квартал в 1.5 раза превысила выручку и составила \$216 млн. Прирост активов учитывался как "внереализационные доходы" компании, не подкреплен денежными средствами и не облагается налогом.

Учитывая, что прибыль за счет переоценки была «бумажной», мы считали, что руководство компании предпримет шаги, направленные на снижение этой прибыли в прошлом году. По итогам 2004 года чистая прибыль компании составила 1.88 млрд. руб., тогда как в 2005 этот показатель вырос в 4.7 раза до 8.8 млрд. руб. Учитывая, что по уставу компания должна направить 10% чистой прибыли на дивиденды по привилегированным акциям, на данный момент дивидендная доходность составляет 11.2%.

Мы считаем, что данное решение может негативно отразиться на финансовом состоянии компании. Только на дивидендные выплаты по привилегированным акциям компания должна будет направить порядка \$31 млн., тогда как вся чистая прибыль (GAAP) по итогам 2005 года прогнозировалась МГТС на уровне \$80-85 млн. В то же время, высокая дивидендная доходность может положительно сказаться на динамике привилегированных акций, которые мы рекомендуем покупать в краткосрочной перспективе. Дата закрытия реестра акционеров МГТС ожидается в первых числах мая.

**По Дальсвязи возможно повышение оценок**

Чистая прибыль межрегионального оператора связи Дальневосточного округа России Дальсвязи, рассчитанная по российским стандартам, снизилась в 2005 году по предварительным данным до 852 млн. рублей с 1.14 млрд. рублей, полученных в 2004 году. Выручка от реализации увеличилась на 17.6% с 8.94 млрд. рублей до 10.5 млрд. рублей. Расходы выросли на 13.5% до 8.8 млрд. рублей.

Мы положительно оцениваем результаты Дальсвязи в 2005 году. Компания показала улучшение показателей по всем направлениям. Без учета продаж активов чистая прибыль компании выросла в прошлом году почти в 2.5 раза. Темп роста доходов (+17.6%) превысил темп роста затрат (+ 13.5%). Показатель OIBDA подскочил на 48.5% до 2.7 млрд. рублей. Маржа OIBDA увеличилась с 20.3% до 25.6%, однако остается на довольно низком уровне. Радует, что Дальсвязь добивается внушительных успехов в наиболее перспективных направлениях. Так абонентская база пользователей услуг широкополосного доступа выросла в 3.9 раза до 33387 абонентов, в том числе, база пользователей услуг доступа к сети Интернет по технологии xDSL выросла в 4.2 раза до 26419 абонентов.

По нашим оценкам, в данный момент акции Дальсвязи переоценены. Однако после публикации конечных результатов 2005 года мы не исключаем пересмотра ценового ориентира по бумагам компании в сторону повышения.

Ростислав Мусиенко  
rost@bcs.ru

**ТРАНСПОРТ****Прибыль ДВМП по РСБУ упала в 2005 г. на 42%**

Чистая прибыль Дальневосточного морского пароходства, рассчитанная по российским стандартам, снизилась в 2005 году на 41,6% до 609 млн. рублей. Прибыль ДВМП от основной деятельности - эксплуатации флота - рухнула на 70% до 212,8 млн. рублей. При этом линейные контейнерные перевозки пароходства в 2005 году увеличились на 9% до 399.000 контейнеров в двадцатифутовом эквиваленте. Трамповые перевозки упали на 19,7% до 4,5 млн. тонн.

В первой половине 2005 года пароходство воспользовалось благоприятной рыночной конъюнктурой и провело масштабный ремонт судов, что негативно сказалось на размере чистой прибыли. Также на финансовые результаты оказали давление рост цен на топливо и повышение заработной платы работников на 48%.

