



## Лебедянский

Мы произвели оценку акций «Лебедянского» по методу дисконтированных денежных потоков и в сопоставлении с аналогами и получили расчетную годовую цену для бумаг Компании на уровне \$107,2, что означает потенциал роста порядка 18,5% от текущих котировок. Мы рекомендуем покупать бумаги Компании.

Нам хотелось бы отметить, что, несмотря на рост выручки Компании за 1 квартал на 38%, валовая рентабельность практически не изменилась, а EBITDA margin и EBIT margin снизились. Продвижение Компании на новые рынки сбыта с одной стороны обеспечивает высокие темпы роста выручки, но с другой – приводит к существенному росту затрат, особенно на транспортировку и логистику и в итоге ухудшает показатели рентабельности по EBITDA и EBIT. Тем не менее, несмотря на рост издержек, мы считаем, что показатели рентабельности «Лебедянского» пока находятся на достаточно высоком уровне, а, кроме того, инвестиции Компании, направленные на расширение мощностей и дальнейшее развитие системы логистики должны повысить показатели рентабельности.

Результаты «Лебедянского» за 1 квартал и обнародованные Компанией планы по развитию и капиталовложениям позволяют нам достаточно консервативно прогнозировать рост выручки не менее чем на 30% до \$945 млн по итогам года, при этом валовая рентабельность останется на уровне 1 квартала и составит 42%, рентабельность по EBITDA составит 20%, а EBIT margin – 17%. Мы полагаем, что строительство завода в Новосибирске и запуск новой линии по производству детского питания в Липецке позволят «Лебедянскому» добиться заметного роста выручки как по сегментам соков и минеральной воды, так и в сегменте детского питания. Это в свою очередь позволит Компании и дальше расти темпами выше рыночных. Мы прогнозируем, что в 2007 г. капиталовложения превысят уровень 10% от выручки, а в 2008-10 гг. будут находиться на уровне 7-8% от выручки. В итоге, мы ожидаем, что свободный денежный поток в 2007 г. уже будет положительным, хотя и составит только \$6,9 млн.

<b>Ticker:</b>	<b>LEKZ</b>
<b>Target Price USD:</b>	<b>107,2</b>
<b>Last Price USD:</b>	<b>90,5</b>
<b>Potential Upside:</b>	<b>18,4%</b>
<b>Recommendation:</b>	<b>BUY</b>

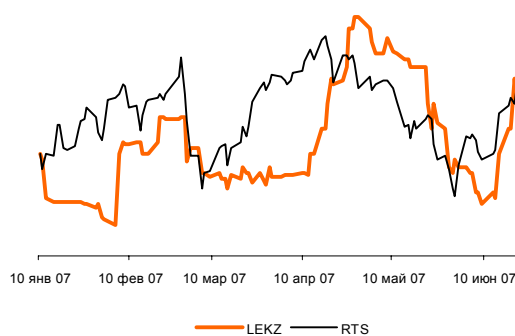
<b>Shares, mn</b>	<b>20,41</b>
<b>MCap USD mn</b>	<b>1720</b>
<b>EV USD mn</b>	<b>1840</b>
<b>Free Float</b>	<b>23,9%</b>

	Key Financials USD mn	
	2006	2007 (F)
<b>Revenue</b>	709,8	945,1
<b>EBITDA</b>	138,9	186,2
<b>EBITDA margin</b>	20%	20%
<b>EBIT</b>	122,46	156,45
<b>EBIT margin</b>	17%	17%
<b>Net Profit</b>	87,68	88,23
<b>Net Profit margin</b>	12%	9%

	Key Multiples	
	2006	2007 (F)
<b>P/E</b>	19,6	23,3
<b>P/S</b>	2,42	2,18
<b>EV/EBITDA</b>	13,25	11,7

Market performance	
<b>Max с начала года</b>	<b>90,00</b>
<b>Min с начала года</b>	<b>73,50</b>
<b>Absolute</b>	<b>8,7%</b>
<b>Relative to RTS</b>	<b>0,9%</b>

/Relative to RTS/





«Лебедянский» - крупнейший производитель натуральных соков в Восточной Европе и один из ведущих игроков российского рынка детского питания. Компания входит в число 300 крупнейших компаний России по выручке и капитализации и в топ-10 мировых производителей соков и располагает портфелем брендов на всех сегментах рынка: в сегменте премиум - «Я», средний - «Тонус», массовый - «Фруктовый сад».

