

Май: поспешая медленно

6 мая 2003

www.alfabank.ru

Москва

Тема: ЮкосСибнефть вступает в мировую нефтяную лигу

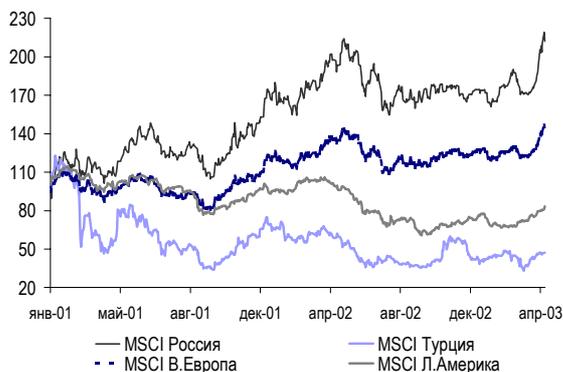
- Среди частных компаний «ЮкосСибнефть» будет иметь максимальные запасы нефти**
 Новая компания станет третьей в мире по величине запасов нефти и газа (по оценкам на конец 2001 г., 18,4 млрд. баррелей – нефть и 1 млрд. бнэ – природный газ) и четвертой в мире по объемам добычи нефти (в настоящее время 2,3 млн. баррелей в день). Слияние Юкоса и Сибнефти в крупнейшую компанию обеспечит синергетический эффект и экономию от масштаба.
- Нашим фаворитом остается Юкос, т.к. в его бумагах, а также бумагах Сибнефти в период становления объединенной компании, могут возникнуть возможности для арбитража**
 Новая объединенная нефтяная компания-гигант (с общей капитализацией свыше \$36 млрд. и прогнозируемой в 2003 г. чистой прибылью \$5,2 млрд.) все еще торгуется с дисконтами в 40% и 7% относительно бумаг аналогичных компаний на развивающихся рынках (на основе коэффициентов EV/Добыча и расчетного на 2003 г. EV/EBITDA, соответственно). Учитывая коэффициент обмена для миноритарных акционеров Сибнефти и размеры дивидендов Юкоса и/или масштаб выкупа акций, можно ожидать появления возможности для арбитражных сделок.
- В апреле индекс РТС вырос на 20% из-за реальных и мнимых корпоративных сделок**
 Более того, индекс MSCI Russia прибавил за месяц 28,4% – самый высокий показатель роста с начала года среди мировых фондовых индексов (рассчитываемых на основе долларовой цены). Принимая во внимание избыточную ликвидность рынка, продолжающееся улучшение экономической и политической ситуации в текущем году, а также сокращение доли акций в свободном обращении, можно предположить, что, несмотря на возможный массовый откат цен, индекс РТС в среднесрочной перспективе вырастет еще больше.
- Мы рекомендуем выждать, пока улягутся страсти, вызванные недавними сделками слияния, и сосредоточиться на бумагах, которые в последнее время росли медленнее рынка**
 При выборе акций теперь следует сосредоточить внимание на компаниях, которые отставали от рынка по причине невовлеченности в сделках по слиянию и поглощению и имеют значительный потенциал роста. Одновременно рынок облигаций продолжает в целом следовать за движением других развивающихся рынков долговых обязательств, причем наибольшим потенциалом роста обладают корпоративные облигации.

Портфельные рекомендации*

Голден Телеком	Рост сектора и потенциал роста 55%
ЛУКОЙЛ	Наиболее дешёвый из крупных нефтяных компаний с потенциалом роста 51%
Норильский Никель	Международная тема с потенциалом роста 30%
Южтелеком	Рост сектора и потенциал роста 56%
Газпром	Становится акцией "Россия" со значительным долгосрочным потенциалом роста

Прим.: * временной горизонт – 3-6 месяцев

Развивающиеся рынки



Источники: Блумберг, РТС

Последние публикации

МТС в 4 кв. 2002 г.: рост продаж на 6% на фоне снижения рентабельности

 Андрей Богданов, Елена Роговина Апрель 30, 2003
Минфин: нефтяные компании уже достаточно платят в казну

 Наталья Орлова Апрель 28, 2003
ЮкосСибнефть: что ждать от слияния

 Константин Резников, Анна Бутенко Апрель 25, 2003
Пенсионная реформа: времени на принятие решения почти не остается

 Наталья Орлова Апрель 23, 2002
Кому рулить Сургутнефтегазом?

 Константин Резников, Сергей Глазер CFA, Анна Бутенко Апрель 10, 2003
Ростелеком: ДЕРЖАТЬ префакции из-за низкой дивидендной доходности

 Андрей Богданов, Елена Роговина Апрель 4, 2003
Норильский Никель: на капвложения будет идти 7-10% выручки

 Максим Матвеев CFA Апрель 3, 2003
Вымпелком в 4 кв. 2002 г.: падение основных показателей из-за низкого \$12 ARPU в регионах

 Андрей Богданов, Елена Роговина Март 28, 2003
ВБД 2002: 22%-ный рост ценной рентабельности

 Александр Свинов Март 20, 2003

Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Андрей Богданов, И.О. начальника отдела

research@alfabank.ru
ABogdanov@alfabank.ru

(7 095) 795-3676

(7 095) 795-3613

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Комментарии по рынку.....	3
Основные выводы	3
Структура рынка ценных бумаг.....	3
Сургутнефтегаз: программа защиты свидетелей	8
Результаты прошедшего месяца.....	14
ЮкосСибнефть вступает в мировую нефтяную лигу	18
Гигант с запасами нефти и газа в 19,4 млрд. бнэ	18
Слияние даст синергетический эффект	19
Сделка осуществится в три этапа	21
Арбитраж на основе сделки слияния в единую «ЮкосСибнефть»	23
Динамика и оценка акций.....	25
Графики	28
Календарь событий.....	30
Экономика и политика.....	31
Новости компаний и отраслей	33
Нефть и газ	33
Телекомы	38
Металлургия.....	41
Машиностроение	43
Пищевая промышленность и розничная торговля.....	44
Банковский сектор	47
Рынок облигаций	49
Технический анализ	51
Индекс РТС: новый технический расчетный уровень – 558	51



Кристофер Уифер
(7095) 970-5081

Комментарии по рынку

Основные выводы

В апреле индекс РТС возрос практически на 20% на фоне фактической и ожидаемой активности корпораций в нефтяном секторе России. В наибольшей степени возросли котировки ценных бумаг Сургутнефтегаза (+36,8%) в результате стратегической покупки, заставившей инвесторов гадать, кто был покупателем и какие у него намерения. В последнее время колебания цен снизились, но это было ожидаемым результатом, поскольку продолжается формирование крупного пакета данных акций в условиях сохранения на них спекулятивного спроса.

На долю нефтяного сектора приходится в настоящее время 52% российского рынка ценных бумаг, оцениваемого в \$134 млрд. (из которых на долю Газпрома приходится 20%).

Менеджмент и «свои» инвесторы контролируют 46,1% рынка ценных бумаг. На долю акций в свободном обращении, по оценкам экспертов, приходится около 28%, при этом соотношение между иностранными и российскими фондами портфельных инвестиций составляет 80/20. Однако основная часть сделок совершается российскими трейдерами.

Реальные возможности инвестирования на рынке ценных бумаг, по видимому, снизятся, поскольку из-за слияний и поглощений из оборота выводятся часть акций (как правило, расчеты по ним производятся полностью или частично в денежной форме). Более того, существенного роста объемов первичного предложения акций не наблюдается.

В зависимости от методологии расчета «справедливое» значение индекса РТС колеблется между 474 (+10%) и 560 (+30%). Как скоро индекс достигнет этих отметок, зависит, главным образом, от совокупности таких факторов, как ликвидность обращающихся акций, новые слияния и поглощения, а также перспективы роста доходов в глобальной экономике. В свою очередь, это определяет движение потоков капитала на развивающихся рынках.

Структура рынка ценных бумаг

За прошедший год структура фондового рынка почти не изменилась

За последние шесть месяцев рынок российских бумаг успешно развивался благодаря движению котировок как отдельных акций, так и бумаг определенных отраслей экономики. В результате структура фондового рынка изменилась и доля нефтегазового сектора увеличилась в процентном отношении к общему объему рыночных операций по сравнению с тем же периодом прошлого года.

Текущая стоимость российских бумаг оценивается в \$134 млрд

В настоящее время рыночная стоимость всех российских ценных бумаг, включая акции, которые торгуются исключительно в виде АДР (например, акции телекомов мобильной связи), оценивается примерно в \$134 млрд., что составляет 1/3 ВВП за текущий год.

На долю нефтегазовых бумаг приходится 71%

В настоящее время структура фондового рынка выглядит следующим образом:

**Илл. 1. Российские ценные бумаги – доли по секторам**

Сектор	Доля
Нефть	51,7%
Газ	19,3%
Телекомы	9,4%
Энергетика	7,6%
Металлургия	5,1%
Финансы	3,6%
ТНП	2,2%
Производство	1,1%
Итого	100,0%

Источник: PTC, DataStream

На долю пяти компаний приходится 65% рынка

Согласно уровню рыночной капитализации на долю пяти крупнейших компаний приходится 64,5% рынка, а ведущие 10 компаний (см. Илл. 2) занимают 82,0%. В настоящее время рыночная капитализация 16 компаний превышает \$1 млрд.

Илл. 2. 10 крупнейших российских компаний, котирующихся на бирже

Компания	Рыночная капитализация
ЮКОС*	\$24,7 млрд.
Газпром	\$24,5 млрд.
ЛУКОЙЛ	\$14,8 млрд.
Сибнефть*	\$11,6 млрд.
Сургутнефтегаз	\$10,3 млрд.
РАО ЕЭС	\$6,2 млрд.
Норильский Никель	\$5,1 млрд.
МТС	\$4,9 млрд.
Сбербанк	\$4,6 млрд.
ВымпелКом	\$2,2 млрд.

Примечание: ЮКОС и Сибнефть недавно объявили о своем слиянии, которое завершится в конце года

Источники: PTC, DataStream

Кому принадлежит рынок?

«Свои люди» контролируют почти половину рынка

Очень трудно дать однозначный ответ на этот вопрос, однако мы можем выделить основные группы собственников на основе последних данных и текущих оценок рынка.

Илл. 3. Собственники российских ценных бумаг, котирующихся на бирже

Собственник	Рын. капитализация	Доля
Менеджмент	\$42,2 млрд.	31,5%
Связанные с ним «свои люди»	\$19,5 млрд.	14,5%
Итого «свои люди»	\$61,7 млрд.	46,1%
Стратегические инвесторы	\$15,5 млрд.	16,5%
Правительство	\$18,2 млрд.	13,6%
Региональные администрации	\$1,4 млрд.	1,1%
Свободное обращение	\$37,2 млрд.	27,7%
Итого	\$134,0 млрд.	

Источники: отчеты компаний, исследования Альфа-Банка

Среди стратегических инвесторов можно выделить, помимо прочих, РАО ЕЭС, которому принадлежат пакеты региональных энергокомпаний, и компанию Связьинвест, которая владеет акциями региональных телекомов.

Стоимость российских бумаг, принадлежащих иностранным портфельным инвесторам, составляет около \$30 млрд

По оценкам экспертов, находящиеся в свободном обращении бумаги поделены в пропорции 80:20 между иностранными и внутренними инвесторами и инвестиционными фондами (\$30 млрд. и \$7 млрд., соответственно). Приведенные данные представляются приблизительными, т.к. многие внутренние инвесторы используют целый ряд различных зарубежных инвестиционных инструментов.

Большинство «сделок» совершается внутренними инвесторами

Рынок сокращается из-за слияний и поглощений, а также отсутствия первичных предложений

Свободное обращение тоже сокращается, при этом доля внутреннего компонента растет

Рынок зависит от ликвидности и слияний/поглощений

Примечание: внутренних инвесторов часто называют «неторгующими», но поскольку **основная часть сделок** совершается внутренними «инвесторами», то в торгах участвуют связанные между собой стороны (ММВБ), либо совершаются краткосрочные сделки.

Сокращение рынка

Если предположить, что 1) реализация реформ в электроэнергетике, а также слияние ЮКОСа и Сибнефти станут реальностью, 2) некоторые мелкие компании (например, Мегионнефтегаз) наконец-то будут проданы, и 3) правительство доведет государственный пакет в Газпроме до обещанного 51%, то возможна реализация следующих действий:

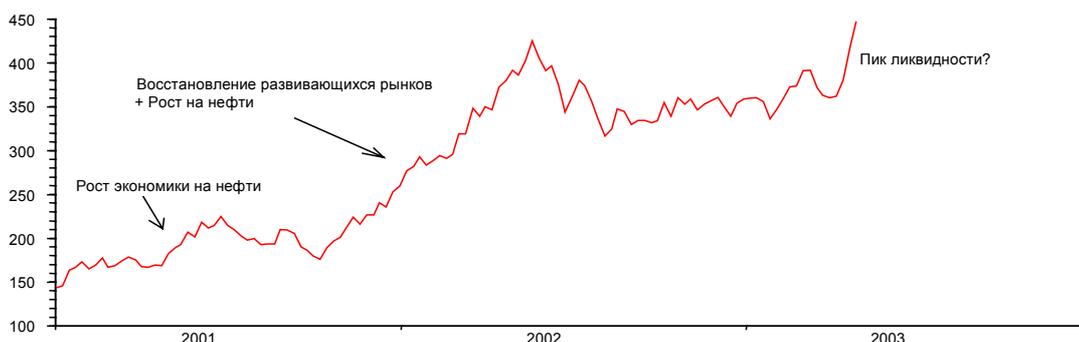
- текущая рыночная капитализация снизится с 134 млрд. до \$127 млрд. из-за того, что в расчетах по некоторым сделкам или даже значительней их части будут использоваться не только ценные бумаги, но и денежные средства;
- благодаря Газпрому доля государства вырастет до 16,6% (\$21,1 млрд.);
- доля «своих людей» понизится до 44,5% (\$56,6 млрд.), главным образом, из-за использования денежных средств при слиянии ЮКОСа и Сибнефти и при заключении других предполагаемых сделок подобного рода с акциями более мелких нефтяных компаний;
- доля стратегических инвесторов упадет до 11,1% (\$14,2 млрд.), в основном, как следствие реструктуризации в энергетике и связи;
- общий объем бумаг в свободном обращении незначительно сократится и составит 26,7% (\$34 млрд.), хотя можно ожидать постепенного смещения доли рынка в сторону внутренних инвесторов.

Какова реальная стоимость рынка?

В последний день месяца (29 апреля) индекс РТС составил 431. На основе «фактора роста» можно рассчитать «рыночное значение» РТС с учетом его текущей структуры и прогнозов аналитиков Альфа-Банка относительно роста котировок и дохода. В результате индекс РТС может составить 474 или 560 в зависимости от используемой методологии.

На Илл. 4 видно, что предыдущие пиковые значения РТС были результатом резкого скачка цен на нефть, который способствовал росту экономической активности и доходов компаний, акции которых котируются на бирже. Другой причиной могло быть повышение финансовых и оценочных показателей аналогичных компаний (например, развивающихся стран). Последний подъем котировок акций был обусловлен ростом спроса (реальным и спекулятивным) на фоне сообщений об упоминавшихся выше слияниях и поглощениях.

Илл. 4. РТС: Факторы роста



Источник: DATASTREAM



Основан на анализе денежных потоков и учитывает риски долгового рынка

Индекс РТС может быть на 30% выше, на уровне 560

Метод №1

Аналитики Альфа-Банка произвели оценку «расчетной» цены акций отдельных секторов. Была использована методология, основанная на дисконтированном потоке денежных средств, при этом доходность российских еврооблигаций со сроками погашения 10 лет использовалась в качестве дисконтной ставки.

Посредством сравнения расчетной цены с текущей рыночной капитализацией было установлено, что реальная стоимость российских ценных бумаг должна составлять \$171 млрд., что на 28% выше текущего уровня. Если не учитывать акции, которые не торгуются на РТС, такие как Газпром и акции телекомов, окажется, что **текущее значение индекса РТС должно быть выше на 30%, т.е. он должен находится на отметке 560.**

Примечание: Альфа-Банк консультирует РАО ЕЭС по вопросам реструктуризации электроэнергетики, что ограничивает возможности аналитиков Банка давать рекомендации или публиковать расчетные цены по этим акциям.

Если не учитывать акции с ограниченным объемом обращения и/или совершенно неликвидные бумаги, то список 10 компаний, стоимость акций которых по данной методологии считается заниженной, выглядит следующим образом:

Илл. 5. 10 компаний с заниженной стоимостью акций по методологии расчетной цены

Компания	Рын. капитализация \$ млн.	Потенциал роста %
Центр Телеком	523	62,7
ЮжТелеком	311	55,6
Голден Телеком	403	55,2
ЛУКОЙЛ	14 842	51,4
Уралсвязьинформ	562	50,0
Сургутнефтегаз	10 298	42,5
Северсталь	1 291	41,9
Сибирь Телеком	307	33,3
НорНикель	5 134	29,2
Вимм-Билль-Данн	807	27,7

Источник: оценка Альфа-Банка

На основе этого же критерия акции нижеследующих компаний имеют наименьший потенциал роста или наибольший потенциал падения:

Илл. 6. 10 наименее привлекательных компаний по методологии расчетной цены

Компания	Рын. капитализация \$ млн.	Потенциал роста %
Сбербанк	4 567	-4,8
ГАЗ	94	-3,4
ГУМ	126	0,0
Аэрофлот	389	0,0
Татнефть	2 010	1,1
МТС	4 880	8,2
Северо-Западный Телеком	344	9,8
Вымпелком	2 183	13,3
МГТС	619	13,7
Ростелеком	1 264	19,7

Источник: оценка Альфа-Банка

Метод №2

Использование коэффициентов доходности бумаг аналогов

При использовании данного метода рассчитывается коэффициент EV/EBITDA по каждому выпуску на основе прогнозов наших аналитиков на 2003 г. Эти данные представлены в ежемесячных обзорах Альфа-



банка. Далее коэффициент EV/EBITDA сравнивается с аналогичным показателем наиболее близкой группы подобных бумаг, рассчитанный на основе доступных данных. Подобные широко используемые коэффициенты относятся, главным образом, к развивающимся рынкам, но в ряде случаев, (например, в случае более крупных выпусков нефтяных акций или бумаг Норильского Никеля) применяется смешанный коэффициент с учетом средних значений показателей развивающихся и развитых рынков.

Индекс РТС может быть на 10% выше, на уровне 474

При помощи этого метода, используя текущую структуру и доли фондового рынка, мы можем подсчитать стоимость российских ценных бумаг, которая составит \$142 млрд., что на 7% выше текущей стоимости. Далее, если не учитывать акции, которые не торгуются на РТС, **получится, что индекс РТС должен был бы составлять 474, что на 10% выше текущего значения.**

Все наиболее привлекательные в этой категории акции можно назвать «неликвидными», но на них стоит обратить внимание тем фондам, которые занимаются бумагами, не являющимися голубыми фишками.

Илл. 7. Лидеры неликвидности

Компания	Рын. капитализация	Потенциал роста
	\$ млн.	
ЦУМ	33	229,4
ГАЗ	94	124,0
Красный Октябрь	43	116,0
ЧТЗ	67	107,4
Удмурднефть	397	104,5

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 8. 10 компаний с наиболее заниженной ценой акции по EV/EBITDA

Компания	Рын. капитализация	Потенциал роста
	\$ млн	
Татнефть	2 010	87,5
Аэрофлот	389	69,7
АвтоВАЗ	668	55,6
Сургутнефтегаз	10 298	34,1
Сибирь Телеком	307	31,6
ЮжТелеком	311	31,6
Северсталь	1 291	28,6
Сбербанк	4 567	27,3
Уралсвязьинформ	562	0,25
ЛУКОЙЛ	14 842	22,2

Источник: оценка Альфа-Банка

Илл. 9. 10 компаний с наименее заниженной ценой акции по EV/EBITDA

Компания	Рын. капитализация	Потенциал роста
	\$ млн	
Вимм Билл Данн	807	-31,6
Пурнефтегаз	459	-28,6
Сибнефть	11 616	-23,6
Ростелеком	1 264	-18,8
Северо-Западный Телеком	344	-16,7
Норильский Никель	5 134	-16,7
Мегионнефтегаз	1 049	-10,0
МТС	4 880	-6,30
МГТС	619	-5,4
Газпром	24 507	-1,8

Источник: оценка Альфа-Банка

Примечание: доход по большинству подобным акциям может увеличиться в результате сохраняющегося роста выпуска российской экономикой, в частности, вследствие роста потребительских расходов либо, как в случае с Газпромом, в результате сохраняющегося с середины прошлого



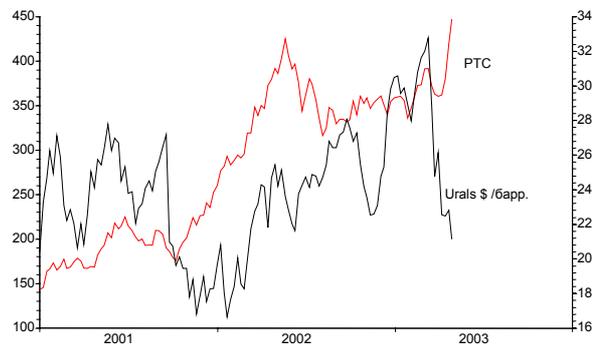
десятилетия роста экспортных поставок, стоимость которых постоянно увеличивается.