В текущем году мы ожидаем улучшения финансовых показателей ДВМП. С другой стороны, пик стоимости на морские перевозки пришелся на 2004 год, и в ближайшие годы мировые цены вряд ли выйдут на прежние рекорды, учитывая сложившееся большое предложение новых судов. А вот стоимость топлива, скорее всего, останется высокой. Соответственно в текущем году мы прогнозируем лишь некоторое улучшение показателей ДВМП, а не существенный рост. В первой половине февраля акции пароходства значительно подорожали накануне аукциона по продаже государственного пакета. В данный момент мы считаем бумаги ДВМП переоцененными и рекомендуем их ПРОДАВАТЬ.

Ростислав Мусиенко  
rost@bcs.ru

## ПАРФЮМЕРИЯ

**Эксперты ожидают в 2006 году роста рынка на уровне 2005 г.**

Рост парфюмерно-косметического рынка РФ в 2006г. ожидается на уровне 2005г. Такое мнение высказала журналистам вице-президент экспомедиагруппы "Старая крепость" Анна Дычева-Смирнова. По ее словам, в 2005г. объем розничных продаж парфюмерии и косметики в РФ составил \$7 млрд., увеличившись на 12,9% по сравнению с 2004г. По мнению экспертов, в 2006г. рынок вырастет еще на 12,8% и составит \$7,9 млрд. Как отметил президент "Старой крепости" Андрей Маслак, темпы роста рынка снижаются, как и ожидалось ранее. Так, по итогам 2004г. рост рынка составлял 14,8%, в 2003г. - 16%, тогда как ранее данный рынок рос на 20-25% ежегодно.

По оценкам "Старой крепости", в 2005г. наибольший рост наблюдался в сегментах косметики для мужчин и средств для кожи. Так, объем розничных продаж мужской косметики в 2005г. повысился на 24,4% по сравнению с показателем 2004г. - до \$549 млн. Продажи средств для кожи увеличились на 24,1% - до \$926 млн. В наиболее значительном сегменте рынка - средств для волос - объем продаж вырос на 8,7% - до \$1.249 млрд. Продажи декоративной косметики в РФ в 2005г. возросли на 14,3% - до \$1.23 млрд. Продажи парфюмерии увеличились на 13,1% и составили \$826 млн. Сегмент средств для душа за прошедший год возрос на 5,8% и составил \$690 млн. Рынок детской косметики увеличился на 9,4% - до \$128 млн.

По данным А. Маслака, в 2006г. на российском парфюмерно-косметическом рынке соотношение отечественных и иностранных марок составило 40% к 60%. В 2002г. это соотношение составляло 50% на 50%, в 1999г. на отечественные марки приходилось 70% рынка. По мнению А. Маслака, доля отечественных компаний на российском рынке и дальше будет падать, что связано как с недостатками законодательства, так и большими возможностями западных компаний относительно новых разработок и вложений в продвижение продукции.

Одной из основных тенденций развития рынка эксперты считают рост продаж косметики через аптеки. Аптечный рынок косметики в 2005г. составил \$277 млн., что более чем на 20% превышает показатель 2004г. При этом аптеки, а также специализированные розничные сети активно развиваются в регионах, отмечают специалисты. Среди других тенденций развития рынка эксперты называют развитие контрактного производства, рост импорта (поставки из Италии в 2005г. выросли на 40,8%, из Франции - 9,6%), рост высокоценовой продукции, а также поиск производителями новых ниш (косметика для курильщиков, для защиты от холода, грим для болельщиков и др.).

Экспомедиагруппа "Старая крепость", образованная в 1993г., занимается оказанием выставочных, маркетинговых и информационных услуг компаниям парфюмерно-косметического рынка России и зарубежных стран.

Оценки роста парфюмерно-косметического рынка с каждым годом становятся все более оптимистичными. В 2004 году эксперты прогнозировали существенное снижение темпов роста рынка в ближайшие несколько лет, и ожидали достижения объема в 7\$ млрд. только к 2007 году. Таким образом могут быть пересмотрены и прогнозы потенциальной емкости рынка с \$15-\$18 млрд. до \$20 млрд. То что замедление темпов роста рынка происходит менее высокими темпами чем, ожидалось объясняется не только ростом благосостояния населения и но и изменения потребительской культуры с переориентацией на более дорогостоящую продукцию и расширения списка товаров потребления.