Объем производства Компании за 1999-2006 гг. вырос в 23,5 раза, «Лебедянский» занимает лидирующие позиции на основном для себя рынке соков с долей рынка в денежном выражении в 28% (у «Мултона – 21%, у «Вимм-Билль-Данна» - 19%, у «Нидана» - 16%). В натуральном выражении Компания удерживает 33,2% российского рынка соков, 43,8% рынка детских соков и 32% рынка фруктовых и овощных пюре для детского питания. «Лебедянский» демонстрирует хорошую динамику роста продаж, опережающую рост рынка в целом. За 2006 г. российский рынок соков вырос на 13%, «Лебедянский» без учета «Трой-Ультра», вырос на 21%, то есть темпами почти вдвое быстрее рынка.

В структуру компании входят 3 производственных предприятия: завод «Лебедянский» (г. Лебедянь), ООО «Прогресс» (г. Липецк), а также ООО «ТРОЯ-Ультра» (г. Санкт-Петербург), приобретенная в 2006 г. за 30,6 млн долл (с долей рынка в Северо-Западном регионе в 12,6%). «Лебедянский» располагает развитой сетью дистрибуции в России и странах СНГ, и также в 2006 г. Компания приобрела за 14 млн. долл 100% «Энтер Логистики» - складской комплекс в МО, позволяющий «Лебедянскому» улучшить логистическую инфраструктуру в стратегически важном московском регионе.

В 1 кв. 2007 г. рост продаж Компании составил 39%, и был обусловлен как ростом цен реализации на 9%, так и, что более важно, ростом объемов производства и продаж в натуральном выражении на 27%. В сегменте соков рост объемов составил 24% (или 16% без учета «Троя-Ультра»), в сегменте детского питания – 23%. Рост выручки (продажи в денежном выражении) как в соковом сегменте, так и в сегменте детского питания составил 38%, а находящийся в стадии развития сегмент минеральной воды показал рост на 266%. И хотя данный сегмент пока имеет незначительный вес в структуре продаж, мы полагаем он сможет обеспечить существенную часть прироста капитализации Компании на интервале 3-5 лет.

С точки зрения структуры выручки сегмент соков продолжает занимать основную долю (87% выручки), доля наиболее маржинального для «Лебедянского» сегмента детского питания незначительно снизилась до 11,4% (по итогам 2006 г. доля составляла 12%). В итоге выручка в 1 кв. 2007 г. выросла на 39%, что, как нам представляется, связано, прежде всего, с успешным продвижением Компании в новые регионы, увеличением доли прямых продаж в организованной рознице, улучшении системы дистрибуции, а также эффективной ценовой и маркетинговой политикой.

В то же время и себестоимость увеличилась на практически такую же величину (+38%), но мы расцениваем это как достаточно позитивную динамику, поскольку в 2006 г. себестоимость у Компании и вовсе росла опережающими темпами. Основное давление на рентабельность в 1 квартале (как и в 2006 г.) оказал рост цен на соковый концентрат, вследствие роста мировых цен из-за плохой погоды в США и Китае. В итоге валовая прибыль выросла на 40% до \$88,91 млн, а валовая рентабельность практически не изменилась (+0,3 п.п.) и составила 42,3%. Основная причина такой стабильности валовой рентабельности - снижение всего на 1,5 п.п. до 89% от всех издержек главного для Компании компонента затрат – расходов на сырье (прежде всего соковые концентраты).