Илл. 10. РТС, темпы роста и степень риска



Источник: DATASTREAM

Илл. 11. РТС и нефть



Источник: DATASTREAM

Сургутнефтегаз: программа защиты свидетелей

В апреле котировки акций Сургутнефтегаза взлетели на 78%, но, несмотря на фиксацию прибыли после объявления даты внеочередного собрания и майские праздники, слишком рано говорить о завершении ралли

Время до внеочередного собрания опасно, т.к. могут проясниться многие факты

Если за недавней покупкой стоит менеджмент, то текущие котировки не удержатся

Уход стратегического покупателя может быть временным, чтобы рынок успокоился

За прошедший месяц котировки акций Сургутнефтегаза выросли на 78,6% (64,1% с начала года), а индекс РТС – на 23,9% (24,4% с начала года). Несмотря на масштабную фиксацию прибыли инвесторами после объявления мер, направленных на защиту акций стратегического резерва (-13,3% при незначительном объеме торгов к полудню 29 апреля), рыночная конъюнктура остается достаточно неопределенной. Рынок данных акций пребывает в самом начале сезонного затишья национального рынка акций, многое может произойти до 6 июня 2003 г., когда состоится внеочередное собрание акционеров, на котором акции стратегического резерва получат, наконец, надежный щит. Это что-то вроде программы защиты свидетелей для ценных бумаг: вы знаете, что свидетели есть и какой вред они наносят, но вы никогда не узнаете, где они.

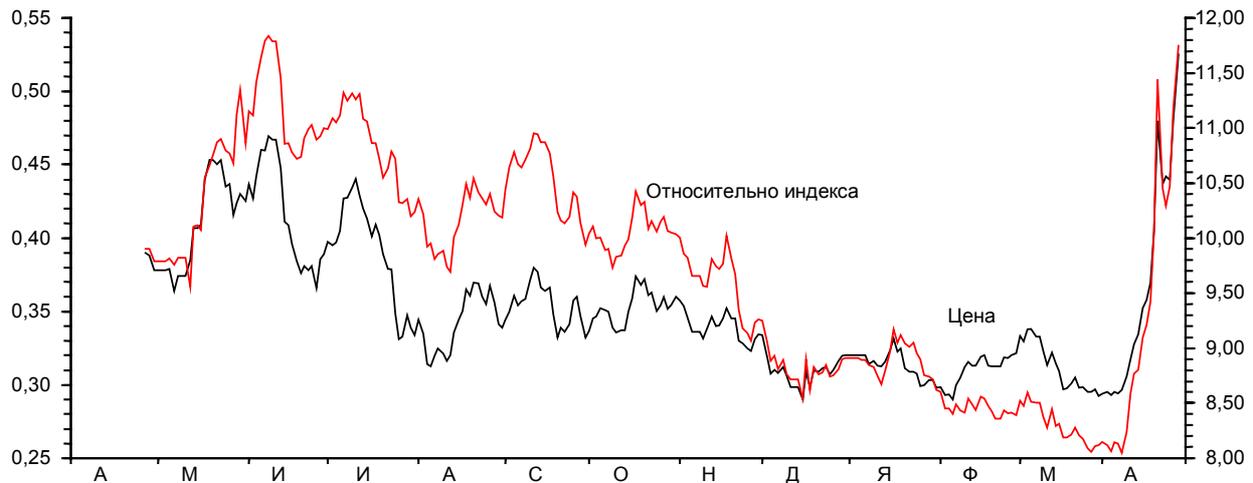
Ситуация может проясниться в период, предшествующий внеочередному собранию, однако это самое опасное время для инвестиций. Если агрессивная кампания против Сургутнефтегаза уже началась, то у его акций все еще остается значительный потенциал роста цены по отношению к котировкам других нефтяных компаний, включая ЮКОС и Сибнефть (см. ниже), особенно с учетом передачи акций в резерв.

Однако здравый смысл подсказывает, что акции покупает сама компания или связанная с менеджментом структура. Если это подтвердится и даже если последующее судебное разбирательство затянется на неопределенное время, то обоснованной окажется лишь предыдущая оценка с учетом того, что акции резерва становятся существенным фактором.

Пока же мы исходим из того, что покупка акций компаний контролируется ее менеджментом, поэтому недавнюю ценовую коррекцию можно считать не чем иным, как частью стратегии, направленной на скупку акций. По существу, высший управляющий персонал мог временно отозвать свое распоряжение о покупке акций, чтобы дать возможность стабилизироваться рыночной конъюнктуре и вновь вернуться на рынок в качестве покупателей на следующей неделе, когда цена упадет.



Илл. 12. Сургутнефтегаз: цена и соотношение с индексом РТС



Источник: DATASTREAM

Инвесторы, ориентированные на индекс MSCI, вынуждены уйти с рынка

Иностранные портфельные инвесторы, особенно те игроки, которые используют в качестве точки отсчета индекс MSCI, были вынуждены выйти из активной торговли и теперь большинство сделок относится к категории стратегических покупок или внутренних краткосрочных транзакций.

Кто платит, тот и заказывает музыку

Все еще остается открытым очень важный вопрос: кто стоит за подобными стратегическими сделками и каков их мотив? Ответ на него имеет первостепенное значение для определения реальной стоимости акций Сургутнефтегаза относительно котировок бумаг других крупных нефтяных компаний.

До недавнего спекулятивного всплеска акции Сургутнефтегаза торговались со значительным дисконтом к акциям отраслевых лидеров

До недавнего спекулятивного всплеска акции Сургутнефтегаза торговались со значительным дисконтом как по отношению к ЮКОСу, так и к Сибнефти (и с небольшим дисконтом к ЛУКОЙЛу). Причина этого достаточно очевидна. Компания не слишком заботилась об акционерах, не повышала дивидендные выплаты, ничего не предпринимала для того, чтобы повысить свой рейтинг или цену акций. В отличие от других нефтяных компаний Сургутнефтегаз фактически никому не принадлежит; компания практически владеет сама собой (наподобие кооператива в советские времена). Сургутнефтегаз существовал для своих сотрудников и для своего региона. По всей видимости, компания накапливала значительные резервы денежных средств с прицелом на участие в переработке и продаже газа после коренной реструктуризации российской газовой промышленности. Планы перестройки Сургутнефтегаза в полуэнергетический тип бизнеса с относительно низкими рисками, несомненно, соответствовали его стилю работы и отношению к рискам. Огромный дисконт в рейтинге к более прогрессивным нефтяным компаниям был вполне оправдан, если принять во внимание тот факт, что акционеры, не входящие в состав руководства, а также т.н. «свои люди» не были заинтересованы в повышении котировок.

... и не без причины

Илл. 13. Сравнительная оценка на 31 марта 2003 г.

	Цена	EV/EBITDA	
	\$ за акцию	2002 г.	2003 (оц.)
Сибнефть	2,18	6,5	5,6
ЮКОС	9,60	4,5	3,9
ЛУКОЙл	13,90	3,7	3,1
Сургутнефтегаз	0,30	2,8	2,8

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

**Дневник Сургутнефтегаза**

Итак, несмотря на шум и гам торгов, удалось выяснить пару вопросов, хотя многие другие требуют уточнения.

Аннулирование акций могло создать условия для враждебной скупки

- Цель кампании за аннулирование акций стратегического резерва – создать условия для враждебной скупки или убедить менеджмент принять более прогрессивное отношение к дивидендным выплатам и котировкам акций.

Раньше менеджменту было все равно

- Раньше руководители компании не обращали внимания на «посторонних» акционеров и были счастливы в своей блестящей изоляции в Западной Сибири.

В ответ на возникшую угрозу руководство пообещало перемены

- Как только над акциями в резерве, а заодно и над контролем со стороны руководства нависла угроза, менеджмент не заставил себя ждать. Во время наспех организованных встреч с инвесторами руководители компании недвусмысленно заявляли о намерении защитить акции стратегического резерва. Они также заверяли инвесторов, что у компании нет планов создания нового стратегического партнерства с российской или иностранной нефтяной компанией и что любая агрессивная акция против компании потерпит неминуемое поражение. В то же время, руководители Сургутнефтегаза обещали, что в будущем отношения с инвесторами будут более открытыми, что будет принята стратегия, способствующая росту котировок акций и дивидендных выплат.

Один или несколько покупателей проявили повышенную активность

- После этого акции Сургутнефтегаза стали скупаться в больших количествах, что свидетельствует о том, что один или несколько инвесторов намереваются сформировать весомый пакет акций. Вчера было объявлено о созыве внеочередного собрания акционеров для обсуждения вопроса о передаче акций стратегического резерва обществу с ограниченной ответственностью (вариант программы защиты свидетелей для ценных бумаг) долой с надоедливых глаз ФКЦБ и «посторонних» акционеров.

Варианты?

Вариантов несколько:

Копят акции в стратегическом резерве?

- Нефтяная компания Сургутнефтегаз, которая в настоящее время контролирует акции в стратегическом резерве, скупала акции за счет своих огромных денежных накоплений (что-то около \$6 млрд.) для того, чтобы усилить свой контроль и сократить количество акций в свободном обращении.

Менеджмент покупает?

- Высшее руководство само покупает значительную долю ценных бумаг, чтобы впоследствии контролировать ее, при этом, скорее всего, они используют накопленные Сургутнефтегазом денежные средства.

Покупает дружественный инвестор?

- Акции скупаются дружественным инвестором, который собирается развивать взаимовыгодное сотрудничество с менеджментом Сургутнефтегаза, не очень заботясь о кровных интересах миноритариев или «посторонних» инвесторов.

Враждебная скупка?

- Акции приобретает «независимый» инвестор или инвестиционная группа (или нефтяная компания), которая намеревается использовать свои позиции, чтобы перехватить контроль над активами у нынешнего руководства или заставить его следовать стратегии роста по примеру ЮКОСа и Сибнефти.

Первые два варианта незаконны, ...но это не проблема

Первые два варианта, «возможно», незаконны. Если это откроется, они могут стать предметом судебного разбирательства по инициативе «посторонних» инвесторов. Приходится использовать слово «возможно», т.к. хотя в законе об акционерных обществах и других законодательных ак-



тах подобные действия однозначно квалифицируются как незаконные (точно также как в законе об акционерных обществах четко прописано, что акции стратегического резерва нельзя аннулировать), существует множество лазеек, которыми может воспользоваться любой свежеспеченный адвокат. Российское законодательство постепенно совершенствуется, и лазейки закрывают одну за другой, однако это происходит по принципу «после драки кулаками машут».

Суд лишь продлит период неопределенности

Судебное разбирательство лишь продлит период неопределенности, однако, в итоге все станет на свои места. Группа менеджмента выиграет, и не исключено, что вернется к прежнему изоляционистскому «стилю».

Дружественный инвестор – это, конечно, вариант, но....

А как насчет дружественного инвестора, который становится собственником пакета акций? Это вполне возможно, т.к. есть много кандидатов, обладающих необходимой суммой денежных средств и владеющих сейчас, в прошлом или в планах долей акций нефтяного сектора. Хорош ли такой вариант для «посторонних» инвесторов? Очевидно, что ответ зависит от того, кто этот дружественный инвестор. В целом, такой сценарий, скорее всего, будет иметь отрицательные последствия по следующим причинам:

Не решает ни одну из проблем менеджмента Сургутнефтегаза, но может создать новые

- a) Сургутнефтегаз не нуждается во внешнем финансировании.
- b) Если эта акция была направлена на принятие более прогрессивной стратегии роста с целью повышения котировок, помимо других задач, то нынешнему менеджменту не пришлось бы выбирать этот путь – достаточно было поддаться многолетнему давлению со стороны «посторонних» инвесторов.
- c) Менеджмент вряд ли оказал столь высокое доверие постороннему лицу или поощрял его, чтобы он приобретал значительный пакет акций, т.к. ничто не сможет помешать новому акционеру, если по происшествию некоторого времени он захочет изменить свою позицию или встать на другую сторону.

Текущую стоимость можно объяснить только враждебной скупкой

Остается вариант враждебного наращивания пакета. Этот последний сценарий единственный объясняет текущую цену и рейтинг акций Сургутнефтегаза. При любых других вариантах аналитикам придется учитывать акции в резерве при проведении анализа акций компании, что существенно повлияет на основные оценочные коэффициенты (см. ниже).

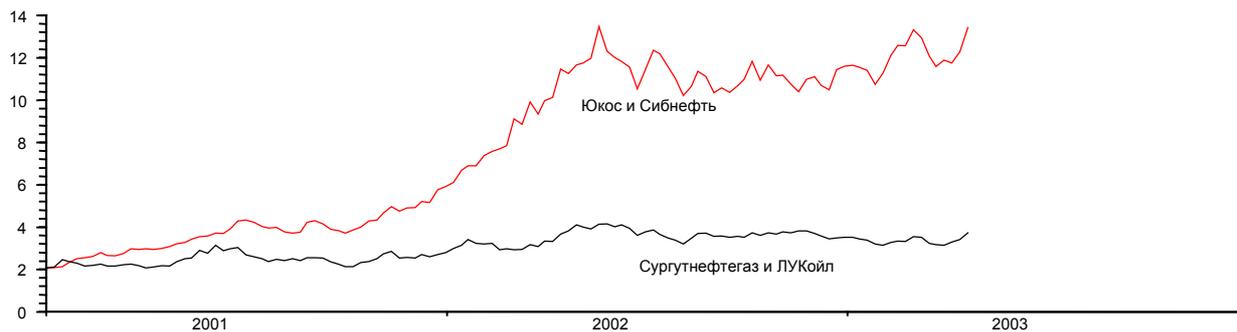
Парное катание?

ЮКОС и Сибнефть пошли по одному пути, ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз образовали свою пару

За прошедшие после завершения периода реорганизации крупных отраслевых пакетов два с половиной года, четыре крупнейших нефтяных компании шли параллельными путями. ЮКОС и Сибнефть сошлись вместе ради ускорения темпов развития и повышения производительности, в то время как Сургутнефтегаз и ЛУКОЙЛ едва плетутся вслед за ними.

Первая «пара» получила высокие оценки за прогрессивный подход

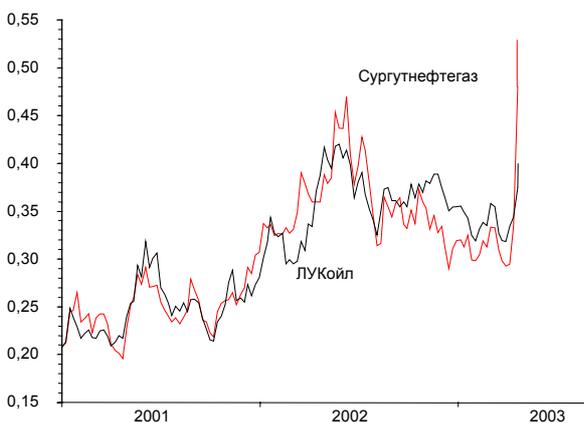
Помимо внедрения современных производственных и управленческих технологий первые две компании считают своей первоочередной задачей усовершенствование практики корпоративного управления и развитие диалога с аналитиками и инвесторами. Другие две крупнейшие нефтяные компании не спешат следовать примеру первых. Этот фактор, наряду с ростом поступлений от добычи нефти, оказал существенное влияние на динамику котировок.

Илл. 14. «Зайцы» и «улитки»


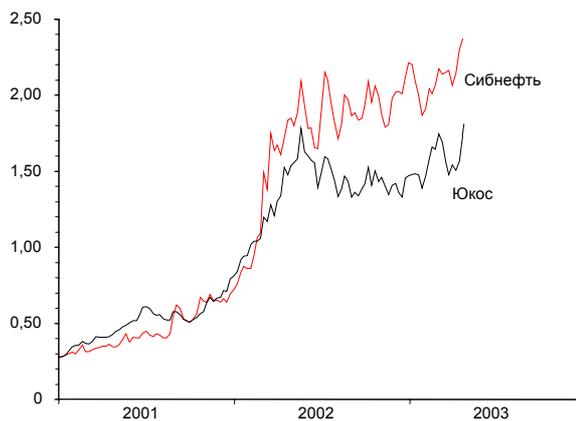
Источник: DATASTREAM

Вторая «пара» получила низкие баллы

Портфель из ЮКОСа и Сибнефти с рыночными весами (по состоянию на 1 января 2001 г.) мог увеличиться за период, прошедший с начала 2001 г. до настоящего времени, на 551%. Портфель из ЛУКОЙла и Сургутнефтегаза, построенный аналогичным образом, мог возрасти только на 81,4%. За тот же период индекс РТС вырос на 193%.

Илл. 15. Сургутнефтегаз и ЛУКОЙл: отрыв


Источник: DATASTREAM

Илл. 16. ЮКОС и Сибнефть


Источник: DATASTREAM

Сравнительная оценка рейтингов

Акции Сургутнефтегаза с учетом акций резерва уже сейчас стоят дорого

На представленной ниже таблице даны результаты сравнительной оценки крупнейших нефтяных компаний на основе текущего прогноза дохода и цены закрытия на 28 апреля 2003 г.

Илл. 17. Сравнительная оценка стоимости по состоянию на 28 апреля 2003 г.

	Цена \$ за акцию	EV/EBITDA		P/CF	
		2002	2003 (оц.)	2002	2003 (оц.)
Сибнефть	2,47	7,1	6,1	8,6	7,7
Сургутнефтегаз, с учетом акций в резерве	0,53	6,0	6,0	6,5	6,2
ЮКОС	11,60	5,4	4,7	7,5	6,6
Сургутнефтегаз	0,53	4,6	4,6	5,0	4,8
ЛУКОЙл	17,22	4,2	4,1	4,7	3,5

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка



Если победит менеджмент, придется учитывать акции резерва при оценке стоимости

Активы может и дешевые, но...

Сургутнефтегаз практически исчерпал возможности роста производительности из-за пристрастия к накопительству

Текущий рейтинг можно обосновать только враждебной купкой

Ситуация может проясниться

В противном случае, текущий рейтинг должен быть гораздо ниже, особенно если учесть акции в резерве

Акции Сургутнефтегаза с учетом акций стратегического резерва находятся в верхних строчках рядом с самыми дорогими в отрасли акциями Сибнефти. Даже без учета акций резерва (я могу возразить, что если менеджмент выиграет сражение, то исключение акций резерва будет необоснованным), разница с акциями ЮКОСа, судя по прогнозам, станет практически несущественной.

Если менеджмент одерживает верх и решает возвратиться к предыдущей стратегии и стилю корпоративного управления (в самом широком смысле), тогда премия даже к ЛУКойлу окажется совершенно необоснованной.

Согласно оценке активов, акции Сургутнефтегаза даже после недавнего впечатляющего ралли нельзя назвать дорогими, если сравнивать их котировки со среднеотраслевой ценой. Однако следует задуматься о том, что компания делает со своими активами, т.к. в конечном итоге, именно от этого зависит доход и при нормальном развитии события цена акции.

Илл. 18. Оценка стоимости на баррель запасов (итоговые данные по состоянию на 28 апреля 2003 г.)

	Запасы	Стоимость на баррель
Сибнефть	4 646	2,74
Сибнефть*	6 250	2,06
ЮКОС	13 375	1,85
БП-ТНК**	11 000	1,80
Сургутнефтегаз, с учетом акций в резерве		1,78
Сургутнефтегаз	8 750	1,37
ЛУКойл	19 300	0,79

Примечания: * предполагается, что Сибнефть консолидирует 50% Славнефти
** с учетом условий первоначальной сделки

Источник: отчеты компаний

Если рассмотреть показатели производительности (см. Илл. 19), то станет понятно, что даже если годовые темпы роста добычи Сургутнефтегаза составят половину соответствующего показателя ЮКОСа или будут ниже темпов роста добычи Сибнефти, Сургутнефтегаз будет истощать свои резервы немного быстрее. При этом его экспортные поставки приближаются к максимально возможному уровню или даже уже достигли его.