Сохранение роста в 2006 году на уровне 12.8% является позитивной новостью для крупнейшего российского производителя в отрасли – Концерна Калина, при оценке роста которого мы основывались на прогнозе роста рынка в 2006 году на 11.8%-12%, таким образом, после выхода отчетности за 2005 год мы проведем пересмотр справедливой стоимости компании с возможным ее повышением. На сегодня мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции Калины с ценовым ориентиром \$52.6 за акцию.

Высокие темпы роста российского рынка также привлекают иностранные компании. Так вчера стало известно, что немецкий производитель косметики Beiersdorf может

приобрести предприятия в России, Китае, Бразилии и Индии с целью увеличить объем продаж и компенсировать неблагоприятное окружение в Европе. "Мы ищем возможности приобретений на растущих рынках", — отметил глава компании Томас Кваас. К 2010 г. продажи потребительских товаров Beiersdorf могут вырасти до 6 млрд евро с 4 млрд евро в 2005 г. Таким образом, риски снижения доли Калины на внутреннем рынке по-прежнему оцениваются нами как высокие.

Татьяна Бобровская  
[tatyana@bcs.ru](mailto:tatyana@bcs.ru)

## ЭНЕРГЕТИКА

### Вероятны налоговые претензии к Мосэнерго на 0.1 млрд. руб

Следственные органы возбудили уголовные дела против двух руководителей Мосэнерго, подозреваемых в том, что из-за их действий компания в 2001-2002 годах недоплатила налогов более чем на 100 миллионов рублей, сообщили российские агентства со ссылкой на источники в правоохранительных органах. Генеральная прокуратура официально не комментирует информацию российских СМИ и не называет имен менеджеров. Как говорится в сообщении агентств, в ходе проверки работы компании было установлено, что менеджеры "внесли в бухгалтерские документы заведомо ложные сведения и тем самым уклонились от уплаты налогов с организации" на сумму 105,2 миллиона рублей. Представитель Мосэнерго заявил Рейтер, что компания не обладает официальной информацией о возбуждении дел в отношении менеджеров. "Никакой официальной информации о возбуждении уголовного дела в отношении нынешнего руководства Мосэнерго у нас нет", - сказал он.

При этом «Ведомостям» источник, близкий к Генпрокуратуре рассказал, что дело возбуждено по статье 159 УК (хищение путем мошенничества) и статье 199 часть 2 (уклонение от уплаты налогов в особо крупном размере). Для неуплаты налогов использовались фирмы-однодневки, уточняет он. А «РИА Новости» со ссылкой на источник в правоохранительных органах сообщило, что дело возбуждено в отношении Евстафьева и главного бухгалтера компании Татьяны Дроновой, деятельность которых проверили оперативники ГУ МВД по ЦФО. По сообщению агентства, те уклонялись от уплаты налогов с января 2001 г. по декабрь 2002 г. и недоплатили 105 млн. руб. Собеседник «Ведомостей», близкий к Генпрокуратуре, утверждает, что обвинения Евстафьеву и Дроновой не предъявлены. Их не допрашивали и вообще их статус сейчас неясен — они могут проходить и как подозреваемые, и как свидетели, рассказывает он. В управлении информации Генпрокуратуры не подтвердили и не опровергли всю эту информацию. В ФНС отказались от комментариев.

Руководство Мосэнерго сменилось летом 2005 года. После критики энергетиков со стороны президента России Владимира Путина в связи с крупной энергетической аварией, затронувшей столицу и ряд областей, компанию покинул ее глава Аркадий Евстафьев, руководивший Мосэнерго с 2001 года. Одновременно с Евстафьевым из компании ушли главный инженер Игорь Горюнов и заместитель гендиректора по экономике Владислав Назин.