Показатель EBITDA вырос на 17% до \$41,47 млн. Но в то же время расходы на продвижение и реализацию (Selling&Distribution costs) выросли на 68%. Затраты на рекламу (advertising), необходимые для сохранения рыночной доли на высококонкурентном рынке, выросли на 46%. А следствием активного продвижения на новые рынки стал заметный рост расходов на транспортировку (freight&delivery) – рост на 72%, и логистику (warehousing) – рост на 169%. В итоге доля расходов на продвижение и реализацию в структуре выручки увеличилась с 16,1% до 19,5%, и, как следствие, рентабельность по EBITDA сократилась на 3,8 п.п. до 19,7%.

Также с негативной стороны мы отмечаем существенный рост общих и административных расходов на 80%, их доля в выручке увеличилась на 1,4 п.п. до 6,1%. В итоге операционная прибыль (ЕБИТ) в 1 кв. 2007 г. выросла только на 8%, а EBIT margin снизилась на 4,7 п.п. до 16,7%. Этот фактор в сочетании с ростом финансовых расходов (ростом процентных платежей) привели к тому, что чистая прибыль по итогам 1 кв. 2007 г. практически не изменилась (\$24.2 млн), а Net Margin снизилась достаточно заметно с 16% до 11,5%. Рост финансовых расходов в 1 кв. 2007 г., на наш взгляд, носит несистемный характер, он связан с приобретением в 2006 г. «Трой-Ультры» и консолидацией в отчетности ее долговой нагрузки, что привело к увеличению финансовых затрат на обслуживание более высокого, чем в предшествующем периоде, долга.

Компания обнародовала некоторые планы своего развития на ближайшие годы. В 2007 г. «Лебедянский» рассчитывает довести свою выручку почти до \$1 млрд и ожидает роста продаж сока в натуральном выражении на 20%, детского питания – на 30%, а минеральной воды – на 134%, что выше чем ранее обнародованные планы. Компания также обнародовала новый план своих капиталовложений на ближайшие 5 лет, в которых заметно увеличила инвестиционную программу. Ожидается, что капвложения за 2007-2008 гг. достигнут \$200





млн. а в последующие 3 года составят порядка \$40 млн. в год. Таким образом, на ближайшие 5 лет планируемый совокупный объем капложений превысит \$300 млн. Одним из основных направлений инвестиций станет строительство завода в Новосибирске. Также мы не исключаем новых M&A приобретений действующих предприятий, прежде всего, в сегменте детского питания. Кроме того, средства будут направлены на развитие системы логистики, в частности расширение сети складов (что, безусловно, позитивно, учитывая, что расходы на продвижение на новые рынки значительно сдерживают рост EBITDA). Прогнозируемый объем капложений является довольно значительным, однако на наш взгляд, в реальности он будет даже выше. Но подобные затраты оправданы, так как позволят Компании сохранить высокие темпы роста и не допустить снижения показателей рентабельности. Для финансирования капложений, помимо собственных средств «Лебедянский» планирует использовать и заемные, что мы расцениваем как сдерживающий фактор. Долговая нагрузка у «Лебедянского» в 2006 г. и так заметно выросла (показатель D/E увеличился с 40% до 90%) после консолидации долга «Троя-Ультры». Мы полагаем, что это временное явление, но привлечение дополнительного долгового финансирования мы расцениваем настороженно.