Илл. 19. Производительность

	Рост добычи	Доля добычи	Доля экспорта
ЮКОС	20,5%	4,3%	54,0%
Сибнефть	27,4%	4,4%	41,0%
Сургутнефтегаз	11,75	4,6%	55,0%
ЛУКойл	2,2%	3,0%	43,0%

Источник: оценка Альфа-Банка

Выводы

- Единственным обоснованием текущего рейтинга может быть появление крупного и враждебного акционера, который способен изменить прежнее отношение менеджмента и стратегию и убедить его последовать примеру Сибнефти и ЮКОСа.
- Ближе к 6 июня, когда состоится внеочередное собрание акционеров, возможно, станет ясно, так оно или нет.
- Если нет, то даже прежний рейтинг окажется завышенным, т.к. не будет никаких оснований не учитывать акции в резерве при расчете стоимости. Кроме того, к этому моменту не останется никаких сомнений относительно будущих планов менеджмента по созданию долгосрочной выгоды для акционеров. Они их уже раскрыли, хотя и не



Запасы наличности не так уж важны, если их не собираются тратить

- преднамеренно, в прошлом месяце. Возможно, это была единственная возможность для акционеров выволить свои средства.
- Значительный запас денежных средств (из которых \$3,5 млрд. находятся «неизвестно где») не будет иметь большого значения, если речь не пойдет о стратегии, направленной на повышение выгоды для акционеров. На развивающихся рынках можно найти банки подешевле.
- ЛУКойл, хотя и плетется вперед кое-как, но его акции действительно дешевые. Кроме того, его стратегия медленного роста выльется в рост акционерного капитала.

Результаты прошедшего месяца

Активность в нефтяном секторе повлияла на фондовый рынок в целом

В апреле самым успешным из крупных рынков (см. таблицу) по ценам в долларовом выражении была РТС, благодаря высокой активности и, как следствие этого, резкому скачку котировок акций Сургутнефтегаза и в целом всего нефтяного сектора.

Среди глобальных индексов больше всех с начала года вырос российский индекс MSCI

Российский индекс MSCI совершил резкий скачок вверх на 28%, опередив внутренний индекс. Кстати, Сургутнефтегаз обладает внушительным весом в индексе MSCI, который также включает и Мосэнерго (в конце месяца акции этой компании снова стали объектом повышенного внимания инвесторов). За период, прошедший с начала года, российский индекс MSCI уступает только аргентинскому индексу MSCI по ценам в долларовом выражении.

Илл. 20. Самые результативные рынки в апреле (цены в долларовом выражении)

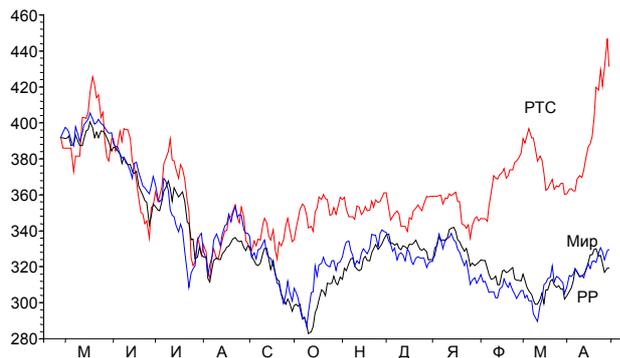
MSCI Россия	28,4%	(с начала года: 25,6%)
РТС	19,7%	(с начала года: 20,7%)
Чили	14,4%	(с начала года: -2,7%)
Корея	13,3%	(с начала года: -8,3%)
Бразилия	12,5%	(с начала года: 18,3%)
Израиль	11,7%	(с начала года: 20,2%)

Примечания: наилучшие результаты с начала года были отмечены на рынке Аргентины: 28,2% (7,4% в апреле), а в Турции доходность за этот же период составила 22,6% (12,8% в апреле).

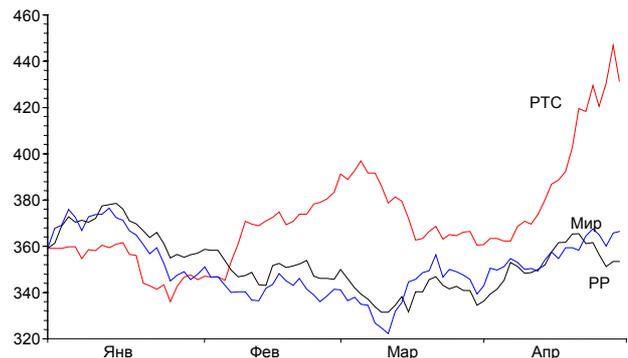
Источник: DATASTREAM

Российские ценные бумаги следовали за кривой котировок мировых ценных бумаг до тех пор, пока не возросла активность в нефтяном и энергетическом секторах

На Илл. 21 показана динамика ценных бумаг, торгуемых на РТС, развивающихся и мировых рынках за прошлый год, а на Илл. 22 – за период с 1 января 2003 г. В целом, российские ценные бумаги все больше следовали за кривой котировок на глобальных развивающихся рынках (после пересмотра рейтингов в 2000 и 2001 гг.). Однако, российский рынок не «нырнул вниз» вслед за падением котировок на развивающихся рынках в октябре прошлого года благодаря стратегическим покупкам акций энергетического сектора, сопровождавшимся спекулятивным всплеском активности. Скачок индекса РТС в 2003 г. объясняется действиями нефтяных корпораций и возникшей вследствие этого неизбежной в таких случаях спекулятивной лихорадки, обусловленной наличием свободных средств.

Илл. 21. РТС, развивающиеся и мировые рынки, 2002 г.


Источник: DATASTREAM

Илл. 22. РТС, развивающиеся и мировые рынки, с начала текущего года


Источник: DATASTREAM

ЛУКОЙЛ идет за Сургутнефтегазом, ставшим лидером рынка в апреле

Ценные бумаги

Несомненным лидером среди ценных бумаг были акции Сургутнефтегаза, а остальные нефтяные бумаги обычно поднимались выше отметки индекса или оставались на близком к ней уровне. Только Татнефть отставала от других во время стремительного скачка цен. Возобновились прежние спекулятивные настроения вокруг Мосэнерго в надежде на возможную активность стратегического инвестора, что отвлекло часть зарезервированной для торгов краткосрочной ликвидности.

Илл. 23. Лидеры и отстающие среди голубых фишек в апреле

Сургутнефтегаз	+ 52,8%	(с начала года: 40,2%)
ЛУКОЙЛ	+ 25,5%	(с начала года: 13,2%)
Мосэнерго	+ 22,2%	(с начала года: 100,0%)
ЮКОС	+ 19,0%	(с начала года: 22,8%)
РТС	+ 19,7%	(с начала года: 20,7%)
Татнефть	+ 5,3%	(с начала года: 13,3%)
Северсталь	+ 2,6%	(с начала года: 18,2%)
Норильский Никель	0,0%	(с начала года: 18,5%)

Источник: DATASTREAM

Цены суверенных долговых инструментов колеблются вместе с котировками активов своего класса

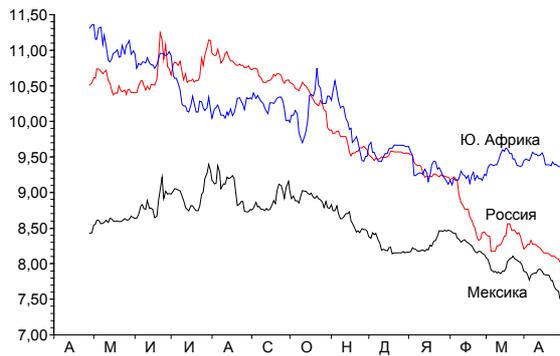
Долговые инструменты

Произошло изменение рейтинга российских суверенных долговых обязательств к казначейским облигациям США и бумагам других развивающихся стран, главным образом, Мексики (см. Илл. 24). В течение прошедшего месяца доходность российских еврооблигаций в целом соответствовала суммарной доходности в среднем по развивающимся рынкам.

Ясно прослеживаются следующие тенденции на глобальных развивающихся рынках: рост рисков в ЮАР и стремительное улучшение мнения инвесторов о рисках бразильских бумаг (см. Илл. 25).

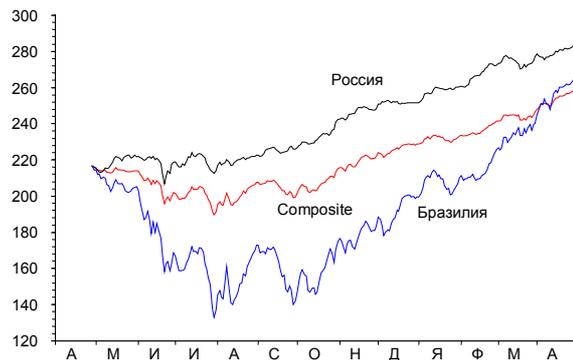


Илл. 24. Доходность: Россия, ЮАР и Мексика, длинные выпуски



Источник: DATASTREAM

Илл. 25. Суммарная доходность облигаций: EMBI Composite, Россия и Бразилия



Источник: DATASTREAM

Лидируют короткие выпуски корпоративных облигаций

Корпоративные долговые инструменты

Доходность по коротким корпоративным долговым бумагам продолжала снижаться по отношению к доходности соответствующих суверенных еврооблигаций, хотя спред доходности длинных корпоративных облигаций несколько увеличился.

Илл. 26. Спред доходности к суверенным еврооблигациям

	Текущий	Месяц назад
Вымпелком-05	330 б.п.	430 б.п.
Альфа-Банк-05	470 б.п.	490 б.п.
ТНК-07	200 б.п.	220 б.п.
МТС-08	290 б.п.	280 б.п.
Сибнефть-09	210 б.п.	190 б.п.
Газпром-09	240 б.п.	150 б.п.
Газпром-13	260 б.п.	220 б.п.

Источник: DATASTREAM

Газпром готовит новый выпуск еврооблигаций, предположительный объемом которого составит \$500 млн. Этим объясняется отсутствие роста по существующим долговым инструментам и длинным выпускам.

Илл. 27. Динамика цен голубых фишек

	За месяц	С начала года	За год
Аэрофлот	-2,8%	1,5%	-6,7%
АвтоВАЗ	-5,3%	6,0%	-33,4%
Балтика	0,0%	-9,75	-5,1%
Голден Телеком (АДР)	11,7%	32,4%	-4,3%
Газпром (внутренние)	17,0%	26,1%	-1,5%
Ленэнерго	-2,1%	-5,0%	-7,1%
ЛУКОЙЛ	25,5%	13,2%	-1,6%
МГТС	0,7%	12,1%	-2,1%
Мосэнерго	22,2%	100,0%	50,6%
МТС (АДР)	16,7%	31,8%	56,2%
Норильский Никель	0,0%	18,5%	1,2%
Ростелеком	8,9%	17,4%	-3,7%
Сбербанк	12,7%	20,0%	34,7%
Северсталь	2,6%	18,2%	-17,0%
Сибнефть	18,6%	11,4%	32,4%
ЮжТелеком	10,8%	17,9%	-8,2%
Сургутнефтегаз	52,6%	40,2%	18,7%
Татнефть	5,3%	13,3%	10,2%
РАО ЕЭС	17,1%	18,0%	1,3%
Уралсвязьинформ	8,8%	32,8%	39,2%
Вымпелком (АДР)	14,6%	26,8%	71,3%
Вимм Билл Данн (АДР)	4,1%	2,2%	-22,1%
ЮКОС	19,0%	22,8%	18,3%

Источник: DATASTREAM



Илл. 28. Динамика основных индексов

	За месяц	С начала года	За год	За 3 года
РТС	19,7%	20,7%	11,7%	95,1%
MSCI Россия	28,4%	25,6%	10,9%	30,3%
Глобальные развивающиеся рынки	5,1%	-1,6%	-18,5%	-35,7%
РР – Азия	3,8%	-5,9%	-23,4%	-41,7%
РР – Европа, Бл. Восток, Африка	10,0%	5,4%	2,2%	-26,2%
РР – Латинская Америка	11,7%	11,9%	-20,1%	-28,7%
Среднее в мире	6,8%	2,0%	-16,5%	-41,4%
Страны ЕС	10,9%	1,2%	-18,2%	-41,9%
Dow Jones Industrials	5,4%	1,9%	-14,5%	-22,2%
NASDAQ	9,1%	10,2%	-12,9%	-59,5%
Чехия	4,5%	14,8%	34,9%	37,5%
Венгрия	8,2%	6,1%	11,0%	-6,1%
Израиль	11,7%	20,2%	20,3%	-35,7%
Польша	8,0%	-6,1%	-12,2%	-37,4%
ЮАР	2,7%	-5,1%	-2,7%	-8,1%
Турция	12,8%	22,6%	-21,6%	-77,4%
Китай	-1,0%	-2,9%	-18,7%	-55,3%
Индонезия	-5,8%	-14,7%	-11,4%	-46,5%
Корея	13,3%	-8,3%	-23,3%	-13,4%
Малайзия	-0,5%	-3,1%	-19,9%	-28,9%
Тайвань	-2,5%	-4,8%	-33,1%	-57,1%
Таиланд	1,7%	7,2%	5,8%	-24,5%
Аргентина	7,4%	28,2%	34,9%	-63,1%
Бразилия	12,5%	18,8%	-24,0%	-38,8%
Чили	14,4%	14,7%	-8,2%	-26,8%
Мексика	11,8%	4,9%	-22,4%	-13,8%
Индия	-5,8%	-14,7%	-11,4%	-46,5%
Пакистан	2,3%	0,1%	48,7%	-11,1%

Источник: DATASTREAM

Илл. 29. Выпуски долговых инструментов – доходность к погашению

	Текущая	За прошлый месяц	01-01-03
Вымпелком-05	6,8%	8,3%	9,0%
Альфа-Банк-05	8,2%	8,9%	10,9%
ТНК-07	6,9%	7,5%	10,2%
Евро-05	3,5%	4,0%	5,0%
Евро-07	4,9%	5,3%	6,2%
МТС-08	8,0%	8,8%	8,9%
Сибнефть-09	7,4%	8,5%	9,3%
Газпром-09	7,7%	8,1%	9,5%
Евро-10	5,3%	6,6%	6,6%
Газпром-13	8,8%	9,3%	н/д
Евро-28	7,9%	8,3%	9,4%

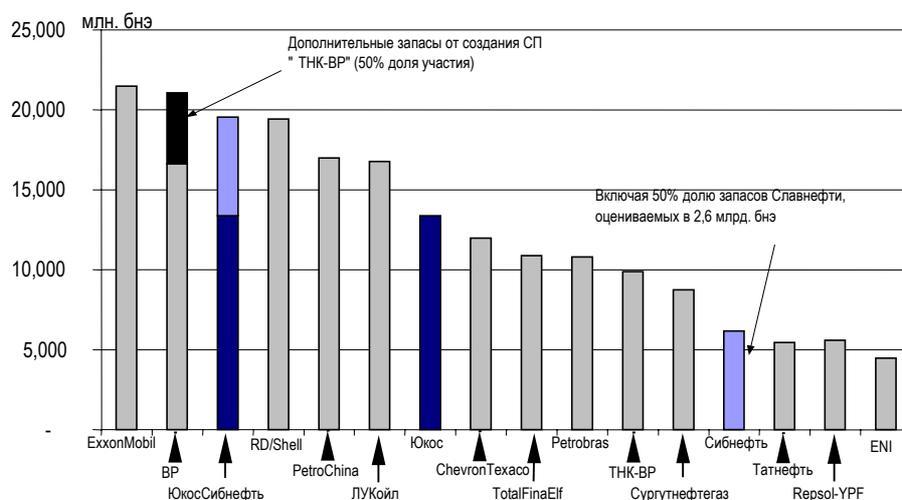
Источник: DATASTREAM

ЮкосСибнефть вступает в мировую нефтяную лигу
Гигант с запасами нефти и газа в 19,4 млрд. бнэ

По запасам нефти новая компания будет крупнейшей в мире частной корпорацией

Объединяя активы, Юкос и Сибнефть создают гигантскую нефтяную компанию, имеющую доказанные запасы нефти и газа в 19,4-19,6 млрд. бнэ (в зависимости от оценки запасов Славнефти, еще подлежащих аудиту по западным стандартам). Запасы корпорации превысят запасы нынешнего лидера российской нефтянки, компании ЛУКОЙЛ, на 2,6-2,8 млрд. бнэ (или на 15,6-16,6%). Хотя ЛУКОЙЛ и опубликовал новые, подтвержденные аудитором данные о запасах нефти и газа в размере 19,7 млрд. бнэ (на конец 2002 г., учитывая приобретения 2003 года), трудно сравнить их с аудированными данными других компаний на конец 2001 г. Среди транснациональных нефтяных компаний, котирующихся на фондовом рынке, новая компания по величине нефтегазовых запасов станет третьей, пропустив вперед лишь ExxonMobil и BP (с учетом 50%, причитающихся BP в СП «ТНК-BP»). Отметим, что при оценке запасов Сибнефти мы учли ее 50%-ную долю владения активами Славнефти. Таким образом, на долю новой компании придется свыше 28% расчетной базы отечественных запасов углеводородов. Если судить только по запасам нефти, «ЮкосСибнефть» окажется крупнейшей в мире частной нефтяной компанией.

Илл. 30. Доказанные запасы нефти и газа крупнейших компаний мира, 2001 г.



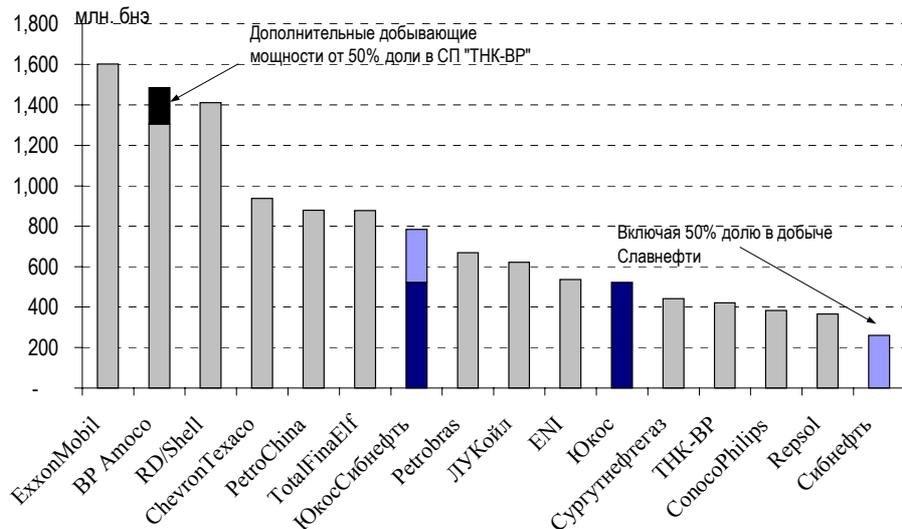
Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

По прогнозам, в 2003 г. добыча компании ЮкосСибнефть составит 2,6 млн. бнэ в день

Расчетная добывающая мощность новой компании будет на уровне 900 млн. баррелей нефти и свыше 50 млн. бнэ природного газа (или всего 2,6 млн. бнэ в день), на основе прогнозов на 2003 г. Ожидается, что в этом году на долю объединенной компании придется до 30% суммарной добычи нефти в России.



Илл. 31. Добыча нефти и газа, сравнение с зарубежными компаниями, 2002 г.



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Перерабатывающие мощности в 1,9 млн. б/с и свыше 2.600 заправочных станций

В сфере нефтепереработки компания сможет консолидировать 6 НПЗ, находящихся в ее полной собственности на территории России (в Омске, Ангарске, Ачинске, плюс три предприятия в Самарской области), а также использовать мощности принадлежащих Славнефти НПЗ (в Ярославле и Мозыре, которыми сегодня совместно владеют Сибнефть и ТНК). Новая компания сможет использовать и часть мощностей Московского НПЗ (пропорционально доле Сибнефти в УК, равной 38,5%). Кроме того, холдинг будет контролировать и зарубежный НПЗ (литовский Mazeikiu Nafta, консолидированный Юкосом в прошлом году). Все это составит почти 100 млн. т (1,9 млн. баррелей в сутки) общих перерабатывающих мощностей, имеющих хорошую, географически диверсифицированную структуру. Сеть сбыта новой компании будет насчитывать свыше 2.600 заправочных станций, что сделает ее крупнейшей в стране розничной сетью, находящейся в собственности одного владельца. Министерство антимонопольной политики заявило, что оно, хотя и не имеет серьезных возражений против сделки, может обязать компании продать часть своих заправочных станций в регионах, где они занимают доминирующее положение, например, в Новосибирске.