В конце прошлого года РАО ЕЭС в отчете по МСФО за первое полугодие допустило, что Мосэнерго могут быть предъявлены дополнительные налоговые обязательства, поскольку абонентская плата, внесенная Мосэнерго в пользу РАО, СО-ЦДУ и Федеральной сетевой компании за передачу электроэнергии и диспетчерские функции, может быть расценена как финансовая помощь. РАО также упомянуло завышение расходов на сумму сверхнормативных потерь при поставке электроэнергии.

Как бы то ни было, пока в этом деле слишком много неопределенности, в отношении того, грозят ли самому Мосэнерго налоговые претензии или нет, тем более официального подтверждения данной информации нет. Даже в случае перехода претензий в плоскость судебного разбирательства (наиболее логичный ход событий) окончательное решение будет принято не ранее нескольких месяцев. В любом случае заявленные суммы претензий (0.1 млрд. руб.) не окажут

драматического влияния на финансовые показатели компании, чистая прибыль которой за первое полугодие 2005 года составила 1,7 млрд. рублей, и которая на этой неделе размещает на внутреннем долговом рынке облигации объемом 5 млрд. на 5 лет. В целом же на данный момент мы считаем акции Мосэнерго существенно переоцененными рынком, и сохраняем по ним рекомендацию «ПРОДАВАТЬ».

Татьяна Бобровская  
[tatyana@bcs.ru](mailto:tatyana@bcs.ru)

## Цены и рекомендации

	тикер	цена, \$	изм, %	ценовой ориентир, \$	потенциал, %	рекомендация
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>						
Газпром	GAZP	8.160	2.4	6.880	-16%	держать
НОВАТЭК	NVTK	3300	10.0	1950	-41%	держать
ЛУКОЙЛ	LKOH	82.80	-0.8	63.80	-23%	покупать
Сибнефть	SIBN	4.700	1.1	3.980	-15%	держать
Сургутнефтегаз	SNGS	1.575	5.4	1.100	-30%	держать
Тфтнефть	TATN	5.900	13.2	2.700	-54%	держать
ЮКОС	YUKO	1.700	-8.6	1.800	6%	держать
ТНК-ВР	tnbp	3.430	1.5	3.800	11%	покупать
Мегионнефтегаз	MFGS	52.00	6.1	u/r		пересмотр
Сахалинморнефтегаз	SKGZ	20.35	19.7	14.30	-30%	держать
Оренбургнефть	ORNB	52.75	0.0	73.40	39%	покупать
Пурнефтегаз	PFGS	47.90	-0.2	21.00	-56%	продавать
Транснефть (прив)	TRNFP	2455	-4.5	1481	-40%	держать
РИТЭК	RITK	9.550	6.1	10.00	5%	покупать
Башнефть	BANE	16.45	-1.8	9.000	-45%	продавать
Удмуртнефть	UDMN	600.0	0.0	750.0	25%	покупать
Саратовнефтегаз	SNFG	90.00	5.9	132.0	47%	держать
Варьеганнефтегаз	VJGZ	58.00	0.0	39.5	-32%	продавать
<b>ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ</b>						
Уфанефтехим	UFNC	4.100	0.0	5.040	23%	покупать
Новойл	nunz	1.490	-3.9	1.680	13%	покупать
Ново-уфимский НПЗ	unpz	2.470	-1.2	2.110	-15%	держать
Салаватнефтеоргсинтез	snoz	73.25	-3.0	u/r		пересмотр
Ярославнефтеоргсинтез	JNOS	1.400	47.4	u/r		пересмотр
Орскнефтеоргсинтез	orfe	40.00	0.0	24.50	-39%	держать
Рязанский НПЗ	rnz	20.00	0.0	u/r		пересмотр
Комсомольский НПЗ	KNPR	160.00	6.7	85.50	-47%	держать
Нижнекамскнефтехим	NKNC	1.135	-2.6	1.110	-2%	покупать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.581	3.6	0.720	24%	покупать
Уралкалий	URKA	1.540	2.0	u/r		пересмотр
Сильвинит	SILV	212.0	1.0	u/r		пересмотр
Невинномысский Азот	neaz	2.640	-0.4	3.370	28%	покупать
Новомосковский Азот	nmaz	555.0	4.7	700.0	26%	держать
Рязаньнефтепродукт	ryaz	2.150	0.0	2.720	27%	покупать
Башкирнефтепродукт	banp	11.42	-2.0	13.60	19%	покупать
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>						
Северсталь	CHMF	13.50	7.6	12.24	-9%	покупать
НЛМК	NLMK	2.10	2.2	1.580	-25%	держать
ЗСМК	zsmk	137.0	2.9	156.0	14%	покупать
НТМК	NTMK	2.02	4.7	1.362	-33%	покупать
Стальная группа Мечел	MTLR	8.70	-13.0	u/r		пересмотр
Евразгрупп						держать
Выксунский МЗ	vsmz	820.0	-0.6	1156	41%	покупать
ЧТПЗ	CHEP	1.640	1.9	1.885	15%	держать
ПНТЗ	PNTZ	25.25	2.6	36.64	45%	покупать
Синарский ТЗ	SNTZ	112.00	1.8	100.8	-10%	держать
Северский ТЗ	SVTZ	15.90	0.0	17.12	8%	держать
Таганрогский ТЗ	tamz	0.950	0.0	1.155	22%	покупать
ВСМПО	VSMO	#Н/Д	#Н/Д	130.0		держать
Ачинский мет завод	amez	0.485	-2.0	1.050	116%	покупать