Соответственно, результаты за 1 квартал и обнародованные планы Компании позволяют нам осторожно прогнозировать рост выручки до \$945 млн, то есть не менее чем на 31%. В то же время мы исходим из того, что капиталовложения составят порядка \$200 млн на 2007-08 гг., но полагаем, что в последующие годы объем инвестиций будет выше заявленного Компанией. Мы полагаем, что инвестиции Компании, направленные на расширение производственных мощностей, позволят «Лебедянскому» сохранить лидерство на рынке. Мы ожидаем роста выручки по сегментам соков и минеральной воды за счет запуска завода в Новосибирске, а по сегменту детского питания за счет строительства производственного цеха на заводе в Липецке в течение ближайших 2-3 лет. Увеличение мощностей позволит «Лебедянскому» расти темпами выше рыночных. Инвестиции в дистрибуцию также позволят Компании развиваться с опережением рынка. Ежегодный темп роста продаж основного для Компании сокового сегмента, по нашим прогнозам, в 2007-2012 гг. может составить 9-11%, в то время как весь рынок соков будет расти со среднегодовыми темпами 7-9%.

Таким образом, мы рассчитываем, что по итогам 2007 г. финансовые результаты «Лебедянского» улучшатся, при этом, учитывая тот факт, что результаты 1 квартала в ритейле самые низкие из квартальных за период, прогнозируемый нами рост выручки в 2007 г. на 31% выглядит достаточно консервативным. Мы полагаем, что выручка в 2008-2010 гг. будет расти в пределах 18-22% за счет увеличения объемов продаж вследствие расширения мощностей. Кроме того, мы ожидаем некоторой стабилизации цен на соковый концентрат, что позволит удержать валовую рентабельность в 2007-2008 гг. на уровне не ниже 40%. На наш взгляд, рост мировых цен на концентрат, вызванный плохими погодными условиями в 2006 г., не носит постоянный характер. Мы ожидаем, что в перспективе 2009-12 гг. темпы роста затрат на сырье снизятся, и это приведет к постепенному повышению валовой рентабельности. В этой связи интересным проектом нам представляется намерение Компании приобрести в среднесрочной перспективе мощности по производству соковых концентратов, что позволит «Лебедянскому» снизить себестоимость и заеджировать валовую рентабельность от изменений цен на сырье.

Мы прогнозируем, что по итогам 2007 г. валовая рентабельность останется на уровне 42%. Также мы полагаем, что в 2007-08 гг. Компания сможет частично избежать снижения валовой рентабельности за счет опережающего роста средних цен реализации над себестоимостью (как 1 кв. 2007 г., когда цены реализации составил 9,4% против 8,8% роста себестоимости; это происходит за счет увеличения доли в продажах товаров с высокой добавленной стоимостью - детского питания и продукции в высоком ценовом сегменте (инновационные напитки и т.д.). Но в то же время мы не уверены что эта тенденция, когда рост средней цены реализации опережает рост себестоимости, сохранится на протяжении всего прогнозного периода.

Кроме того, мы ожидаем стабилизации расходов на хранение и транспортировку, что окажет позитивное влияние на EBITDA margin. Для того чтобы решить проблему роста логистических расходов «Лебедянский» намерен инвестировать в расширение системы складов и в улучшение дистрибуции (при том, что уже сейчас доля прямых продаж у Компании составляет 43%). Строительство завода в Новосибирске также позволит снизить транспортные расходы при одновременном увеличении продаж в регионе. По итогам 2007 г. мы ожидаем, что EBITDA margin практически не изменится и останется на уровне 20%, а EBIT margin – на уровне 17%. Но в последующие годы мы ожидаем рост показателей рентабельности как результат затрат на развитие системы продаж и следствие оптимизации операционных затрат.

Капиталовложения в 1 кв. 2007 г. уже составили \$19,2 млн против \$25,4 млн за аналогичный период 2006 г., вместе с тем мы в рамках нашей модели ожидаем, что инвестиции за весь 2007 г. превысят уровень 2006 г. (\$75,1 млн, без учета расходов на приобретение «Трои-Ультры») и составят \$101,6 млн. Таким образом в 2007 г. капиталовложения превысят уровень 10% от выручки, в 2008-10 гг. капложения будут находиться на уровне 7-9% от выручки, к 2010-12 гг. снизятся до 3-4% от выручки. В итоге, мы прогнозируем, что свободный денежный поток в 2007 г. уже будет положительным, хотя и составит только \$6,9 млн. Чистый долг Компании мы оцениваем на 1 кв. 2007 г. в \$121,7 млн, при этом в качестве позитивного для «Лебедянского» момента мы отмечаем заметное сокращение объема краткосрочной (менее 1 года) задолженности – с \$73,3 млн в 2006 г. до \$22,27 млн в 1 кв. 2007 г.