В 2003 г. (оц.) расчетная выручка консолидированной компании сможет достичь \$20,8 млрд., EBITDA – \$7,7 млрд., а чистая прибыль – \$5,2 млрд. Эти оценки не учитывают эффект синергизма вероятный в результате слияния двух компаний, с учетом которого прогнозы выручки и прибыли должны увеличиться. В настоящее время Юкос и Сибнефть являются самыми эффективными в отрасли добывающими компаниями, у которых прямые расходы на добычу равны, соответственно, \$1,4/баррель и \$1,62/баррель (средние по отрасли: \$2,5/баррель). Объединив усилия, компании смогут поднять производственную эффективность на еще более высокий уровень.

Слияние даст синергетический эффект

Эффект синергизма за счет оптимизации загрузки НПЗ и общей разработки запасов в Восточной Сибири

Задавшись вопросом, почему Юкос решил на слияние с Сибнефтью именно теперь, мы приходим к выводу, что дополнительную ценность объединению, возможно, добавляют следующие факторы:



(1) **Экономия за счет масштаба.** Уже сама по себе возросшая величина компании обеспечит более легкий доступ на рынок заемных средств, а также расширит возможности по участию в более масштабных проектах. Кроме того, значительная капитализация новой компании (в настоящее время оцениваемая более чем в \$36 млрд.) позволит ей войти в десятку крупнейших мировых нефтегазовых компаний, торгуемых на фондовом рынке. Это даст новой компании больше шансов на то, что ее акции войдут в глобальные инвестиционные портфели.

(2) **Защита от возможной конкуренции** в форме прихода на российский рынок какой-либо новой крупной транснациональной компании.

(3) **Синергетический эффект** может быть достигнут путем оптимизации использования нефтеперерабатывающих мощностей. Например, Юкос мог бы поставлять нефть на недозагруженные НПЗ в Ярославле и Мозыре. Кроме того, новая компания могла бы общими усилиями разрабатывать запасы в Восточной Сибири: Юкос доминирует там благодаря резервам дочернего предприятия Томскнефть и пакету акций Восточно-Сибирской нефтяной компании, а Сибнефть получит лицензии, принадлежащие Красноярскнефтегазу, дочернему предприятию Славнефти. Подчеркнем, что объединенная компания обретет дополнительную лоббирующую мощь, поскольку владельцы обеих компаний будут способны оказывать гораздо большее влияние на дальнейшие решения правительства.

Что касается акционеров Юкоса, то мы считаем, что предложенная за Сибнефть премия в 16,8% к цене закрытия (на 21 апреля) является вполне обоснованной. Премия оправдана ожидаемым положительным эффектом от консолидации в виде дальнейшего сокращения издержек и оптимизации использования перерабатывающих мощностей. Учитывая планы Юкоса повысить отношение заемных средств к собственному капиталу до умеренного уровня (по сравнению с нынешним, низким уровнем в 6%), мы ожидаем хороших дивидендов на акции Юкоса до завершения сделки слияния. Допуская, что Юкос может поднять объем долга до уровня, соответствующего отношению заемных-к-собственным средствам в 25% (т.е. среднему по стране), мы рассчитываем, что Юкос может собрать до \$5,9 млрд. в виде денежных средств и эквивалентов. Из этой суммы \$3 млрд. будут уплачены за 20% акций Сибнефти, а остальные средства (до \$2,9 млрд.) могут пойти на выкуп собственных акций Юкоса на рынке и на выплату дивидендов. Таким образом, наша оценка предполагает потенциальный дивиденд вплоть до \$1,3 на акцию (т.е. дивидендную доходность около 12%).

После объявления о планах слияния компаний Совет директоров Юкоса решил – на основе финансовых итогов за 2002 г. – рекомендовать своим акционерам суммарный годовой дивиденд в объеме \$705 млн. (22,12 млрд. руб.). Сюда входит промежуточный дивиденд в размере \$408 млн., объявленный за первые три квартала 2002 г. Эта цифра намного меньше возможной максимальной выплаты, которую мы исчислили с учетом ожиданий, возникших в связи с инициированием слияния в Сибнефтью. Тем не менее, мы не исключаем, что Юкос может объявить о выплате промежуточного дивиденда за 2003 г. (или о выкупе акций) до слияния с Сибнефтью.

Продажа в руки крупных транснациональных корпораций маловероятна

Сразу после совместной пресс-конференции пошли слухи о том, что какая-то часть компании ЮкосСибнефть может быть куплена одной из транснациональных нефтяных компаний. Однако, принимая во внимание размер создаваемой компании, трудно представить себе, что власти РФ разрешат продажу блокирующего пакета (не говоря уже о контрольном) иностранному стратегическому инвестору. В то же время, учитывая хорошую премию, которую акционеры Сибнефти получают за свои акции, нет гарантий, что они имели бы лучшие условия сделки с каким-либо транснациональным нефтегазовым гигантом.



Сделка осуществится в три этапа

Юкос выкупит 20% акций Сибнефти за \$3 млрд. наличными

Структурно сделка осуществится в несколько этапов. На первом этапе предполагается, что Юкос выкупит 20% акций, принадлежащих основным акционерам Сибнефти (которые, по оценкам, владеют 92% ее акций) за \$3 млрд. Это подразумевает оценку в \$3,16 за акцию, что представляет собой 33%-ную премию к цене закрытия накануне даты объявления о слиянии компаний и соответствует нашей расчетной цене в \$3,2.

Остальные 80% акций Сибнефти будут обменены на акции новой компании

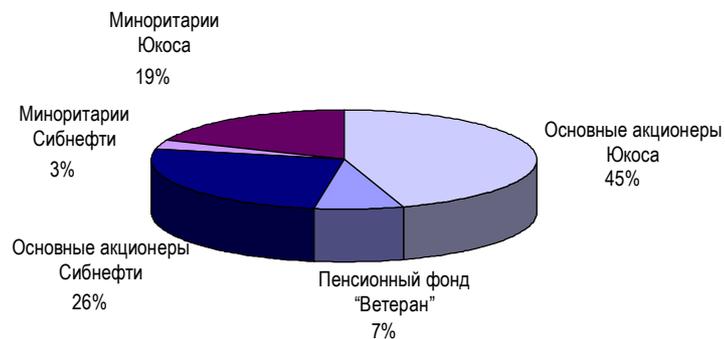
На втором этапе Юкос осуществит эмиссию – с целью консолидировать оставшиеся 80% акций Сибнефти в руках Юкоса. Пока что сливающиеся компании лишь договорились об условиях обмена остающейся части пакета, официально принадлежащего основным акционерам Сибнефти. Для независимой оценки условий обмена, предлагаемых держателям миноритарного пакета акций Сибнефти, компания обратилась к услугам Citigroup. Для простоты расчетов мы сделали допущение, что всем акционерам Сибнефти (в т.ч. миноритарным) предложат равные условия обмена (обмен каждого 1% Сибнефти на 0,36125% новой «ЮкосСибнефть»). Согласно данному расчету Юкос придется выпустить 876 млн. новых акций для обмена, исходя из того, что текущее число акций в обращении состоит из выпущенных 2.237 млн. акций минус 82 млн. акций на балансе компании. Это должно увеличить общее число акций в обращении до 3.031 млн., которые и будут представлять капитал новой объединенной компании.

Основным акционерам Юкоса и Сибнефти будут принадлежать, соответственно, 45% и 26% акций новой компании

На 3-м этапе предполагается обмен бумаг Сибнефти на акции Юкоса из новой эмиссии. Если все акционеры Сибнефти обменяют свои бумаги, то у них на руках окажется 876 млн. акций новой объединенной компании, или 28,9% акционерного капитала (из которого 26% будут принадлежать основным акционерам). Акционеры Юкоса сохранят за собой прежнее число акций (2.155 млн.), но из-за дополнительной эмиссии их доля в новой компании сократится до 71,1%. Это значит, что контрольный пакет «ЮкосСибнефти» будет принадлежать основным акционерам Юкоса (43,4%) и его пенсионному фонду «Ветеран» (7,1%). Впрочем, структура акционерной собственности новой компании может несколько отличаться от наших расчетов, так как, по данным Юкоса, компания намеревается выкупать часть собственных акций, находящихся в свободном обращении. По завершении обмена Юкос будет иметь на балансе 100% акций Сибнефти и будет официально трансформирован в новую компанию «ЮкосСибнефть».



Илл. 32. Предложенная структура нефтяной компании «ЮкосСибнефть»



Источники: данные компании, оценка Альфа-Банка

Средневзвешенная цена покупки компании Сибнефть составит \$2,77 за акцию

По нашим оценкам, средневзвешенная цена покупки компании Сибнефть (по условиям, изложенным в совместном пресс-релизе) составит \$2,77 за акцию, или \$13,13 млрд. за всю компанию. Это представляет собой премию в 16,8% к ее цене закрытия накануне даты объявления о слиянии компаний. Мы пришли к этой цифре, исходя из \$3,16 за акцию, что предполагается ценой выкупа 20% акций Сибнефти, а также из \$2,67 за акцию, что следует по условиям конвертации оставшихся 80% акций Сибнефти. Отметим, что в этом случае мы исходили из предположения, что миноритарии Сибнефти получают условия конвертации, аналогичные тем, что были предложены основным акционерам Сибнефти. За основу расчетов мы взяли цену закрытия накануне даты объявления о слиянии (21 апреля). Однако, поскольку Юкос предложил основным акционерам Сибнефти наличные плюс акции в обмен на их бумаги, мы полагаем, что с миноритарными акционерами Сибнефти поступят в том же роде, или что для них коэффициент обмена будет более выгодным, чем для основных акционеров.

Илл. 33. Структура сделки в кратком изложении

	Сибнефть	Юкос	«ЮкосСибнефть»
Всего акций в обращении (на текущий момент), млн.*	4 741	2 155	
Текущая рыночная капитализация, ** \$ млн.	11 237	23 812	35 048
Акции Сибнефти, подлежащие выкупу Юкосом:			
Сумма наличными, \$ млн.	3 000		
Доля	20,0%		
Количество акций, млн.	948		
Оценка компании (за акцию), \$	3,16		
Последующий обмен акций:			
Остаток акций Сибнефти, млн.	3 793		
Новые акции, эмитируемые Юкосом, млн.		876	
Подразумеваемый коэффициент обмена	4,33	за 1	
Всего акций в новой компании «ЮкосСибнефть», млн.	876	2 155	3 031
Соответствующие доли участия в новой компании	28,9%	71,1%	
Подразумеваемая стоимость долей участия, ** \$ млн.	10 129	24 919	
Подразумеваемая оценка (за акцию), \$	2,67	11,56	
Подразумеваемая средневзвешенная оценка компании Сибнефть (за акцию), \$	2,77		
Полная подразумеваемая стоимость покупки Юкосом компании Сибнефть, \$ млн.		13 129	
Премия к текущей рыночной оценке Сибнефти**		16,8%	

Примечания: *Количество акций Юкоса: число акций в обращении (2.237 млн. выпущенных акций минус 82 млн. акций, выкупленных у акционеров); **На основе цены закрытия накануне даты объявления о слиянии компаний (21 апреля 2003 г.)

**Миноритарным акционерам Сибнефти будут предложены справедливые условия**

Миноритарии Сибнефти, которые проголосуют против слияния, получат право продать свои акции. По нашим расчетам, справедливый диапазон цен выкупа: \$2,67-2,77 за акцию, и мы полагаем, что Юкос и Сибнефть, компании с высокими стандартами корпоративного управления, едва ли поступят с миноритарными акционерами несправедливо.

Арбитраж на основе сделки слияния в единую «ЮкосСибнефть»**«ЮкосСибнефть» торгуется с дисконтами к крупным транснациональным компаниям и аналогам на развивающихся рынках**

Рассматривая мультипликаторы нового нефтяного гиганта, мы видим, что компания все еще торгуется с дисконтами – как к транснациональным нефтяным корпорациям, так и к аналогам на развивающихся рынках. Расчетный (2003 г.) коэффициент EV/EBITDA = 4,8 представляет дисконт в 28,7% к крупнейшим транснациональным компаниям и 6,1% к аналогам на развивающихся рынках. Мы вновь подчеркиваем, что прогнозируемые финансовые показатели новой компании не включают синергетический эффект. С его учетом компания окажется еще дешевле зарубежных аналогов. Мало того, на основе коэффициентов EV/Запасы и EV/Добыча дисконты «ЮкосСибнефти» еще существеннее, в диапазоне 39-80%.

Илл. 34. Сравнительная оценка финансовых мультипликаторов

	P/E		P/CF		EV/EBITDA		EV/Добыча, 2002	EV/Запасы, 2001
	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)	2002 (оц.)	2003 (оц.)	\$/бнз	\$/бнз
Российские компании								
ЮкосСибнефть		6,8		6,4		4,8	47,0	1,9
ЛУКОЙЛ	7,0	4,8	4,6	3,5	4,2	4,1	25,1	0,9
Сургутнефтегаз (без учета акций на балансе)	5,5	5,8	3,6	3,4	4,1	4,1	23,1	1,2
Сургутнефтегаз (с учетом акций на балансе)	10,3	10,8	6,7	6,4	6,2	6,2	35,3	1,8
ЮКОС	7,2	6,3	7,3	6,4	5,3	4,6	46,1	1,8
Татнефть	3,2	3,7	2,2	2,5	2,4	2,5	14,2	0,5
Сибнефть	10,4	10,0	8,6	7,7	7,1	6,1	61,9	2,6
Сибнефть + 50% Славнефти		8,4		6,4		5,1	48,6	2,1
Транснациональные корпорации								
BP Amoco	21,1	17,5	8,9	7,9	9,5	7,3	138,1	10,9
Exxon Mobil	21,0	16,6	11,2	10,3	10,3	8,6	150,1	11,2
ChevronTexaco	15,5	11,9	7,0	6,0	6,8	5,4	87,6	6,8
TotalFina Elf	14,2	11,9	7,7	6,8	5,9	5,6	117,9	9,5
Компании развивающихся рынков								
Sinorep (Китай)	8,7	7,4	3,0	2,7	7,5	6,8	160,6	12,8
Perez Companc (Аргентина)	(3,9)	17,5	8,8	4,1	5,5	7,4	60,8	3,9
Petrobras (Бразилия)	7,0	3,6	4,5	2,3	5,3	2,9	36,3	2,3
PetroChina (Китай)	6,2	6,5	3,4	3,6	3,4	3,4	51,5	2,7
Средний показатель по транснациональным компаниям	17,9	14,5	8,7	7,8	8,1	6,7	123,5	9,6
Средний показатель по компаниям развивающихся рынков	7,3	8,7	4,9	3,2	5,4	5,1	77,3	5,4

Примечание: в основу мультипликаторов положены цены закрытия на 22 апреля 2003 г.

Источники: I/B/E/S, данные компаний, оценка Альфа-Банка

Мы ожидаем, что до того, как две компании объявят об условиях обмена акциями для миноритариев Сибнефти, ее акции могут подорожать до уровня \$2,7. После этого акции Сибнефти будут конвертированы в бумаги Юкоса, которые также имеют хороший потенциал роста. В настоящее время мы ждем от Юкоса объявлений о промежуточных дивидендных выплатах и выкупа акций, что в краткосрочной перспективе должно привести к росту котировок компании. Наша расчетная цена акции Юкоса (до ее пересмотра с учетом эффекта слияния) составляет \$14,8, что предполагает потенциал роста в 32% от цены закрытия 22 апреля. Мы ожидаем, что благодаря экономии за счет масштаба и синергетическому эффекту от слияния акции «ЮкосСибнефть» получат еще больший потенциал роста. В данный момент инвесторы могут воспользоваться воз-

возможностями арбитража (между акциями Юкоса и Сибнефти) при двух неизвестных факторах: коэффициент обмена для миноритариев Сибнефти и размер дивидендов Юкоса и/или параметры выкупа его акций.



Динамика и оценка акций

Илл. 35. Динамика АДР, с начала месяца, на 29 апреля 2003 г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели		
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$	
Нефть и Газ									
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	15,7	30,4	32,6	20,6	10,0	
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	69,7	25,8	15,6	73,3	54,5	
Сибнефть	1	10 в 1	4,0	24,9	20,9	16,7	25,8	15,6	
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	21,5	48,3	35,2	28,0	14,3	
Татнефть	2	20 в 1	25,0	17,6	3,0	16,5	18,5	11,1	
Юкос	1	15 в 1	20,0	176,8	21,9	27,2	179,5	123,0	
Энергетика									
Иркутскэнерго	1	50 в 1	Н/Д	4,0	14,3	60,0	4,5	1,8	
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	25,6	-4,2	9,5	57,2	20,6	
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	6,3	30,2	104,9	6,5	2,2	
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	15,4	20,3	26,7	16,6	7,5	
Телекоммуникации									
ВымпелКом	3	3 в 4	Н/Д	40,6	17,7	26,8	41,8	20,6	
Голден Телеком	3	1 в 1	Н/Д	16,8	12,4	32,4	20,5	10,1	
МТС	3	20 в 1	17,0	49,0	19,0	31,8	49,3	23,8	
МГТС	1	1 в 10	Н/Д	6,5	-3,3	5,5	7,5	5,0	
Нижновсвязьинформ	1	2 в 1	8,5	3,1	8,1	16,2	25,0	1,3	
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	8,7	8,7	21,7	9,2	5,7	
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	Н/Д	3,4	5,2	28,9	3,2	1,4	
ЮжТелеком	1	1 в 2	Н/Д	3,3	-18,9	0,0	8,0	2,4	
Прочие сектора									
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	23,9	1,0	18,6	26,8	15,9	
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	21,0	5,6	-9,9	-5,7	7,1	3,8	
ГУМ	1	2 в 1	32,2	3,2	9,4	-6,5	5,1	2,0	
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	25,0	18,4	5,9	2,2	24,6	16,0	
Сан Интербрю В	144А, REG S	1 в 1	32,0	3,7	12,2	-21,2	7,7	2,9	