	тикер	цена, \$	изм, %	ценовой ориентир, \$	потенциал, %	рекомендация
<b>ГОРНОРУДНАЯ ПРОМ-ТЬ</b>						
Михайловский ГОК	mgok	350.0	1.4	350.0	0%	держать
Лебединский ГОК	lgok	187.0	0.0	213.0	14%	покупать
Стойленский ГОК	sgok	341.0	6.6	530.0	55%	покупать
Качканарский ГОК Ванадий	kgok	3.220	3.9	3.495	9%	покупать
Высокогорский ГОК	vgok	0.267	1.7	0.153	-43%	держать
Коршуновский ГОК	kogk	950.0	0.0		-100%	
Карельский Окатыш	karo	955.0	4.4	u/r		пересмотр
Алтай-кокс	akks	0.560	-3.4	0.313	-44%	продавать
Норильский Никель	GMKN	89.50	-4.0	75.30	-16%	держать
Уфалейникель	UFAL	2.40	0.0	2.050	-15%	держать
Южно-Уральский НК	UNKL	130.0	0.0	u/r		-
Челябинский цинковый завод	CHNZ	#Н/Д	#Н/Д	u/r		-
Электроцинк	ELTZ	#Н/Д	#Н/Д	u/r		-
Уралэлектромедь	UELM	78.51	-2.5	108.9	39%	покупать
<b>ФИНАНСЫ</b>						
Сбербанк	SBER	1520	-3.5	815.0	-46%	держать
Банк Москвы	mmbm	27.00	12.5	26.00	-4%	покупать
Уралсиб	USBN	0.025	-2.0	u/r		пересмотр
<b>ТЕЛЕКОМЫ</b>						
Уралсвязьинформ	URSI	0.043	8.9	0.040	-7%	держать
Северо-западный телеком	SPTL	1.190	-0.8	0.768	-35%	держать
Юг Телеком	KUBN	0.157	-1.6	0.055	-65%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.087	-1.1	0.068	-21%	держать
Центртелеком	ESMO	0.685	-1.4	0.360	-47%	продавать
Дальсвязь	ESPK	3.450	1.5	1.630	-53%	продавать
Башинформсвязь	BISV	0.250	19.0	0.210	-16%	держать
Вымпелком	VIMP	170.0	-2.9		-100%	держать
Московская ГТС	MGTS	19.20	0.5	13.00	-32%	держать
Волгателеком	NNSI	4.210	-4.3	3.660	-13%	держать
Ростелеком	RTKM	3.200	2.6	2.850	-11%	держать
МТС	MTSS	7.450	6.4	9.250	24%	держать
<b>ТРАНСПОРТ</b>						
Авиакомпания Сибирь	avsi	2000	0.0	3830	92%	покупать
Авиакомпания Красэйр	avka	375.0	-6.3	426.0	14%	покупать
Аэрофлот	AFLT	1.920	5.5	1.630	-15%	держать
ДВМП	FESH	0.386	-1.0	0.320	-17%	держать
<b>ЭНЕРГЕТИКА</b>						
РАО ЕЭС России	EESR	0.690	0.7	0.340	-51%	пересмотр
ОГК-3	OGKC	0.066	0.0	0.040	-39%	держать
ОГК-5	OGKE	0.069	2.1	0.036	-48%	держать
Мосэнерго	MSNG	0.183	4.6	0.0552	-70%	продавать
Иркутскэнерго	IRGZ	0.594	2.3	0.330	-44%	держать
Красноярскэнерго	KRNG	0.450	0.0	0.433	-4%	покупать
Кузбассэнерго	KZBE	1.600	0.0	1.000	-38%	держать
Свердловэнерго	SVER	0.420	2.4	0.552	31%	покупать
Челябэнерго	CHNG	0.031	0.0	0.012	-60%	продавать
Самараэнерго	SAGO	0.185	2.8	0.150	-19%	держать
Башкирэнерго	BEGY	1.020	-3.3	0.505	-51%	покупать
Комизэнерго	KOEN	0.037	0.0	0.028	-24%	продавать
Саратовэнерго	SARE	0.053	0.0	0.039	-26%	продавать
Пермэнерго	PMNG	3.900	8.3	4.129	6%	покупать
Новосибирскэнерго	NVNG	34.00	25.9	33.77	-1%	покупать
Пензаэнерго	PNZE	0.205	0.0	0.156	-24%	продавать
Томскэнерго	TOME	0.015	0.0	0.009	-40%	продавать
Дагэнерго	DGEN	0.025	28.2	0.009	-64%	продавать