Мы произвели оценку Компании методом дисконтированных денежных потоков. В наших расчетах мы исходили из того, что прогнозный период составляет 7 лет, темп роста Компании в постпрогнозный период составит 3,0%. Приведенная стоимость денежных потоков составляет \$614,16 млн, приведенная остаточная стоимость \$1714,13 млн.

Расчетная стоимость Компании по DCF оценке составляет \$2206,59 млн, в этом случае справедливая стоимость одной обыкновенной акции «Лебедянского» составляет \$108,11, что означает потенциал роста от текущих котировок на продажу порядка 19%.

**ФИНАНСОВАЯ МОДЕЛЬ (mn USD)**

LEKZ mn USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Revenue	709,78	945,10	1143,571	1360,8495	1592,1939	1831,023	2069,056	2296,6521
Темп роста выручки	0,38	0,33	1,21	1,19	1,17	1,15	1,13	1,11
ЕБИТДА	138,90	186,62	233,28	286,93	344,31	402,85	459,25	509,76
Темп роста ЕБИТДА	1,25	1,34	1,25	1,23	1,20	1,17	1,14	1,11
ЕБИТДА margin	0,20	0,20	0,20	0,21	0,22	0,22	0,22	0,22
Операционная прибыль	122,46	156,45	199,79	250,09	304,16	359,48	412,85	460,58
Темп роста ЕБИТ	1,18	1,28	1,28	1,25	1,22	1,18	1,15	1,12
Операционная рентабельность	0,17	0,17	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20	0,20
ЕБИТ	122,46	156,45	199,79	250,09	304,16	359,48	412,85	460,58
Taxes (Less)	29,39	37,55	47,95	60,02	73,00	86,28	99,08	110,54
Эффективная ставка налога	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
NOPAT	93,07	118,90	151,84	190,07	231,16	273,21	313,76	350,04
Depreciation & Amortization (Add)	15,41	30,17	33,49	36,84	40,15	43,37	46,40	49,184796
CapEx (Less)	75,10	101,60	93,47	85,99	78,25	71,21	63,38	56,41
Net Working Capital Change (Less)		40,50	51,00	46,00	41,00	37,00	34,00	36,00
Free Cash Flow	33,38	6,97	40,85	85,65	152,06	208,36	262,78	306,82
Discounted Cash Flow		6,28	33,16	62,62	100,17	123,65	140,50	147,78

**РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ АКЦИЙ по DCF модели**

WACC	11%
Сумма DCF	614,16
Темп роста в постпрогнозный период	3%
Free Cash Flow в 1-й постпрогнозный год	316,02
Terminal Value	3950,27
Present Value of Terminal Value	1714,13
Evaluation Value	2328,29
Net Debt 2007 (F)	121,70
MCap	2206,59
Total Shares, mn	20,41
Fair Price per Share	108,11
Current Price	90,5
Potential Upside	19,5%

**ОЦЕНКА ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ**




Мы отмечаем недооцененность акций «Лебедянского» на основе мультипликаторов к аналогам на развивающихся рынках. В сопоставлении с аналогами Компания демонстрирует гораздо более высокую рентабельность, чем конкуренты на развитых рынках, но торгуются примерно на одинаковых мультипликаторах в сравнении с развивающимися рынками. Рентабельность по EBITDA у «Лебедянского» составляет 20% против 18% для emerging markets и 10% для компаний развитых рынков за сопоставимый период (2006 г. – FY06). По net margin преимущество у Лебедянского - 12%, столько же у развивающихся аналогов и только 5% у mature markets.