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 36. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 29 апреля 2003 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV MCap		P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$	млн. \$	млн. \$	2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Газпром	0,945	16	23	1,132	0,639	9,1	24 507	7,2	6,5	7,3	5,6	1,200	27	ПОКУПАТЬ
ЛУКОЙЛ	17,45	25	12	18,23	13,77	3,8	14 842	7,0	7,4	4,4	4,5	26,5	52	ПОКУПАТЬ
Сибнефть	2,45	11	10	2,485	1,56	1,4	11 616	8,9	10,7	7,5	7,2	3,2	31	ПОКУПАТЬ
Сургутнефтегаз	0,4485	52	40	0,525	0,29	7,9	10 298	6,4	6,7	4,0	4,1	0,64	43	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть	0,89	4	16	0,910	0,563	0,1	2 010	2,9	3,2	3,1	2,4	0,9	1	ДЕРЖАТЬ
Юкос	11,6	18	25	11,92	8,45	2,2	24 652	7,8	7,4	6,3	5,4	14,8	28	ПОКУПАТЬ
Petrobras	17,6	2	-1	24,6	9,7	5,2	18 484	7,0	3,7	5,3	2,8			
MOL	0,7	0	-8	0,8	0,4	1,3	1 539	-3,7	16,4	5,3	7,4			
PetroChina	0,2	8	14	0,2	0,2	22,1	39 903	7,3	6,9	3,5	3,5			
Среднее								7,2	9,0	4,7	4,6			
Энергетика														
Иркутскэнерго	0,082	-3	2	0,091	0,058	0,0	388	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Ленэнерго	0,335	-3	20	0,400	0,247	0,0	256	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Мосэнерго	0,063	29	95	0,063	0,024	1,3	1 792	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
РАО ЕЭС	0,152	13	16	0,165	0,076	5,5	6 238	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
CEZ	3,1	0	0	3,4	2,5	2,6	1 538	5,0	3,5	3,5	3,9			
Sopel	1,8	3	-23	5,0	1,7	0,1	1 275	9,1	13,4	3,9	3,3			
Eletrobras	5,4	10	-22	12,2	4,2	0,8	3 741	11,5	2,7	4,4	7,1			
Среднее								8,6	6,5	3,9	4,8			
Телекомы														
МГТС	7,0	1	9	7,1	6,0	0,0	619	18,3	11,4	4,8	3,7	7,9	14	ДЕРЖАТЬ
TeleSP	9,5	-7	-9	11,3	8,5	3,5	4 207	10,8	7,1	3,4	3,9			
Tele Norte Leste	5,8	14	-4	8,4	4,3	3,6	2 739	24,6	16,3	3,2	3,2			
Среднее								17,7	11,7	3,3	3,5			
Ростелеком	1,421	7	16	1,550	0,978	0,5	1 264	11,9	20,6	3,1	3,2	1,70	20	НАКАПЛИВАТЬ
Indosat	0,87	-1	-16	1,58	0,70	1,9	900	7,8	7,0	2,7	2,2			
Embratel	1,16	-7	-8	2,84	0,55	0,5	350	Н/Д	39,7	3,4	3,3			
Среднее								7,8	7,0	3,1	2,7			
Вымпелком	40,6	18	27	41,8	20,6	9,4	2 183	16,9	8,8	7,3	4,4	31,0	13,3	ПОКУПАТЬ
МТС	49,0	19	32	49,3	23,8	8,4	4 880	17,0	10,9	7,3	4,8	53,0	8	НАКАПЛИВАТЬ
Turkcell	7,740	2	6	8,350	4,250	0,2	645	16,5	12,4	4,9	4,3			
Мобинил	8,9	-7	11	13,2	6,6	0,0	873	6,3	5,4	3,6	4,4			
Среднее								6,3	8,9	4,2	4,4			
Голден Телеком	16,8	12	32	20,5	10,1	0,6	403	13,5	7,3	6,2	3,1	26,0	55	ПОКУПАТЬ
Netia	0,7	1	-18	1,3	0,4	0,1	256	Н/З	Н/З	Н/З	3,2			
Металлургия														
Норильский Никель	24,0	0	19	26,5	16,5	0,2	5 134	25,9	8,1	7,1	4,8	31,0	29	НАКАПЛИВАТЬ
Amplats	28,1	-15	-37	72,0	27,7	0,4	6 040	7,4	8,7	4,2	3,5			
Inco	18,5	40	-20	25,2	16,9	1,1	3 399	Н/З	0,0	6,2	4,9			
Implats	50,8	-10	-34	101,6	48,8	0,3	3 382	5,2	6,8	3,8	3,6			
Среднее								6,3	5,1	5,2	4,2			
Северсталь	58,5	3	18	84,0	47,0	0,0	1 291	10,5	6,3	3,3	2,5	83,0	42	НАКАПЛИВАТЬ
China Steel	0,6	0	1	0,7	0,4	43,6	5 212	12,0	8,3	11,0	5,6			
POSCO	85,7	6	-12	129,8	75,0	0,3	7 779	7,8	6,1	3,8	3,7			
Среднее								9,9	7,2	7,4	4,7			
Продукты														
Балтика	12,1	-1	-8	15,3	12,0	0,0	1 412	10,4	8,6	6,2	5,3	18,0	49	НАКАПЛИВАТЬ
Сан Интербрю	3,7	12	-21	7,7	2,9	0,0	401	Н/З	3,8	7,7	4,6	6,5	76	НАКАПЛИВАТЬ
Вимм-Билль-Данн	18,4	5,9	2,2	24,6	16,0	4,5	807,4	22,6	15,5	10,9	7,9	23,5	28,1	ПОКУПАТЬ
Okocim	13,2	4	1	17,3	11,2	0,0	99	134,4	Н/Д	4,0	4,9			
Grupo Modelo-C	23,0	5	-9	27,0	21,5	1,9	7 249	17,7	14,5	6,8	6,0			
Среднее								76,0	14,5	5,4	5,4			
Торговля														
ГУМ	2,10	0	47	2,10	1,20	0,0	126	13,7	10,8	8,5	7,0	2,10	0	ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	5,4	0	-3	5,8	5,3	0,0	259	16,9	14,5	18,4	15,6			
Matahari Putra Prima	525,0	40	5	775,0	360,0	4,9	164	13,5	8,5	5,1	3,2			
Среднее								15,2	11,5	11,8	9,4			
Машиностроение														
ОМЗ	5,7	-3	-2	6,5	4,1	0,0	200	9,5	14,3	3,3	3,3	8,3	47	ПОКУПАТЬ
Hyundai Heavy	19,4	33	24	25,9	12,9	0,3	1 478	5,1	4,4	5,5	5,0			
Atlas Copco	23,7	16	15	31,4	16,7	1,4	4 872	Н/З	12,6	6,0	5,7			
Среднее								5,1	8,5	5,8	5,3			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо

Источники: РТС, Блумберга оценки Альфа-Банка



Илл. 37. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 29 апреля 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000 млн. \$	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2002П	2003П	2002П	2003П			
Нефть и Газ														
Мегионнефтегаз	9,15	8	5	10,45	4,695	7,6	1 049	56,8	6,4	10,9	3,7	11,2	22	ДЕРЖАТЬ
Пурнефтегаз	4,7	0	-6	5	2	9,2	459	30,6	27,0	8,4	8,2	2,4	-49	ПРОДАВАТЬ
Сахалинморнефтегаз	2,75	0	15	2,9	1,93	0,9	200	5,2	5,5	5,4	4,5	4,5	64	ДЕРЖАТЬ
Удмуртнефть	115	0	12	115	81	0,3	397	5,6	5,9	2,3	2,3	140	22	ДЕРЖАТЬ
Энергетика														
Башкирэнерго	0,163	0	21	0,175	0,105	27,6	170	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Красноярскэнерго	0,190	0	-14	0,320	0,102	3,2	113	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Кубаньэнерго	2,95	0	20	3,05	2,1	10,9	53	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Кузбассэнерго	0,23	11	18	0,230	0,125	60,1	139	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Новосибирскэнерго	6	0	58	6,3	2,1	0,0	81	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Пермэнерго	3,5	-3	63	4,25	1,42	17,8	127	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Ростовэнерго	0,024	5	18	0,028	0,011	16,9	76	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Самараэнерго	0,040	7	23	0,042	0,026	19,7	140	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Свердловэнерго	0,19	0	-12	0,22	0,125	24,1	99	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Челябэнерго	0,020	-19	77	0,026	0,005	0,7	91	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Телекомы														
Башинформсвязь	0,059	0	28	0,0875	0,042	7,9	58	2,1	6,0	3,0	1,9	0,09	53	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	1,615	6	28	1,615	0,81	67,3	483	11,1	7,0	3,3	2,5	1,97	22	ПОКУПАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,41	16	8	0,521	0,345	25,2	344	25,2	24,0	3,5	3,0	0,45	10	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,03	0	4	0,03	0,02	39,14	307	21,8	5,6	2,7	1,9	0,04	62	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,017	8	31	0,778	0,009	58,3	562	23,4	9,2	4,3	2,0	0,030	72	ПОКУПАТЬ
ЦентрТелеком	0,2705	8	1	0,302	0,191	84,3	523	16,3	8,4	3,5	2,2	0,44	63	НАКАПЛИВАТЬ
ЮжТелеком	0,0855	10	18	0,094	0,05	70,3	311	6,7	5,6	3,0	1,9	0,14	64	НАКАПЛИВАТЬ
Другие сектора														
Аэрофлот	0,350	0	1	0,370	0,275	51,1	389	7,3	5,3	3,6	3,3	0,349	0	ДЕРЖАТЬ
АвтоВАЗ	22,25	-7	2	38,9	19,15	163,9	668	27,0	18,6	4,3	3,6	28,0	26	ДЕРЖАТЬ
ГАЗ	17,6	0	13	37,1	14	37,3	94	12,9	6,2	2,9	2,5	17	-3	ПРОДАВАТЬ
Красный Октябрь	4,7	0	-12	5,1	4,7	1,1	43	3,9	3,3	2,7	2,5	9,00	91	СОКРАЩАТЬ
Сбербанк	231	11	21	231	134,4	233,5	4 567	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	265	15	СПЕК. ПОКУПКА
Челябинский труб- ный 3-д	0,142	0	58	0,165	0,09	6,2	67	8,5	14,5	3,0	2,7	0,21	48	СПЕК. ПОКУПКА

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

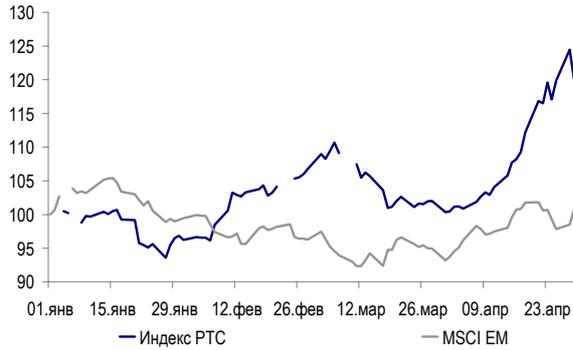
Илл. 38. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 29 апреля 2003 г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV прив. к об.	Дисконт %	Дивиденды 2002П \$	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
Нефть и Газ												
Сургутнефтегаз прив.	0,259	19	3	0,293	0,188	1001,4	42	0,0031	1	0,38	49	НАКАПЛИВАТЬ
Татнефть прив.	0,480	0	7	0,615	0,375	0,2	46	0,0319	7	0,54	13	ДЕРЖАТЬ
Энергетика												
РАО ЕЭС прив.	0,132	4	26	0,133	0,066	13,1	13	Н/Д	Н/Д	Н/Д	Н/Д	запрещено
Телекоммуникации												
Ростелеком прив.	0,940	-5	18	1,103	0,530	46,9	34	0,0267	3	1,20	28	НАКАПЛИВАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Графики

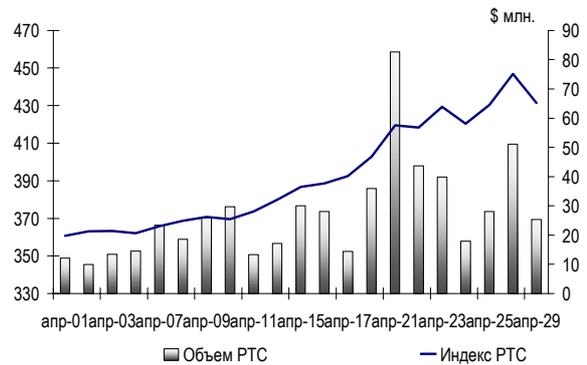
Илл. 39. РТС и индекс MSCI EM, с начала года



Источники: РТС, Рейтер

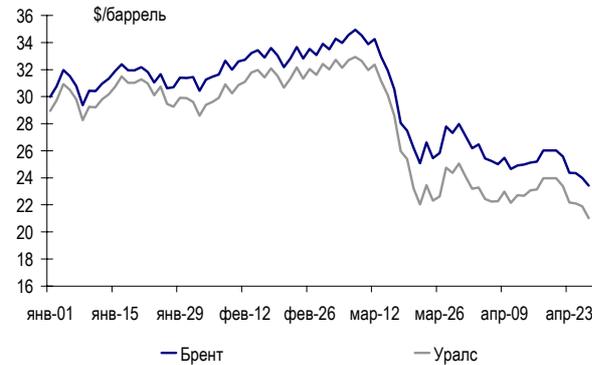
- Индекс РТС в апреле вырос на 19,6% со средненежным объёмом \$27 млн.

Илл. 40. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

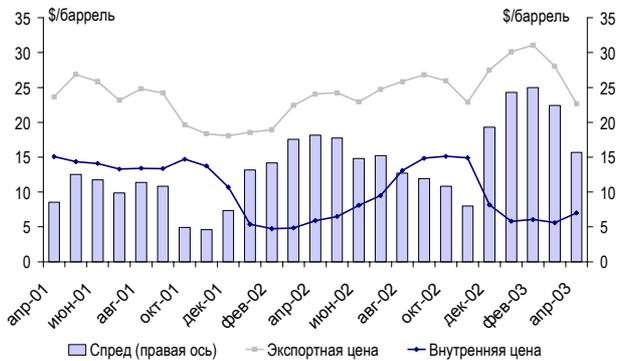
Илл. 41. Динамика цен на нефть, с начала 2002 года



Источник: Блумберга

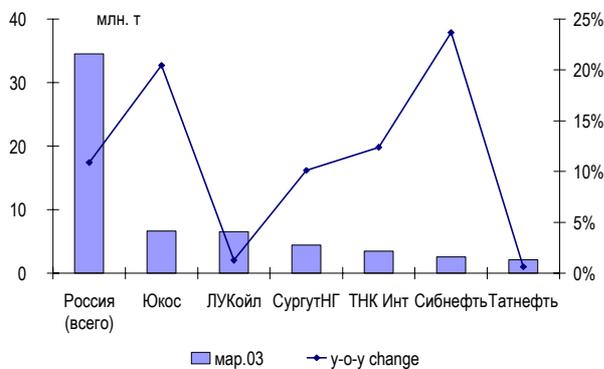
- Цены на нефть ослабли (Brent в апреле в среднем стоил \$25/барр.) из-за снижения “военной премии” и низкого спроса
- Разрыв между экспортной и внутренней ценой сужается, но всё ещё составляет \$15,7/барр.

Илл. 42. Динамика внутренних и экспортных цен на нефть, 2001-2003



Источник: Министерство энергетики

Илл. 43. Добыча нефти компаниями, февраль 2003 г



Источник: Министерство энергетики

- Юкос и Сибнефть продолжают лидировать с темпом роста добычи 20,4% и 23,7%, соответственно.
- Цена никеля выросла в апреле на 2,6%; цена меди – на 1,5%

Илл. 44. Цены на медь и никель, с начала года

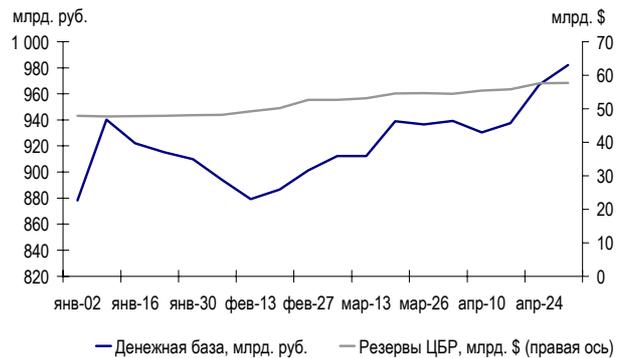


Источник: Блумберга

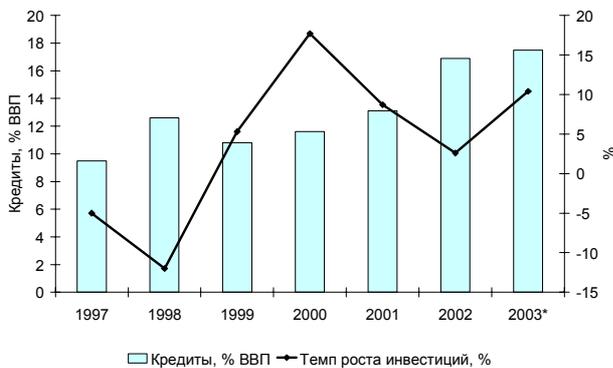
Илл. 45. Валютный курс и банковская ликвидность, с начала года


Источник: ЦБР

- ЦБР продолжил борьбу с быстрой номинальной девальвацией, сопровождающей рост ликвидности
- Стабильная денежная база отражает успешную стерилизацию с помощью бюджета

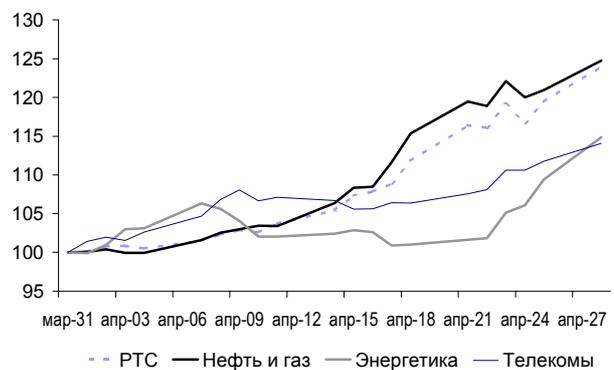
Илл. 46. Денежная база и резервы ЦБР, с начала года


Источник: ЦБР

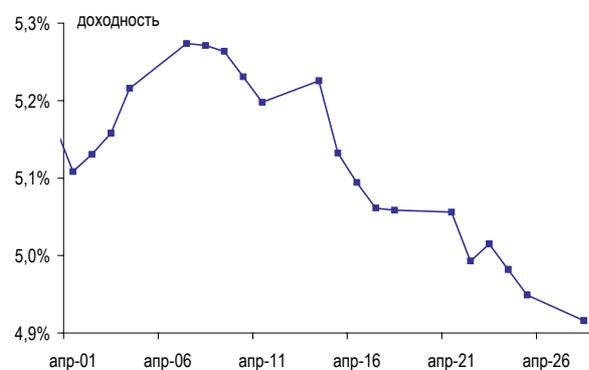
Илл. 47. Рост инвестиций против банковских кредитов


Источник: Минфин

- Рост инвестиций на 10% г-к-г должен быть обеспечен кредитованием
- В апреле на рынке акций прошло ралли, индекс РТС двигался вслед за нефтяными акциями

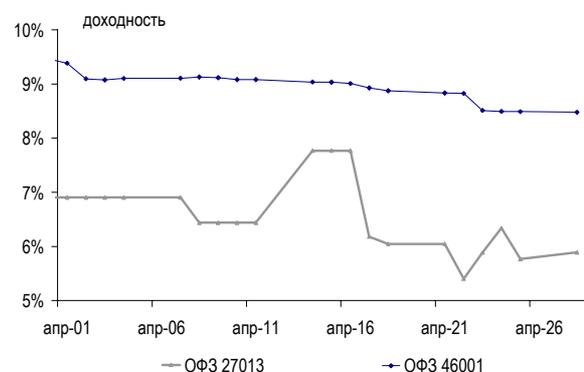
Илл. 48. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца


Источники: оценки Альфа-Банка

Илл. 49. Динамика Евро-07, с начала месяца


Источник: Рейтер

- Российские облигации значительно выросли во время ралли на развивающихся рынках
- Доходности по длинным ОФЗ снизились ниже 9%

Илл. 50. Динамика ОФЗ 27013–46001, с начала месяца


Источник: Рейтер



Календарь событий

Илл. 51. Календарь корпоративных событий

Дата	Компания / Сектор	Событие
Май		
1 мая	Нефть	Правительство намерено обсудить варианты нефтепровода восточного направления
5 мая	Юкос	Эксклюзивная дата по дивидендам за 2002 г.: \$0,13 или 4,16 руб. на акцию
12 мая	ЛУКОЙЛ	Эксклюзивная дата по дивидендам за 4Кв02: \$0.62 или 19,5 руб. на акцию
15 мая	Сибнефть	Ежегодное собрание акционеров
30 мая	ММК	Ежегодное собрание акционеров
25 мая	ЧТПЗ	Ежегодное собрание акционеров
29 мая	Красное Сормово	Ежегодное собрание акционеров
30 мая	Мосэнерго	Ежегодное собрание акционеров
Конец месяца	Юкос	Результаты за 2002 г. по US GAAP

Источники: отчеты компаний, оценки Альфа-Банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Экономика и политика

Мы повышаем наш прогноз роста ВВП в 2003 г. до 5,3% и инвестиций – до 8%

Реформа налогообложения начнется в 2004 г. со снижения НДС

Минфин сохранит ставки налогообложения нефтяной отрасли; увеличение ЕНД для компенсации падения налоговых поступлений от нефтяной отрасли на \$350 млн.

В 1 кв. 2003 г. макроэкономические показатели российской экономики значительно превысили прогноз: ВВП вырос на 6,4%, а выпуск промышленной продукции – на 6,0%. Высокие цены на нефть способствовали увеличению объема промышленного производства и экономическому подъему во всех остальных отраслях, особенно в сфере услуг. Рост инвестиций по сравнению с тем же периодом прошлого года на 10,2% также превзошел расчетные показатели. Отчасти это объясняется изменениями в методологии Госкомстата. Тем не менее, это отражает и тот факт, что финансовые ресурсы, в целом, стали более доступными. В результате мы решили повысить следующие расчетные показатели роста: ВВП до 5,3% с 4,2%, объема производства до 4,7% с 3,7% и инвестиций до 8% с 2,5%. Уточнение последнего прогноза в сторону увеличения основывается на более высоких, чем ожидалось, ценах на нефть, которые составили за период, прошедший с начала года, в среднем \$30/барр.

В апреле правительство уделяло много внимания налоговой реформе. Выступая перед участниками заседания Торговой палаты США 25 апреля, Заместитель Министра финансов Сергей Шаталов рассказал о направлениях реформы налогообложения. В частности, планируется уменьшение налогового бремени в два этапа:

- начиная с 2004 г. налог с продаж и НДС будут снижены 20% до 18%, что приведет к сокращению бюджетных поступлений на 1,8 % ВВП;
- начиная с 2005 г. ставка налога на фонд заработной платы будет снижена с 35,6% до 26%. В результате доходная часть бюджета потеряет еще \$7,2 млрд (или 2% ВВП).

Самым примечательным является то, что правительство или, по меньшей мере, Министерство финансов не намерено существенно повышать налоговое бремя нефтяной отрасли. Шаталов дал понять, что уровень налогообложения нефтяных компаний можно считать справедливым и менять его не следует. Это означает, что недавние предложения Минэкономразвития об увеличении единого налога на добычу (ЕНД) на 30% посчитали слишком агрессивными и нереальными, особенно если учесть слухи об ослаблении политического влияния Германа Грефа. Тем не менее, ЕНД все-таки повысят, чтобы нефтяные компании не смогли извлечь выгоду от общего снижения уровня налогообложения. Министерство финансов считает, что в 2004 г., после вступления в силу пакета налоговых законов, налоговые выплаты нефтяных компаний сократятся на \$350 млн. (11 млрд. руб.). Поэтому выплаты по ЕНД будут увеличены примерно на такую же величину.