	тикер	цена, \$	изм, %	ценовой ориентир, \$	потенциал, %	рекомендация
Омскэнерго	OMNG	10.000	0.0	9.910	-1%	держать
Нижновэнерго	NNGE	26.00	0.0	28.75	11%	покупать
Волгоградэнерго	VGEN	0.360	-10.0	0.271	-25%	держать
Курганэнерго	KRGE	0.270	0.0	0.403	49%	-
Ставропольэнерго	STRG	0.048	0.0	0.024	-49%	продавать
Колэнерго	KOLE	0.350	75.0	0.188	-46%	держать
Саяно-Шушенская ГЭС	SSHG	0.850	0.0	0.740	-13%	держать
Красноярская ГЭС	KRSG	2.500	11.1	1.300	-48%	продавать
Зейская ГЭС	ZYGS	0.266	12.3	0.205	-23%	держать
Воткинская ГЭС	VOTG	0.525	9.9	0.450	-14%	держать
Волжская ГЭС	VOLG	0.295	3.5	0.282	-4%	держать
Печорская ГРЭС	PEGS	0.160	0.0	0.125	-22%	держать
Костромская ГРЭС	KSGS	#Н/Д	0.0	0.507	#Н/Д	покупать
Черепетская ГРЭС	CRGR	#Н/Д	0.0	150.2	#Н/Д	держать
Конаковская ГРЭС	kogs	0.000	0.0	0.510		продавать
Жигулевская ГЭС	VLGS	0.180	5.9	0.176	-2%	держать
Ставропольская ГРЭС	STGS	362.5	2.1	204.0	-44%	продавать
Магаданэнерго	MAGE	0.060	0.0	0.055	-8%	покупать
Хабаровскэнерго	HBEN	0.108	2.4	0.079	-27%	держать
Амурэнерго	AMEN	0.190	5.6	0.124	-35%	держать
Сахалинэнерго	slen	0.063	0.0	0.190	202%	держать
Дальэнерго	dale	0.020	0.0	0.0065	-68%	продавать
Якутскэнерго	YAEN	0.036	-0.3	0.015	-58%	продавать
<b>МАШИНОСТРОЕНИЕ</b>						
ОМЗ	OMZZ	9.900	-0.5	u/r		
Силовые Машины	SILM	0.131	4.4	0.147	13%	покупать
Калужский турбинный завод	ktyr	47.00	0.0	106.5	127%	покупать
АвтоВАЗ	AVAZ	60.25	0.4	u/r		пересмотр
ПАЗ	PAZA	46.000	0.0	u/r		пересмотр
Иркут	IRKT	1.026	-0.4	1.180	15%	покупать
ГАЗ	GAZA	76.00	-8.4	u/r		пересмотр
Камаз	KMAZ	1.750	-7.9	1.438	-18%	держать
Алтайвагон	alvg	650.0	-29.7	1653	154%	покупать
Роствертол	rtvl	0.159	-0.9	0.192	21%	покупать
<b>ПРОЧИЕ</b>						
Концерн Калина	KLNA	50.250	6.9	52.60	5%	покупать
Вимм Биль Данн	WBDF	22.600	3.7	22.80	1%	держать
Лебедянский	LEKZ	74.150	0.5	81.00	9%	покупать
Балтика	PKBA	40.000	8.8	43.80	10%	покупать
Седьмой Континент	SCON	25.000	0.6	34.80	39%	покупать
Пятерочка	FIVE			20.15		покупать