По мультипликаторам «Лебедянский» торгуется почти на одних уровнях по P/E и EV/EBITDA с развитыми аналогами, но значительно переоценен по P/S. В сопоставлении с аналогами с развивающихся рынков Компания выглядит недооцененной по всем коэффициентам – по мультипликатору P/S upside почти в 1,5 раза - у «Лебедянского» мультипликатор P/S равен 2,42 против 3,38 у развивающихся аналогов. По P/E недооценка несколько меньше - торгуясь с P/E, равным 19,61, акции «Лебедянского» оценены с дисконтом в примерно 17% к акциям сопоставимых компаний развивающихся рынков с мультипликатором в 28,75 соответственно. По EV/EBITDA Компания выглядит наиболее недооцененной - 13,25 у «Лебедянского» против 20,54 у компаний развивающихся рынков – upside превышает 50%.

Для оценки «Лебедянского» по мультипликаторам мы исходим из того, что в агрегированной оценке вес коэффициента P/E составляет 30%, EV/EBITDA - 40%, P/S - 30%, вес MM составляет 40%, EM - 60%. Потенциал роста для бумаг «Лебедянского», взвешенный по всем мультипликаторам составляет 21%, что означает расчетную капитализацию Компании в \$8990 млн и потенциал роста порядка 24% от текущих цен.

## СОПОСТАВЛЕНИЕ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ

Peers	Country	Mcap,\$mn	EV	Revenue	EBITDA	Net Income	EBITDA margin	Net Margin	P/E	P/S	EV/EBITDA
<b>Mature Markets</b>											
Groupe Danone	Fr	43430,00	47390,00	19170,00	3280,00	1630,00	0,17	0,09	26,64	2,27	14,45
Dean Foods Co.	US	4110,00	7430,00	10220,00	915,25	288,77	0,09	0,03	14,23	0,40	8,12
Saputo Inc	Can	4620,00	4754,00	3445,21	317,00	192,10	0,09	0,06	24,05	1,34	15,00
Bongrain SA	Fr	1390,00	1857,00	4265,00	275,00	105,00	0,06	0,02	13,24	0,33	6,75
Dairy Crest Group Plc	UK	899,68	1469,00	2495,00	237,50	126,10	0,10	0,05	7,13	0,36	6,19
Fromageries Bel	Fr	1540,00	1241,00	2320,00	210,00	108,50	0,09	0,05	14,19	0,66	5,91
<b>MM peers average</b>							0,10	0,05	<b>16,58</b>	<b>0,89</b>	<b>9,40</b>
<b>Emerging Markets</b>											
Embotelladora Andina S.A.	Chi/Br/Arg	2360,00	2460,00	1070,00	244,31	142,30	0,23	0,13	16,58	2,21	10,07
Compania Cervecerias Unidas S.A.	Chi/Arg	2420,00	2580,00	987,00	221,00	114,00	0,22	0,12	21,23	2,45	11,67
Synutra International Inc.	China	1060,00	1090,00	189,45	24,68	20,04	0,13	0,11	52,89	5,60	44,17
China Mengniu Dairy Company Limited	China	3026,00	2019,00	1341,00	114,50	151,00	0,09	0,11	20,04	2,26	17,63
Nestle India Limited	India	2479,00	2261,00	565,00	118,00	75,10	0,21	0,13	33,01	4,39	19,16
<b>EM peers average</b>							0,18	0,12	<b>28,75</b>	<b>3,38</b>	<b>20,54</b>
lekz		1719,00	1840,70	709,78	138,90	87,68	0,20	0,12	19,61	2,42	13,25