Илл. 52. Макроэкономические показатели

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003П
На май							
Инфляция	0,9	0,5	2,2	1,8	1,8	1,7	0,8
Курс рубля на конец месяца, руб./\$	5,8	6,2	24,4	28,3	29,1	31,3	31,0
Золотовалютные запасы на конец месяца, в млрд. долларов	20	14,6	11,9	19,6	33,6	42,2	58,6

Источники: МВФ, оценки Альфа-Банка



Илл. 53. Основные события

Дата	Событие
31 марта	Объем платежей РФ в апреле по внешнему долгу составляет \$1,02 млрд. – Минфин. Около 42% суммы – \$418,3 млн. – будет направлено 30 апреля на погашение еврооблигаций РФ, номинированных в итальянских лирах. Данные еврооблигации были выпущены в 1998 г общим объемом 750 млрд. итальянских лир. Ставка купона по ним установлена на уровне 9% годовых. Кроме того, \$37,7 млн. в апреле будет выплачено в качестве купонов по еврооблигациям. Странам-официальным кредиторам будет перечислено \$168,4 млн., международным финансовым организациям – \$393 млн.
2 апреля	Производство нефти в России в марте выросло на 11,7% м-к-м до 34,54 млн. тонн (8,13 млн. б.с.), установив, таким образом, еще один пост советский рекорд по объему производства. Рост относительно февраля стал результатом сезонных факторов, а производство год-к-году выросло на 11%. В целом в 1Кв03 производство достигло 99,5 млн. тонн (8,07 млн.б.с.) – что на 11,2% выше год-к-году.
4 апреля	Инфляция в РФ в марте составила 1,1% и за I квартал 2003 г – 5,2%; базовая инфляция – 0,7% и 2,8% соответственно – Госкомстат. Низкий показатель инфляции в марте вызван снижением темпов роста цен на услуги ЖКХ в три раза по сравнению с февралем (до 2,4%). Тем не менее, благодаря резкому удорожанию платных услуг в начале года, связанному с увеличением тарифов на услуги естественных монополий, инфляция за I квартал оказалась достаточно высокой – 5,2% оп сравнению с 5,4% в январе-марте прошлого года.
4 апреля	Правительство обсудило изменения в платежах НДС, которые должны облегчить возврат налога корпорациям. В настоящий момент, НДС на капитальные затраты возвращаются только после введения проекта в эксплуатацию. Принимая во внимание объемы капитальных затрат в нефтяном секторе, задержка в компенсации НДС приводит к потерям в \$400-500 млн. (4-5% от капитальных вложений) из-за изменений валютного курса и инфляции. Начиная с 2004 г. правительство предлагает возврат НДС на капитальные вложения немедленно. Также правительство предлагает упростить возврат НДС экспортерам. Эта мера позволит увеличить рабочий капитал в экономике на \$2 млрд., и значительную часть этой суммы получит нефтегазовая отрасль.
9 апреля	Агентство Fitch может повысить рейтинг РФ во второй половине мая – управляющий департамента по страновым рейтингам Fitch Дэвид Райли. В настоящее время рейтинг РФ по методологии агентства Fitch находится на уровне «BB-», прогноз положительный. Это на одну ступень ниже рейтинга страны, присвоенного другими международными агентствами («BB» – по агентству S&P, и «Ba2» – по агентству Moody's). В то же время, инвестиционное сообщество оценивает РФ близко к инвестиционному уровню. Таким образом, пересмотр рейтинга со стороны Fitch на одну ступень является ожидаемым инвесторами и не окажет существенного воздействия на уровень цен по российским еврооблигациям.
9 апреля	Профицит федерального бюджета РФ составил в I квартале 2003 г 0,1% ВВП – Минфин. Доходы бюджета составили 20,9% ВВП, расходы – 20,8%. Размер первичного профицита достиг 3,1% ВВП. В I квартале прошлого года профицит бюджета был более значительным и составлял 2,4% ВВП. Причинами невысокого профицита бюджета в I квартале стали (1) традиционные для начала года крупные платежи по внешнему долгу (в феврале РФ выплачивает Парижскому клубу \$1-2 млрд), а также (2) увеличение непроцентных расходов до 14,8% ВВП по сравнению с запланированным уровнем в 13%. Мы ожидаем сохранения политики правительства при проведении налоговой реформы, выраженной в одновременном сокращении расходов и/или увеличении налоговой нагрузки на нефтяной секторе при снижении налогового бремени.
24 апреля	ЦБР планирует в ближайшее время выпустить Облигации Банка России (ОБР) в объеме до 100 млрд. руб. для стерилизации денежной массы. Выпуск ОБР в настоящий момент является весьма оправданным шагом, который позволит ЦБР изъять с рынка избыток рублей на период до осени 2003 г. В настоящее время суммарный объем незадействованных средств составляет около 200 млрд. руб. (средства на корсчетах и депозитах в ЦБ) при среднем уровне 100-150 млрд. руб. в прошлом году.
24 апреля	Страны ОПЕК решили поднять квоты на 0,9 млн.б.с; цены на нефть могут снизиться до \$20/барр. Члены ОПЕК одобрили рост квот на 0,9 млн.б.с. до 25,4 млн.б.с. с 1 июня, и это означает, что страны-производители нефти должны сократить производство почти на 2 млн.б.с. В марте 10 членов ОПЕК произвели 27,47 млн.б.с., что на 12% больше текущей квоты. Саудовская Аравия и Алжир были среди самых перепроизводящих стран. Однако реальное производство предсказать достаточно сложно, так как официальные квоты всегда нарушаются. Предполагая, что дисциплина внутри ОПЕК восстановится к обычному уровню, что означает превышение квот на 5%, мы оцениваем, что реальное снижение производства странами членами-ОПЕК составило 0,8 млн.б.с., чего недостаточно для балансирования снижающегося спроса на нефть в 2Кв-3Кв.

Источник: оценки Альфа-Банка



Новости компаний и отраслей

Константин Резников

(7 095) 795-3612

Анна Бутенко

(7 095) 795-3745

Даты закрытия реестра Юкоса и ЛУКОЙла для получения дивидендов, соответственно, 3 мая и 12 мая

В мае мы ожидаем публикации финансовых результатов ЛУКОЙла и Юкоса за 4-й кв. 2002 г. по стандартам US GAAP

Нефть и газ

Как правило, в мае нефтяные компании заняты подготовкой к общим годовым собраниям акционеров. Мы полагаем, что даты закрытия реестров Юкоса и ЛУКОЙла (соответственно, 3 и 12 мая) привлекут внимание инвесторов. На утверждение акционерам две компании предложили дивиденды в размере \$0,625 (ЛУКОЙл) и \$0,32 (Юкос). Правда, последняя уже выплатила из указанной цифры \$0,185 в виде промежуточного дивиденда за 9 месяцев 2002 г. Данные выплаты подразумевает дивидендную доходность в 3,6% для ЛУКОЙла и 2,8% для Юкоса, (в последнем случае – исключая промежуточный дивиденд – доходность фактически равна 1,2%).

Предполагая утверждение данных дивидендов акционерами, коэффициент выплаты для Юкоса составит 21,2% (на основе нашей оценки чистой прибыли за 2002 г.), что выше прошлогоднего (в 16,6%). Это ниже коэффициента выплаты ЛУКОЙла (26,5%), однако наш прогноз чистой прибыли Юкоса оптимистичен, поэтому реальная выплата может оказаться несколько выше.

В текущем месяце мы ожидаем публикации финансовых отчетов ЛУКОЙла и Юкоса за 4-й кв. 2002 г. и за финансовый 2002 год (по стандартам US GAAP). По прогнозам, за 4-й кв. 2002 г. ЛУКОЙл покажет увеличение чистой прибыли, в квартальном исчислении, на 27,6% (до \$647 млн) – благодаря высоким ценам на нефть и ожидаемому снижению расходов. В отношении Юкоса мы ожидаем за 4-й кв. 2002 г. еще большего роста чистой прибыли – на 48,5%, в квартальном исчислении (до \$1.262 млн), главным образом, за счет значительного (на \$305 млн) отсроченного налога на прибыль за 3-й кв. 2002 г. Мы не ожидаем, что нечто подобное повторится в 4-м кв. 2002 г.

Газпром

Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	17 108	17 938	17 069	17 262
ЕБИТДА, млн. \$	4 999	6 495	5 833	6 065
Чистая прибыль, млн. \$	2 666	2 933	2 824	3 018
P/E	7,2	6,5	7,9	7,4
EV/ЕБИТДА	7,3	5,6	6,2	6,0
Капитализация, млн. \$	24 507			
EV, млн. \$	36 407			
Добыча, млрд. куб. см	3			
Запасы, млрд. куб. м	184			
Количество акций, млн.	23 674			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 55. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке (экспорт 131 млрд. куб.м)

Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке (\$13-16 за тыс. куб. м)
- Неплатежи за поставки газа некоторыми группами потребителей (\$3.4 млрд.)

Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов (рост экспорта до 175-200 куб. м)
- Рост цен на газ на внутреннем рынке будет обгонять инфляцию

Угрозы

- Правительство является держателем 38% акций компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
9 апреля	Газпром продлил долгосрочный контракт с Gaz de France, что повышает шансы получить долгосрочное финансирование. В Париже председатель Правления Газпрома Алексей Миллер и президент Gaz de France Пьер Гадоннэ (Pierre Gadonneix) подписали семилетнее продление существующего контракта на поставку газа. В соответствии с ним, Газпром продолжит поставлять по 8 млрд. куб.м в год вплоть до 2015 г. Это сохранит объём ежегодного экспорта в пределах среднего уровня 12 млрд.куб.м в год. Это событие продолжило череду продлений Газпромом долгосрочных контрактов, которая началась с Ruhrgas и OMV сразу после принятия европейского закона о поставках газа в 1998 г. Это ещё один показатель растущей зависимости Европы от импорта газа. Ожидается, что к 2020 г. импорт газа возрастет на 70%.
10 апреля	Газпром подписал долгосрочный контракт на закупку туркменского газа. Контракт вступит в силу с 1 января 2004, и будет действовать до 31 декабря 2028. В течение этого периода туркменская сторона гарантирует поставки газа к туркмено-российской границе по оговоренному графику, в то время как российская сторона гарантирует покупку и дальнейшую транспортировку газа конечным покупателям. Объемы поставок по контракту начинаются со скромных 5-7 млрд.куб.м. в 2004-2005, и затем с 2007 года увеличиваются в 10 раз (после того как истекает текущее пятилетнее украинско-туркменское соглашение). Это будет оказывать давление на Украину возобновить импорт газа только от Газпрома (так как последний будет закупать практически весь газ, производимый Туркменистаном), что значительно укрепит позиции Газпрома в борьбе за создание украинского газового транзитного консорциума. Более высокая, чем Газпром был готов платить (\$30-35/млн.куб.м), цена туркменского газа (\$44/млн.куб.м. для 2004 г.) не будет существенной проблемой для Газпрома даже если в следующем году российские внутренние цены на газ возрастут только на 25% (как заложено в проекте бюджета на 2004 г.) до \$25-27/млн.куб.м. Во-первых, половина импорта будет оплачиваться услугами и оборудованием. Во-вторых, туркменский газ не будет облагаться акцизом, что улучшит экономику продаж этого газа как в Россию, так и в еще большей степени в Европу.
17 апреля	Акции Газпрома начиная с 15 мая будут торговаться на ММВБ; ликвидность и цена акций вырастет. Генеральный директор ММВБ объявил о том, что ММВБ планирует начать торговать акциями Газпрома на Екатеринбургской фондовой бирже с клирингом на ММВБ начиная с 15 мая. Если это долгожданное событие случится, мы ожидаем роста акций Газпрома. Прошлый раз, когда инвесторы ожидали начала торгов на ММВБ по Газпрому, акции взлетели в цене до \$1,13 в мае 2002 г.
23 апреля	Кабинет министров увеличил налоговое бремя для нефтегазовой отрасли; Газпром отчислит в бюджет на \$300-\$500 млн. больше. Планируя снизить НДС и единый социальный налог, правительство решило компенсировать снижение налоговой выручки, увеличением налогового бремени нефтегазовой отрасли. Правительство, таким образом, хочет использовать высокую экспортную прибыль нефтегазовых предприятий для того, чтобы создать стимул для развития других потенциально конкурентоспособных секторов. Пока, предложенные налоги увеличат итак значительное налоговое бремя Газпрома. Новые предложения предусматривают отмену акцизов и на внутренние продажи, и на экспорт (так как сейчас это противоречит Налоговому Кодексу), но увеличивают экспортную пошлину до 20% и вводят налог на добычу газа в размере 193 руб./тыс. куб. м. (\$6,3/тыс. куб. м.). В случае одобрения Думой данных налоговых изменений как части бюджета на 2004 г., они могут вступить в силу уже с 1-го января 2004 г.

Источник: оценки Альфа-Банка

ЛУКОЙЛ

Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	13 562	15 021	15 220	14 576
EBITDA, млн. \$	3 834	3 735	4 463	3 803
Чистая прибыль, млн. \$	2 109	1 994	2 923	2 181
P/E	7,0	7,4	5,1	6,8
EV/EBITDA	4,4	4,5	3,8	4,4
Капитализация, млн. \$	14 842			
EV, млн. \$	16 883			
Добыча, млн. бнэ	584			
Запасы, млн. бнэ	16 652			
Количество акций, млн.	851			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 58. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Значительные доказанные запасы нефти и газа (16,7 млрд. баррелей) Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Высокие операционные издержки (\$3/баррель) Значительный объем долга (\$3.26 млрд.) Умеренные темпы роста добычи (2,8% в 2000 и 0,4% в 2001)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Возможно, что большие капвложения (\$2,3 млрд. в 2001г. и \$2,4 млрд. в 2002) не принесут ожидаемых результатов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 59. Основные события

Дата	Событие
31 марта	ЛУКОЙЛ подписал соглашение с Газпромом, согласно которому, начиная с конца 2005 года компания будет продавать газовому монополисту газ, добываемый на Находкинском месторождении в Ямало-Ненецком АО. Компания сможет продать 0,75 млрд.куб.м. с месторождения в 4кв05 и до 8 млрд.куб.м. в год начиная с 2006 г. Соглашение также определяет формулу для расчета цены, которая будет зависеть от цен на газ на внутреннем рынке в момент продажи, тарифов на транспортировку и валютного курса. Минимальная цена, по которой Лукойл будет продавать газ Газпрому, составит \$22,5/тыс. куб.м., что не включает затраты на транспортировку и НДС, включив которые цена поднимается до \$35-37/тыс.куб.м., что соответствует нашему прогнозу внутренней цены на 2006 г.
2 апреля	ЛУКОЙЛ дополнил сведения о недавнем приобретении нефтяных компаний в Республике Коми у Urals Energy, с общим объемом доказанных запасов 33,2 млн. т (242,4 млн. барр.). Компания заплатила за контрольные пакеты в трёх компаниях примерно \$130 млн. (окончательная цена будет зависеть от размера долга и денежных средств приобретённых компаний, где сейчас проводится аудит). Принимая во внимание размер пакетов, ЛУКОЙЛ выплатил по \$1,17 за каждый баррель нефтяных запасов. (Прод.)



- (Прод.)
- 4 апреля **ЛУКОЙЛ достиг договоренности с Государственной Нефтяной Компанией Азербайджана (ГНКАР) об увеличении своего участия в проекте Ялама до 80% с текущих 60%.** Дополнительные 20% в проекте компании переуступит ГНКАР, у которой после этого останется 20% доля. К тому же, компании согласились расширить контрактную территорию месторождения с 1287 км2 до 3037 км2, так как первоначальная разведка показала, что природные границы месторождения лежат вне оговоренной в контракте территории. Проект Ялама (D-222) – это блок в Каспийском море на морской границе России и Азербайджана. Потенциальные запасы месторождения оцениваются в 1,02 млрд. барр., а начала разведочного бурения ожидается в 2П04.
- 11 апреля **ЛУКОЙЛ повысит добычу нефти до 2,2 млн. б/с. к 2010 при общих капитальных вложениях в \$19 млрд, доходность вложения ожидается на уровне 17%.** Опубликованы некоторые детали 10-летней стратегии развития ЛУКОЙЛА, которая будет обсуждаться на совете директоров. По этой информации, компания планирует увеличить производство нефти до 110 млн. тонн и газа до 33 млрд.куб.м. к 2010, что подразумевает средний ежегодный рост на уровне соответственно 4,4% и 23,8%. Данный прирост будет достигнут за счет существенного роста добычи в новых регионах: Тиман-Печора (ожидается ежегодный рост на 10%) и Северный Каспий. Для достижения этих целей компания планирует инвестировать на протяжении следующих 10 лет около \$19 млрд. в добычу (или в среднем \$1,9 млрд. в год) с пиком инвестиций, приходящимся на 2007. Ожидаемый возврат на инвестиции при долгосрочном прогнозе экспортных цен на нефть на уровне \$18/баррель составляет 17%, что выше WACC компании, оцениваемом нами на уровне 9%.
- 14 апреля **ЛУКОЙЛ приобретает блокирующие пакеты в четырех энергетических компаниях предприятия в Перми, Волгограде, Нижнем Новгороде и республике Коми.** ЛУКОЙЛ уже не первая крупная российская нефтяная компания, делающая такой шаг: годом ранее Юкос скупил блокирующие пакеты в нескольких региональных энергетических компаниях. Компании инвестируют средства в энергетику с целью не допустить монополизации данного рынка на региональном уровне во избежание возможного резкого роста цен, так как затраты на энергию составляют до 8% в структуре операционных затрат нефтяных компаний. Кроме того, ЛУКОЙЛ планирует производить 33 млрд.куб.м. газа к 2010 (до 50 млрд.куб.м. к 2012), в связи с чем необходимо подготовить стабильный рынок сбыта газа.
- 16 апреля **Совет директоров ЛУКОЙЛА рекомендовал \$529 млн. дивидендов за 2002, что составляет 26,5% от чистой прибыли; дивидендная доходность составит 4,1%.** На Совете директоров ЛУКОЙЛА было решено рекомендовать общему собранию акционеров, которое пройдет 26 июня, одобрить дивиденды в размере \$0,62 на акцию(19,5 руб.). Общая сумма платежей составит \$529 млн. (16,6 млрд. руб.), что на 20,8% больше год к году. Процент чистой прибыли, направляемый на дивиденды, поднимется с 20,7% в 2001 г. до 26,5% (основываясь на оценке чистой прибыли за 2002). Скорее всего, данный процент станет самым высоким среди российских нефтяных компаний (не принимая во внимание Сибнефть, которая направила всю чистую прибыль на дивиденды в этом году). Эти цифры значительно превосходят рыночные ожидания, так как предварительно ЛУКОЙЛ неоднократно давал понять, что дивиденды не изменятся сильно год-к-году. В результате цена акции выросла на значительные \$0,45 (2,9%) после объявления дивидендов. Тем не менее, дивиденды соответствуют нашим ранним оценкам (см. январское аналитическое исследование "Ожидаемые дивиденды в нефтегазовом секторе за 2002"). Датой отсечения для получения дивидендов установлено 12 мая 2003 г. Дивидендная доходность составит 4,08% (базируясь на последней цене закрытия), что выше ожидаемой дивидендной доходности Юкоса на уровне 3%.
- 25 апреля **Совет директоров Роснефти одобрил покупку Северной Нефти; Лукойл должен получить 25,5% АГД** Компания, которая оперирует на юге Тимано-Печорского АО, и чьи резервы составляют 796 млн. бар. (по российской классификации ABC1), приобретает Роснефтью за \$600 млн., или \$0,75/бар. запасов. Покупка увеличит ресурсную базу компании на 13,4%, и позволит достичь уровня производства 19,4 млн. тонн (388 тыс.б.с.) в этом году, что на 11% выше изначально запланированного уровня.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сибнефть

Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	3 576	4 728	5 675	5 970
EBITDA, млн. \$	1 719	1 802	2 077	2 249
Чистая прибыль, млн. \$	1 305	1 089	1 134	1 164
P/E	8,9	10,7	10,2	10,0
EV/EBITDA	7,5	7,2	6,2	5,8
Капитализация, млн. \$	11 616			
EV, млн. \$	12 955			
Добыча, млн. бнэ	192			
Запасы, млн. бнэ	4 646			
Количество акций, млн.	4 741			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 61. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Высокий профессиональный уровень руководства компании
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)

Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 13%
- Омский НПЗ расположен далеко от рынков экспорта (лишь 23% нефтепродуктов экспортируется)

Возможности

- Рост акций в свободном обращении с текущих 13% до 25% за 1-2 года
- Модернизация Московского НПЗ и развитие розничной сети в Москве и Моск. Обл.