**BCS Equity Sales & Trading****Евгений Старцев**

Директор департамента внебиржевых операций

[estartsev@msk.bcs.ru](mailto:estartsev@msk.bcs.ru)

+7 495 785 5336

**Денис Новиков**

Главный трейдер

[dnovikov@msk.bcs.ru](mailto:dnovikov@msk.bcs.ru)

+7 495 785 5336

**Сергей Цуркан**

Sales Trader

[sts@bcs.ru](mailto:sts@bcs.ru)

+7 3832 11 9090

**Ринат Темербеков**

Sales Trader

[rinat@bcs.ru](mailto:rinat@bcs.ru)**BCS Research Group****Макс Шеин**

Начальник департамента. Нефть, нефтехимия

[brit@msk.bcs.ru](mailto:brit@msk.bcs.ru)**Вячеслав Жабин**

Металлургия, горнодобывающая промышленность

[sla@msk.bcs.ru](mailto:sla@msk.bcs.ru)**Екатерина Кравченко**

Нефть и газ, и другие прогрессивные отрасли

[ekravchenko@msk.bcs.ru](mailto:ekravchenko@msk.bcs.ru)**Ростислав Мусиенко**

Телекоммуникации, транспорт

[rost@bcs.ru](mailto:rost@bcs.ru)**Татьяна Бобровская**

Пищевая промышленность, розница, потребительские товары

[tatyana@bcs.ru](mailto:tatyana@bcs.ru)**Севастьян Козицын**

Машиностроение, химия

[skozitsyn@msk.bcs.ru](mailto:skozitsyn@msk.bcs.ru)**Александр Пуговкин**

Ассистент

[apugovkin@msk.bcs.ru](mailto:apugovkin@msk.bcs.ru)**Денис Мухин**

Ассистент

**+7 495 785 5336**

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.