**РАСЧЕТ ЦЕНЫ АКЦИИ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРАМ**

Upside/Downside %	P/E	P/S	EV/EBITDA
towards MM	-15	-63	-28
towards EM	48	41	56
weight: MM-30%, EM-70%			
average towards MM / EM	29	10	31
weight: P/S-30%, P/E-30%, EV/EBITDA-40%			
Agregate Upside on Multiples			24
Fair MCap on multiples			2113,39

Расчетная стоимость Компании при чистом долге, оцениваемом нами в \$121,7 млн, составляет \$2206,59 млн по методу дисконтированных денежных потоков и \$2113,39 млн в сопоставлении с аналогами на развитых и развивающихся рынках (вес оценки методом DCF составляет 80%, по мультипликаторам - 20%). В этом случае справедливая стоимость одной обыкновенной акции «Лебедянского» составляет \$107,2, что означает потенциал роста от текущих котировок на продажу не менее 18,4%.

Мы полагаем, что Компания способна обеспечивать высокие темпы роста выручки, а показатели рентабельности «Лебедянского» находятся на приемлемом уровне. И, несмотря на то, что продвижение на новые рынки приводит к существенному росту затрат на транспортировку и логистику, мы рассчитываем, что инвестиции Компании в расширение мощностей и развитие системы дистрибуции обеспечат дальнейший рост операционных и финансовых результатов, а также улучшат показатели рентабельности и позволят «Лебедянскому» развиваться быстрее конкурентов.

**РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ ЦЕНЫ АКЦИИ**

MCap on DCF	<b>LEKZ</b>
MCap on Multiples	2206,59
Weight for DCF	2113,39
Weight for Multiples	80%
Average weighted Mcap	20%
Shares, mn	2187,95
Fair Price	20,41
Last Price	107,2
Upside %	90,5
	<b>18,4%</b>





## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ДОХОДНЫЙ ДОМ»

410012, Россия, г. Саратов, ул. Вольская, 70  
www.ddom.ru  
E-mail: mail@ddom.ru  
Телефон: (845-2) 274-555 (многоканальный)  
Телефон горячей линии: (845-2) 27-57-37 (многоканальный)

Филиалы инвестиционной компании «Доходный дом»:

### ВОЛГОГРАД

Адрес: 400001, г. Волгоград, ул. Калинина, д. 13  
Телефон: (8442) 26-99-22

### УЛЬЯНОВСК

Адрес: 432700, г. Ульяновск, ул. Советская, д. 5  
Телефон: (842-2) 410-222

### ВОРОНЕЖ

Адрес: 394030, г. Воронеж, ул. Свободы, д. 69А.  
Телефон: (473-2) 96-99-00

### ПЕНЗА

Адрес: 440052 г. Пенза, ул. Свердлова, д. 2. офис 501-502  
Телефон: (8412) 35-90-10

## ПРИНЦИП ВЫСТАВЛЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций на 15% и более  
НАКАПЛИВАТЬ – соответствует потенциалу роста 5-15%  
ДЕРЖАТЬ - соответствует потенциалу роста/снижения от -5% до +5%  
ПРОДАВАТЬ - соответствует потенциалу снижения от -5%

Потенциал роста / снижения определяется как разница между текущей рыночной ценой по бумаге и рассчитанной нами справедливой стоимостью акции.

## ЗАЯВЛЕНИЕ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный отчет не содержит никаких предложений (не является офертой) о покупке или продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Данный отчет составлен на основе информации, которая являлась общедоступной в момент подготовки обзора, приведенной в публичных источниках, которые Компания полагает надежными, но за достоверность которых Компания не может нести ответственности и не может претендовать на их абсолютную точность и полноту. Компания не берет на себя обязательства вносить изменения при изменении мнения или информации относительно компаний упомянутых в этом отчете. Данный отчет может быть использован только в информационных целях, Компания не может нести ответственности за прямые или косвенные убытки, возникающие при использовании данного материала. Ни отчет целиком, ни какая-либо часть его не может быть использована без согласия Компании.  
© 2007