Угрозы

- Компания полностью контролируется небольшой группой акционеров (87%)

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 62. Основные события**

Дата	Событие
3 апреля	Сибнефть опубликовала результаты операционной деятельности за февраль 2003 г. Объем производства вырос на 23,4% год-к-году до 2,26 млн.т. (0,58 млн.б.с.), что соответствует амбициозным целям, установленным на этот год. В то же время экспортные объемы выросли на впечатляющие 32,9% год-к-году до 0,96 млн. т. (0,25 млн.б.с.), так как компания стремится максимально использовать высокие экспортные цены (Цена Urals в феврале 2003 г. составила \$31,05/бар. – высочайший уровень за более чем двух летний период).
16 апреля	Сибнефть продает ТНК 38% Оренбургнефти и 1% ОНАКО. Сибнефть, наконец, продала ТНК пакеты в Оренбургнефти и ОНАКО. Около месяца назад компании официально объявили о том, что ТНК выкупит 38% долю Сибнефти в Оренбургнефти и 1% в ОНАКО. Эта сделка заменила ранее объявленный обмен этих активов на 8,6% в ТНК International. Хотя размер полученных денежных средств объявлен не был, стоимость пакета может составить около \$300-\$800 млн.
22 апреля	Юкос и Сибнефть объединяются в крупнейшую по резервам мировую частную нефтяную компанию. Юкос и Сибнефть объявили о планах по слиянию. Две крупнейшие российские нефтяные компании объединяют бизнес в новую компанию, которая будет называться ЮкосСибнефть. Новая компания станет третьей по величине в мире по размерам нефтегазовых резервов, оцениваемых в 19,4 б.н.э. на конец 2001 г. (их которых 18,4 млрд. бар приходится на нефть и 1 млрд. на газ), и четвертой по величине компанией по объемам производства нефти, которое на данный момент составляет 2,3 млн.б.с. Сделка будет структурирована в несколько этапов. На первой стадии будет выкуплено 20% акций, которые на данный момент находятся в руках основных акционеров Сибнефти (которые по оценкам контролируют 92% компании) Юкосом за \$3 млрд. На следующем этапе Юкос выпустит новые акции для консолидации остальных 80% акций Сибнефти. Если предположить, что все акционеры Сибнефти (включая 8% миноритариев) получат одинаковые условия, как это заявлено в пресс-релизе – т.е. коэффициент обмена составит за каждый 1% Сибнефти 0,36125% акций новой компании ЮкосСибнефть, Юкосу придется выпустить 876 млн. новых акций, таким образом, увеличив общее число выпущенных акций до 3031 млн. (что станет капиталом новой объединенной структуры). На третьем шаге произойдет сам обмен акций Сибнефти на акции Юкоса. Если предположить, что все акционеры обменяют свои акции, то акционеры Сибнефти получат 876 млн. акций объединенной компании, или 28,9% акционерного капитала (из которого 26% будут сосредоточены в руках основных акционеров) и у Юкоса останется 2155 млн. акций (71,1% в новой компании, из которых 45% будут сосредоточены в руках основных акционеров Юкоса, 7,4% в пенсионном фонде "Ветеран" и оставшиеся 18,6% – у миноритарных акционеров).
22 апреля	Агентство S&P поместило рейтинг "Сибнефти" «В+» в список CreditWatch Positive и подтвердило рейтинг "ЮКОСа" на уровне «ВВ» (прогноз – стабильный). Эти рейтинговые решения связаны с объявлением об объединении этих двух российских нефтяных компаний. Как предполагается, "Сибнефть" выйдет из списка CreditWatch, когда будут окончательно ясны условия соглашения и когда сделка будет официально одобрена собраниями акционеров и регулирующими органами. Рейтинги "Сибнефти" будут выровнены с рейтингами "Юкос-Сибнефти", если интересы ее кредиторов не будут ущемлены структурой сделки.

Источник: оценки Альфа-Банка\$

Сургутнефтегаз**Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	5 232	7 068	7 477	7 689
EBITDA, млн. \$	2 571	2 514	2 521	2 725
Чистая прибыль, млн. \$	1 612	1 539	1 467	1 536
P/E	5,3	5,6	5,8	5,6
EV/EBITDA	4,0	4,1	4,1	3,8
Капитализация, млн. \$	10 298*			
EV, млн. \$	10 298*			
Добыча, млн. бнэ	359			
Запасы, млн. бнэ	8 750			
Количество акций, млн.	25 824*			

Прим.: * – Исключая 15 млрд. обыкновенных акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 64. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0,05) Более 75% выручки в валюте
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%) НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири Модернизация НПЗ Кинеша к 2008 г. (\$800 млн.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Компания контролируется руководством (71%) Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 65. Основные события

Дата	Событие
8 апреля	СургутНГ намерен вложить \$1,1 млрд. в обновление НПЗ Кирши и новый терминал. Президент СургутНГ Владимир Богданов и губернатор Ленинградской области подписали протокол о намерениях, предусматривающий инвестиции в размере \$700 млн. в модернизацию НПЗ Кирши и \$400 млн. в строительство нефтепродуктового терминала мощностью 150 тыс. б/с в бухте Батарейной, вблизи от нефтяного терминала в Приморске. Это довольно старые проекты, которые были инициированы ещё в 1998 г., но до сих пор по ним ничего не было сделано. Предполагается, что в результате инвестиций мощность переработки НПЗ возрастёт с 360 тыс. б/с до 480 б/с до конца 2004 г. Это предполагает относительно высокую цену за каждый дополнительный баррель перерабатываемой мощности по \$16/баррель против недавних приобретений НПЗ в России по \$4-8/баррель.

Источник: оценки Альфа-Банка

Татнефть

Илл. 66. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 482	3 921	3 685	3 649
EBITDA, млн. \$	831	1 091	1 027	934
Чистая прибыль, млн. \$	702	621	541	467
P/E	2,8	3,1	3,6	4,2
EV/EBITDA	3,1	2,4	2,5	2,8
Капитализация, млн. \$	2 010			
EV, млн. \$	2 596			
Добыча, млн. бнэ	180			
Запасы, млн. бнэ	5 455			
Количество акций, млн.	2 326			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 67. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Загружает до 25% мощностей Московского НПЗ
- Интенсивное внедрение усовершенствований и новых технологий

Слабые стороны

- Зависимость от правительства Татарстана (31.1%)
- Незрелые операции по нефтепереработке и маркетингу (всего 25% в выручке)
- Выработанные на 90% запасы ведут к более высоким издержкам на добычу

Возможности

- Строительство современного НПЗ к 2008 г. (\$820 млн.)

Угрозы

- Существенный объем долга (\$1,26 млрд)

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 68. Основные события

Дата	Событие
7 апреля	Татнефть погасила кредит Societe Generale в размере \$84,2 млн. Кредит был прогарантирован американским Ex-Im Банком и был получен в октябре 1996 г. Кредит был предназначен для реализации программы восстановления простаивающих скважин. Условия кредитного соглашения предусматривали двухлетний период использования кредита с октября 1996 г. по октябрь 1998 г. и последующее погашение в течение семи лет до 1Кв03. Ставка процента была привязана к LIBOR, и, так как последняя была ниже 2,5% в течение последних полутора лет и в среднем за период 2001-2003 гг. составила 2,7%, по словам компании, средняя стоимость финансирования за последние три года не превысила 3%. Погашение кредита, по нашим оценкам, сократит суммарный долг компании до \$900 млн., а отношение долга к собственному капиталу с 24,3% до 22,3%.

Источник: оценки Альфа-Банка

Юкос

Илл. 69. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	9 461	11 305	13 486	12 810
EBITDA, млн. \$	3 904	4 566	5 234	5 067
Чистая прибыль, млн. \$	3 156	3 332	3 837	3 677
P/E	7,8	7,4	6,4	6,7
EV/EBITDA	6,3	5,4	4,7	4,9
Капитализация, млн. \$	24 652*			
EV, млн. \$	24 652*			
Добыча, млн. бнэ	511			
Запасы, млн. бнэ	13 375			
Количество акций, млн.	2 125*			

Прим.: * – Исключая 5% акций на балансе компании

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 70. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Существенный объем денежных средств для будущих инвестиций
- Диверсифицированные активы на всей территории РФ

Слабые стороны

- Высокие капвложения и операционные затраты на разработку Восточно-Сибирских месторождений

Возможности

- Увеличение числа акций в свободном обращении до 30-35% в течение 5-7 лет
- Строительство трубопровода в Китай к 2005 г.
- Модернизация сети АЗС и НПЗ к 2005

Угрозы

- Компания находится под полным контролем ее руководства

Источники: оценки Альфа-банка



Илл. 71. Основные события

Дата	Событие
14 апреля	Правительство продаст оставшуюся долю в Юкосе (0,073%) 10 июня, 2003 г. Пакет из 1,64 млн. обыкновенных акций стоит \$16,3 млн. по текущей цене, однако, минимальная целевая цена установлена на уровне \$14,6 млн. Заявки будут приниматься с 29 апреля по 23 мая.
22 апреля	Юкос и Сибнефть объединяются в крупнейшую по резервам мировую частную нефтяную компанию. Юкос и Сибнефть объявили о планах по слиянию. Две крупнейшие российские нефтяные компании объединяют бизнес в новую компанию, которая будет называться ЮкосСибнефть. Новая компания станет третьей по величине в мире по размерам нефтегазовых резервов, оцениваемых в 19,4 б.н.э. на конец 2001 г. (их которых 18,4 млрд. бар приходится на нефть и 1 млрд. на газ), и четвертой по величине компанией по объемам производства нефти, которое на данный момент составляет 2,3 млн.б.с. Сделка будет структурирована в несколько этапов. На первой стадии будет выкуплено 20% акций, которые на данный момент находятся в руках основных акционеров Сибнефти (которые по оценкам контролируют 92% компании) Юкосом за \$3 млрд. На следующем этапе Юкос выпустит новые акции для консолидации остальных 80% акций Сибнефти. Если предположить, что все акционеры Сибнефти (включая 8% миноритариев) получат одинаковые условия, как это заявлено в пресс-релизе – т.е. коэффициент обмена составит за каждый 1% Сибнефти 0,36125% акций новой компании ЮкосСибнефть, Юкосу придется выпустить 876 млн. новых акций, таким образом, увеличив общее число выпущенных акций до 3031 млн. (что станет капиталом новой объединенной структуры). На третьем шаге произойдет сам обмен акций Сибнефти на акции Юкоса. Если предположить, что все акционеры обменяют свои акции, то акционеры Сибнефти получат 876 млн. акций объединенной компании, или 28,9% акционерного капитала (из которого 26% будут сосредоточены в руках основных акционеров) и у Юкоса останется 2155 млн. акций (71,1% в новой компании, из которых 45% будут сосредоточены в руках основных акционеров Юкоса, 7,4% в пенсионном фонде "Ветеран" и оставшиеся 18,6% – у миноритарных акционеров).
22 апреля	Агентство S&P поместило рейтинг "Сибнефти" «В+» в список CreditWatch Positive и подтвердило рейтинг "ЮКОСа" на уровне «ВВ» (прогноз – стабильный). Эти рейтинговые решения связаны с объявлением об объединении этих двух российских нефтяных компаний. Как предполагается, "Сибнефть" выйдет из списка CreditWatch, когда будут окончательно ясны условия соглашения и когда сделка будет официально одобрена собраниями акционеров и регулирующими органами. Рейтинги "Сибнефти" будут выровнены с рейтингами "Юкос-Сибнефти", если интересы ее кредиторов не будут ущемлены структурой сделки.
24 апреля	Юкос направит \$705 млн. на дивиденды за 2002 г.; дивидендная доходность составит 2,8%, процент выплаты возрастет до 21% с 17% за прошлый год. Юкос объявил дивиденды за 2002 год на уровне значительно выше прошлогоднего. Совет директоров компании рекомендовал акционерам общие дивидендные выплаты в размере \$705 млн. (22,12 млрд. руб.). Эта сумма включает промежуточные дивиденды в размере \$408 млн. за первые три квартала 2002 г.. Эта цифра значительно ниже максимальной возможной выплаты, которую мы рассчитали, основываясь, на ожиданиях, подсказанных компанией, о выплате основной части свободных денежных средств (за минусом \$3 млрд. необходимых для покупки 20% Сибнефти) в форме дивидендов акционерам до слияния с Сибнефтью. Однако все еще остается возможность промежуточных дивидендных выплат за 2003 г. до слияния.

Источник: оценки Альфа-Банка

Андрей Богданов
(7 095) 795-3613

Елена Роговина
(7 095) 795-3742

Ростелеком опубликует финансовые результаты по МСФО за 2002 г. в конце мая

Телекомы

Ростелеком опубликует финансовые результаты по МСФО за 2002 г. в конце мая – начале июня. Вряд ли они будут неожиданными, поскольку изменение бухгалтерской отчетности касается только данных по РСБУ. Ниже представлены наши прогнозы по итогам 2002 г.:

Илл. 72. Финансовые и оценочные показатели Ростелекома, 2001-2002 гг., МСФО, \$ млн.

	2002 г.	2001 г.	Изменение, %
Выручка	862	837	3,0
Выручка в Москве	237	240	(1,2)
Поступления от российских операторов	413	371	(11,3)
Поступления от иностранных операторов	170	187	(9,1)
Расходы	(728)	(760)	(4,2)
ЕБИТДА	371	295	25,5
Чистая прибыль	116	135	(14,1)
Норма ЕБИТДА, %	43	38	(13,2)
Чистая рентабельность, %	14	16	(12,5)

Источник: оценки Альфа-Банка

Объем выручки в Москве уменьшится на 1% из-за снижения тарифов и продолжающегося сокращения доли московского рынка

По нашим оценкам, выручка вырастет всего на 3%, при этом рост будет наблюдаться только в сегменте российских операторов. Интенсивность трафика увеличилась во всех сегментах (по предварительным данным, объем трафика междугородней связи, исходящей международной и входящей международной связи вырос за год на 15,5%, 14,1% и 12,0% соответственно). Тем не менее, выручка в Москве сократится по сравнению с предыдущим годом на 1% из-за снижения тарифов (в среднем на 11% как на международные, так и междугородние звонки), а также продолжающегося сокращения доли московского рынка. В то же время, по на-



Операционные расходы могут уменьшиться на более чем 4% из-за снижения расчетных ставок с международными операторами

Летом ИРТ будет повышена на 10-15%

шим оценкам, поступления от международных операторов могут упасть на 9%, т.к. международные тарифы продолжают снижаться.

В то же время, по нашим оценкам, операционные расходы Ростелекома могут уменьшиться на более чем 4% за счет снижения расчетных ставок с международными операторами. Мы полагаем, что норма EBITDA вырастет на 25,5% и достигнет уровня 43%, приближающегося к значениям норм рентабельности операторов мобильной связи и даже превышающего норму EBITDA ВымпелКома (42%), согласно опубликованной этой компанией отчетности по итогам 2002 финансового года. Тем не менее, несмотря на доход от продажи 50% пакета Совинтела (\$56 млн.), чистая прибыль, по нашим оценкам, сократится по сравнению с 2001 г., т.к. компания показала высокую цифру чистой прибыли за счет дохода по отложенным налогам в размере \$111 млн.

Мы склонны считать финансовые показатели Ростелекома за 2002 г. удовлетворительными, и полагаем, что в текущем году могут произойти положительные сдвиги, благодаря усилиям компании, направленным на увеличение доли московского рынка и повышение объема поступлений от российских операторов. Кроме того, по представленной компанией информации, летом линейная составляющая ИРТ (интегральной расчетной таксы) может быть повышена на 10-15%. Мы подтверждаем нашу рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ обыкновенные акции Ростелекома и их расчетную цену \$1,70, а также рекомендацию ДЕРЖАТЬ привилегированные акции компании и их расчетную цену \$1,10.

Операторы альтернативной связи Голден Телеком

Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	140	199	343	384
EBITDA, млн. \$	61	123	123	142
Чистая прибыль, млн. \$	-39	30	55	65
P/E	N/3	7,3	7,3	6,2
EV/EBITDA	6,2	3,1	3,1	2,7
Капитализация, млн. \$	403			
EV, млн. \$	381			
Кол-во акций, млн.	24			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 74. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Сильные балансовые показатели Предоставляет полный набор телекоммуникационных и Интернет услуг Альфа Групп как стратегический инвестор
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Очень низкая ликвидность
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Создание одного из крупнейших российских альтернативных операторов на базе Совинтела и ТелеРосса Экономия на масштабе на рынке интернет-провайдеров
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Ограниченные темпы роста рынка Интернет могут ограничить темпы роста компании

Источники: оценки Альфа-банка

МТС

Илл. 75. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	893	1 369	2 248	2 524
EBITDA, млн. \$	710	1 085	1 085	1 136
Чистая прибыль, млн. \$	207	286	447	560
P/E	17,0	10,9	10,9	8,7
EV/EBITDA	7,3	4,8	4,8	4,6
Капитализация, млн. \$	4 880			
EV, млн. \$	5 210			
Число абонентов, '000	4 939			
Кол-во акций, млн.	100			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 76. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Чрезвычайно прочное финансовое положение 32% регионального рынка мобильной связи
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Незначительное количество акций в свободном обращении Недостатки в уровне обслуживания клиентов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Покупка Таиф Телкома Экспансия на новые рынки
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Сокращение предельной ARPU в регионах

Источники: оценки Альфа-банка

**Илл. 77. Основные события**

Дата	Событие
2 апреля	МТС подписала соглашение о приобретении 51% Таиф Телком (240 тыс. абонентов, 53% рынка мобильной связи Татарстана, 76% рынка GSM), по цене \$61 млн. или по \$498 на абонента (EV/абоненты \$580). МТС подписала несколько опционных соглашений с существующими акционерами о приобретении оставшейся доли: <ol style="list-style-type: none"> Опцион колл на обыкновенные акции с периодом исполнения 48 месяцев после цены приобретения пакета из 51% акций. Опцион пут на обыкновенные акции, исполняемый в течение 36 месяцев по прошествии 18 месяцев после приобретения первого пакета Опционы колл на привилегированные акции с периодом исполнения 48 месяцев после даты отстоящей на 24 месяца от даты приобретения 51% Опционы пут на привилегированные акции, исполняемые в течение 24 месяцев с даты, отстоящей на 24 месяца от даты приобретения первого пакета Минимальная цена за опционы пут и колл по обыкновенным и привилегированным акциям равна соответственно \$49 млн. и \$10 млн. плюс 8% ежегодно.
15 апреля	Deutsche Telekom продал 5% в МТС (4,9 млн. акций) за \$200 млн. (по \$40,5 за акцию). Эта цена предполагает 10% дисконт к цене закрытия рынка 14 апреля. Одна из причин дисконта – акции продавались в виде ГДР и поэтому не могут сразу торговаться в США. Deutsche Telekom как можно скорее нужны средства на погашение задолженности и это, вероятно, заставило его продать этот пакет с дисконтом. ГДР будут торговаться в Лондоне как новый и отдельный инструмент.

Источник: оценки Альфа-Банка

ВымпелКом**Илл. 78. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	423	768	1 230	1 476
EBITDA, млн. \$	322	531	531	660
Чистая прибыль, млн. \$	47	130	250	313
P/E	16,9	8,8	8,8	7,0
EV/EBITDA	7,3	4,4	4,4	3,6
Капитализация, млн. \$	2 183			
EV, млн. \$	2 350			
Число абонентов, '000	2 614			
Кол-во акций, млн.	54			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 79. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Лидерство на московском рынке • Альфа Груп в качестве стратегического инвестора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий ARPU новых абонентов
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Выход на рынки оставшихся регионов и Украины • Уменьшить плату за интерконнект в связи со структурными изменениями на московском рынке связи
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Дорогой выход на рынок Санкт Петербурга

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 80. Основные события

Дата	Событие
1 апреля	ВымпелКом начал техническую эксплуатацию сети GSM-1800 в Ст-Петербурге. Компания начнёт коммерческую эксплуатацию сети до конца апреля. К этому моменту сеть будет состоять из 110 базовых станций и коммутатора с начальной ёмкостью на 300 000 номеров. К концу года число базовых станций должно быть увеличено до 250. По словам первого вице-президента компании Алексея Мищенко, частоты GSM-900 будут доступны через несколько недель. Развитие компании в Северо-Западном регионе отложено до 2004 г. Мы полагаем, что к концу 2003 г. компания будет обслуживать 200 000 абонентов из Санкт-Петербурга, или 6% рынка.
2 апреля	ВымпелКом объявил о своём намерении выпустить трёхлетние рублёвые облигации на сумму 3 млрд. руб. (\$95,9 млн.) с полугодовыми купонами и офертой, исполняемой через год после размещения. Ставка первых двух купонов будет определена исходя из рыночных условий. Последующие купоны будут установлены не позже даты второго купонного платежа. Эта новость соответствует планам менеджмента по привлечению средств для региональной экспансии путём выхода на рынок облигаций. Привлечение денег через рублёвые облигации – на данный момент один из наиболее привлекательных методов финансирования, и компания должна выиграть от привлекательных условий размещения. Мы ожидаем, что доходность составит не более 12%.
24 апреля	ЕБРД продал 2,6% в Вымпелкоме за \$38 за АДР. ЕБРР продал всю свою позицию в Вымпелкоме: 1415028 АДР компании по цене \$38 за АДР. АДР были куплены банком в августе 2000 г. как часть предложения Вымпелкома по акциям и конвертируемым облигациям. Мы полагаем, что пакет был продан по разумной цене (с дисконтом только в 0,5% к цене закрытия АДР Вымпелкома на 23 апреля), особенно если сравнивать продажу на прошлой неделе 10% акций МТС компании Система-Телеком с дисконтом примерно в 20% к рыночной цене МТС. В то же время, продажа акций может увеличить процент акций Вымпелкома в свободном обращении текущих 39,6%.

Источник: оценки Альфа-Банка



Операторы традиционной связи МГТС

Илл. 81. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	273	326	368	431
ЕБИТДА, млн. \$	149	175	175	219
Чистая прибыль, млн. \$	13	36	58	87
P/E	18,3	11,4	9,5	6,4
EV/ЕБИТДА	4,8	4,1	4,1	3,2
Капитализация, млн. \$	619			
EV, млн. \$	708			
Используется линий, '000	175			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 82. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Контрольный пакет МТУ-Информ
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Одни из наиболее устаревших региональных сетей Сильная оппозиция росту тарифов и введению поминутной тарификации
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Выпуск АДР 3-го уровня при сохранении контроля над МТУ-Информом
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Потеря пакетов акций в московских альтернативных операторах

Источники: оценки Альфа-банка

Ростелеком

Илл. 83. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	837	862	861	875
ЕБИТДА, млн. \$	371	359	359	351
Чистая прибыль, млн. \$	135	116	67	64
P/E	11,9	20,6	20,6	21,5
EV/ЕБИТДА	3,1	3,2	3,2	3,2
Капитализация, млн. \$	1 264			
EV, млн. \$	1 139			
Кол-во акций, млн.	972			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 84. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> Позиция монополиста в услугах дальней связи по меньшей мере до 2007 г. Обладает инфраструктурой национального значения
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> Бизнес не диверсифицирован Отсутствие стратегии развития
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> Стать ведущим провайдером услуг Интернет Более справедливая схема расчетов с региональными компаниями
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> Конкуренция со стороны альтернативных операторов связи

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 85. Основные события

Дата	Событие
2 апреля	Чистая прибыль Ростелекома за 2002 г. по РСБУ равна \$99 млн. Если исключить изменения в учетной политике, то можно увидеть практически не изменившуюся выручку \$663 млн. и затраты \$412 млн. (снижение на 12% относительно 2001 г.) Мы полагаем, что такое значительное снижение затрат произошло из-за снижения тарифов иностранных операторов. Амортизационные отчисления упали на 29% до \$150 млн. после того, как компания прекратила использование ускоренной амортизации. Размер чистой прибыли Ростелекома равен \$99 млн. (по нашим прогнозам \$91 млн.), он сократился почти в два раза из-за изменений в отчетности. Если Совет Директоров компании примет решение установить минимальный размер выплаты дивидендов по привилегированным акциям на уровне 10%, дивидендная доходность составит 4,5%, что сравнимо со средним уровнем для региональных телекомов.
17 апреля	Ростелеком объявил размер дивидендов за 2002 г. Процент чистой прибыли, направляемый на дивиденды по привилегированным акциям не стал сюрпризом – минимальные 10% от чистой прибыли, или \$0,04 за акцию, с дивидендной доходностью на уровне 4,2%, как мы и ожидали. Процент чистой прибыли, направляемый на дивиденды по обыкновенным акциям вырос до 12,8% по сравнению с 7% в 2001 г. – \$0,0174 на акцию. Дивидендная доходность по привилегированным и обыкновенным акциям соответственно на уровне 4,2% и 1,3% соответствует средней по сектору. Общее собрание назначено на 15 июня, дата закрытия реестра установлена на 28 апреля. Новость о выплате дивидендов, на наш взгляд, является нейтральной для цены акций Ростелекома.

Источник: оценки Альфа-Банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Объявление долгосрочной стратегии НорНикеля – главная новость апреля

Металлургия

В апреле главной новостью стала публикация плана долгосрочного развития ГК Норильский Никель до 2015 г. План является важным руководством для инвесторов. Мы пересмотрели модель с тем, чтобы учесть как новые плановые производственные показатели, так и запланированные инвестиции в размере \$300-400 млн. в 2003-2005 гг. (ранее в нашей модели были заложены ежегодные инвестиции в объеме \$270 млн.). В соответствии с нашей скорректированной моделью DCF стоимость ком-



пании составляет \$6,6 млрд., или \$31 за акцию. Исходя из этого, мы повысили расчетную цену с \$30 до \$31 за акцию.

Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании

В новой стратегии Норильского Никеля удачно сбалансированы ожидания акционеров компании и участников мирового рынка цветных металлов. С одной стороны, в краткосрочной перспективе Норильский Никель не планирует резко менять структуру производства. С другой, установлены ориентиры для оценки роста компании. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции Норильского Никеля.

Финансовые результаты НорНикеля за 2002 г. по МСФО будут опубликованы в июне

Другим долгожданным событием, касающимся ГК Норильский Никель, будет публикация аудированных финансовых результатов за 2002 г. по МСФО в мае-июне. Благодаря этой публикации возрастет прозрачность Норильского Никеля, которая станет одним из ключевых факторов, влияющих на динамику котировок в текущем году. По нашим оценкам, результаты финансовой отчетности увидят свет в июне.

По нашим прогнозам, коэффициент выплат составит 20%

Кроме того, совет директоров ГК Норильский Никель объявит о своих рекомендациях, подготовленных для ежегодного собрания акционеров, по вопросу о дивидендных выплатах за 2002 г. Компания будет придерживаться долгосрочной стратегии, принятой в июне прошлого года (выплачивать 20-25% чистой прибыли по МСФО, начиная с текущего года). По нашим прогнозам, на дивиденды будет направлено 20% от чистой прибыли по IAS. Это достаточно высокий уровень для российского рынка, и он соответствует коэффициенту выплат крупнейших нефтяных компаний России. По нашим оценкам, чистая прибыль в 2002 г. достигнет \$313 млн. (\$198 млн. после корректировки). Общее собрание акционеров ГК Норильский Никель запланировано на 30 июня. Дата закрытия реестра установлена на 14 мая 2003 года.

Норильский Никель

Илл. 86. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	4 525	3 351	4 145	4 367
EBITDA, млн. \$	812	1 193	1 193	1 268
Чистая прибыль, млн. \$	484	198	637	750
P/E	25,9	8,1	8,1	6,8
EV/EBITDA	7,1	4,8	4,8	4,5
Капитализация, млн. \$	5 134			
EV, млн. \$	5 730			
Кол-во акций, млн.	214			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 87. Краткий обзор компании

Сильные стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифицированная экспортная выручка • Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора
Слабые стороны	<ul style="list-style-type: none"> • Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями • Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в год
Возможности	<ul style="list-style-type: none"> • Реализация обновленной программы модернизации • Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)
Угрозы	<ul style="list-style-type: none"> • Информация об объемах производства и резервах засекречена • Рост экспортных пошлин, снижение квот на экспорт МПГ

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 88. Основные события

Дата	Событие
1 апреля	ГМК Норильский Никель объявил основные параметры «Стратегии развития производства на Таймырском и Кольском полуостровах до 2015 г.», которая была одобрена советом директоров 18 марта 2003 г. В соответствии со стратегией инвестиции компании будут соответствовать следующим критериям: доходность вложений (ROI) и IRR инвестиций в производство более 20% (существенно выше оценки WACC на уровне 11%) со сроком окупаемости инвестиций в 4-5 лет. В соответствии с планом, компания увеличит производство никеля до 240000 тонн в год в 2003-05 гг., при этом CAGR составит 3%. Запланированный рост производства никеля выше нашего прогноза на уровне 1.5% в год. Мы пересмотрим модель с тем, чтобы учесть изменения долгосрочной стратегии компании, так как объявленный диапазон ежегодных капитальных вложений в размере \$300-400 млн. в 2003-05 гг. также превосходит наш прогноз на уровне \$270 млн. Мы сохраняем рекомендацию НАКАПЛИВАТЬ акции компании.
8 апреля	Норильский Никель разблокировал 30% никеля из залога и планирует продать дополнительно 18000 тонн. Норильский Никель объявил, что компания освободила из залога 18000 тонн никеля из 60,000 тонн никеля, предоставленных в залог для кредита в \$200 млн. Компания получила кредит в размере \$200 млн. от синдиката западных банков в мае 2002 г., кредитная ставка составила Libor +2%.. Норильский Никель планирует разблокировать дополнительные 18000 тонн в первой половине апреля 2003 г. По условиям соглашения Норильский Никель имеет право в рамках погашения кредита реализовывать металл до истечения срока кредита.

Источник: оценки Альфа-Банка

Северсталь

Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	1 789	1 897	2 090	1 973
ЕБИТДА, млн. \$	416	536	536	434
Чистая прибыль, млн. \$	-467	124	206	119
P/E	N/3	6,3	6,3	10,8
EV/ЕБИТДА	3,3	2,5	2,5	3,1
Капитализация, млн. \$	1291			
EV, млн. \$	1366			
Производство, млн. тонн	8			
Кол-во акций, млн.	22			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 90. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2001 г. – 16%
- Профессиональная команда руководства

Слабые стороны

- Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 6%
- Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали

Возможности

- Проект по производству труб большого диаметра
- \$180 млн. СП с Arcelor по производству оцинкованной стали

Угрозы

- Введение дополнительных ограничений на экспорт
- Ухудшение условий поставки сырья – угля и руды

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Мораторий на корпоративные покупки завершился

Новые приоритеты – оборудование для АЭС и буровое оборудование

Машиностроение

В конце марта ОМЗ объявил о покупке двух российских компаний, производящих оборудование для АЭС. ОМЗ приобрел 19,9% акций компании «Атомэнергоэкспорт» (АЭЭ) и контрольного пакета (50,94%) в «Зарубежэнергопроекте» (ЗЭП). Учитывая доли, принадлежащие дочерним предприятиям ОМЗ, группа сегодня контролирует 40,06% акций АЭЭ.

АЭЭ специализируется на создании АЭС «под ключ». Ей принадлежит 49% уставного капитала в «Атомстойэкспорте» (АСЭ), генеральном подрядчике проектов строительства АЭС в Индии (Кундакулам), Китае (Тяньвань) и Иране (Бушер). ОМЗ уже поставляет оборудование на эти строительные площадки. В 2002 г. АЭЭ и АСЭ вместе экспортировали оборудования примерно на \$640 млн., и портфель заказов компании (по данным на начало 2003 г.) составляет \$2,9 млрд. ОМЗ планирует в 2003 г. экспортировать оборудования на \$800 млн. «Зарубежэнергопроект», конструкторское бюро, проектирующее электростанции и оборудование к ним, участвует в общих проектах с мировыми машиностроительными компаниями, такими как ABB Alstom Power и Siemens.

Указанная покупка стала первой фазой реорганизации компании ОМЗ. В середине апреля ее руководство объявило, что приоритетами, с точки зрения дальнейшего развития, будут сегмент оборудования для АЭС и объединенный сегмент бурового оборудования и судостроения (в т.ч. занимающийся плавучими буровыми платформами). Руководство намерено в рамках ОМЗ создать вертикально интегрированную компанию, которая сможет играть ведущую роль на мировом рынке строительства АЭС и производства оборудования к ним. Производство оборудования для АЭС – второе по величине подразделение ОМЗ – в 2002 г. обеспечило компании 20% всей выручки. Вторая фаза реорганизации предполагает проведение аудита деятельности компании АЭЭ и выработку всестороннего плана консолидации. Эта фаза должна завершиться к концу мая.



Объединённые Машиностроительные Заводы

Илл. 91. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	352	371	414	428
EBITDA, млн. \$	61	61	67	67
Чистая прибыль, млн. \$	21	14	25	25
P/E	9,5	14,3	8,1	8,0
EV/EBITDA	3,3	3,3	3,0	3,0
Капитализация, млн. \$	200			
EV, млн. \$	200			
Кол-во акций, млн.	38			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 92. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 55% металлургического, 90% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

Слабые стороны

- Низкая рентабельность (норма чистой прибыли в 2002П – 4%)
- Недостаток квалифицированной рабочей силы

Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2001-2005 гг. – 230 млн. долл.
- Выход на новый сегмент рынка (плавающие буровые платформы)

Угрозы

- Рост курса реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность

Источники: оценки Альфа-банка

Максим Матвеев CFA
(7 095) 795-3736

Пищевая промышленность и розничная торговля

Компания ВБД ведет переговоры о покупке бренда минеральной воды «Ессентуки» за \$5 млн (\$9,5/гл), или в 10 раз дешевле, чем в среднем по отрасли

В настоящее время компания Вимм-Билль-Данн (ВБД) ведет переговоры о покупке торговой марки «Ессентуки» (известнейшего бренда в сегменте минеральных вод) примерно за \$5 млн. Сделка может оказаться для компании весьма позитивной, так как бренд дешев (из-за нехватки инвестиций и отсутствия рыночной стратегии). Тем не менее, его покупка может значительно расширить присутствие ВБД в секторе, и мы расцениваем завершение сделки как важный катализатор для акций компании. Хотя сегодня объем продаж воды этой марки невелик, мы полагаем, что менеджеры ВБД, имеющие 10-летний опыт управления брендами, смогут сделать «Ессентуки» лучшим товаром на рынке. На основе этой торговой марки ВБД способен создать целый портфель брендов.

ВБД проголосовал по вопросу об эмиссии еврооблигаций (на сумму \$100-250 млн.), которая состоится, по нашим расчетам, в мае-июне

Совет директоров ВБД на заседании 25 апреля проголосовал по вопросу об эмиссии еврооблигаций на сумму \$100-250 млн. Хотя итоги еще не опубликованы, предварительные комментарии представителей компании позволяют предположить, что эмиссия состоится. Наиболее вероятным периодом для нее, на наш взгляд, станет май-июнь. Поскольку эмиссия намного превышает утвержденные на текущий год капитальные затраты ВБД (\$100 млн), мы не исключаем возможности корпоративных покупок. Эта мысль совпадает с намерением компании Мултон (второй в стране производитель соков, занимающий 24% рынка) продать свою долю бизнеса. В любом случае мы ожидаем, что в ближайшее время акции компании ВБД вернут себе внимание инвесторов.

«Перекресток» продал фонду Templeton 7,7% своих акций за \$15 млн. (рыночная капитализация составляет \$200 млн)

В сфере розничной торговли «Перекресток» продал 7,7% акций фонду Templeton примерно за \$15 млн, что подразумевает оценку компании в \$200 млн. При этом «Перекресток» в настоящее время рассматривает 2004-05 гг. как период первоначального публичного предложения акций (IPO). Другие крупные компании этого сектора – «Пятерочка», «Рамстор» и «Седьмой континент» – не имеют планов по IPO до 2005 г.

За 1-й кв. 2003 г. рынок пива сократился на 5%, но продолжения этой тенденции мы не ожидаем

В 1-м кв. 2003 г. рынок пива сократился на 4,9%. На наш взгляд, двумя главными причинами стали коррекция (после беспрецедентного роста в 1-м кв. 2002 г.) и холодная погода. Рост за 1-й кв. 2002 г. достиг 24% год-к-году, тогда как потребление выросло лишь на 11%. Одной из причин перепроизводства в 1-м кв. 2002 г. мы считаем слабую координацию между производителями и дистрибьюторами, что привело к сокращению потребления пива (в период до конца 2002 г. и в 2003 г.). В перспективе



мы не прогнозируем продолжения этого тренда и подтверждаем наш прогноз роста производства в текущем году на 8,0% (до уровня 75,2 млн. гл).

ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

Вимм-Билль-Данн

Илл. 93. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	674,6	824,7	1009,0	1194,6
ЕБИТДА, млн. \$	83,4	114,3	114,3	140,1
Чистая прибыль, млн. \$	31,7	35,7	52,2	71,9
P/E	25,43	22,59	15,48	11,24
EV/ЕБИТДА	10,86	7,92	7,92	6,46
Капитализация, млн. \$	807			
EV, млн. \$	906			
Производство, тыс. т	821			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 94. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть

Слабые стороны

- Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов
- Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества

Возможности

- Успешная стратегия по приобретению компаний позволит расширить рынки сбыта
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

Угрозы

- Нехватка сырого молока для производства молочной продукции
- Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 95. Основные события

Дата	Событие
4 апреля	Вимм-Билль-Данн проводит переговоры относительно покупки Эссентуков, одного из наиболее известных брэндов на рынке минеральной воды. Компания проводит переговоры почти год, но менеджмент сообщил, что сделка может быть закрыта в течение нескольких месяцев. Цена составляет около \$5 млн., или \$9,5 за гл. (при условии, что Эссентуки работают на полной мощности и производят 0,5 млн. гл. воды), что, принимая во внимание известность брэнда и его потенциал, очень дешево. Nestle недавно купила Святой источник за \$80/гл., в то время как сам WBD в марте открыл новый завод по розливу воды за \$5,3/гл. Если сделка будет заключена, производство воды ВБД вырастет как минимум на 200% в этом году (компания только начала производство бутилированной воды), и получит 4% Московского и Санкт-Петербургского рынка воды. Этот брэнд также может служить быстрым стартом бизнеса ВБД на рынке воды.
14 апреля	Агентство S&P присвоило ОАО "Вимм-Билль-Данн Продукты питания" рейтинг по национальной шкале на уровне «гuA+» Одновременно рейтинг «гuA+» присвоен готовящемуся выпуску облигаций компании в сумме 1,5 млрд. руб. В сообщении агентства отмечено, что присвоенный рейтинг отражает лидирующие позиции компании на российском рынке продуктов питания, а также необходимость в течение ближайших лет инвестировать значительные средства в обновление и расширение производственных мощностей и увеличение оборотного капитала для поддержания конкурентной позиции ВБД. Конкурентные преимущества ВБД – в сильной позиции на рынке, высокой узнаваемости брэндов потребителями, диверсифицированном портфеле товаров и развитой системе производства и сбыта в масштабе страны. Агрессивная стратегия роста ВБД требует значительных заимствований, что увеличит уровень долга компании, сейчас находящийся на достаточно низком уровне.
15 апреля	Вимм-Билль-Данн успешно разместил рублевые облигации на сумму 1,5 млрд. руб. (\$48 млн.) сроком обращения три года с доходностью 12,9%. Спрос на выпуск превысил предложение в два раза (3 млрд. руб.), что явилось отражением возросшего доверия инвесторов к компании, и сохраняющегося высокого спроса на корпоративный долг. Компания также планирует разместить еврооблигации на сумму \$100-\$250 млн. – данный вопрос будет поставлен на голосование на внеочередном собрании акционеров, которое пройдет 24 апреля. Мы рассматриваем предстоящий выпуск еврооблигаций как важную фактор для компании, так как выпуск позволит значительно увеличить денежные ресурсы как для поглощений, так и для снижения краткосрочной задолженности.

Источник: оценки Альфа-Банка

Балтика

Илл. 96. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	537	668	775	884
EBITDA, млн. \$	229	267	267	289
Чистая прибыль, млн. \$	129	136	164	178
P/E	10,94	10,35	8,59	7,95
EV/EBITDA	6,22	5,31	5,31	4,92
Капитализация, млн. \$	1 412			
EV, млн. \$	1 421			
Производство, млн. гл	14			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 97. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков

Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

Возможности

- Рост потребления пива в России
- Стремление и способность увеличить долю рынка

Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 98. Основные события

Дата	Событие
31 марта	Балтика выплатит 9,32 руб. и 12,12 руб. дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям за 2002 г., что соответствует дивидендной доходности 2,5% и 4%. В виде дивидендов будет распределено 29,4% чистой прибыли компании, что соответствует прошлогоднему показателю. Эти цифры примерно на 10% ниже наших прогнозов, но соответствуют среднерыночным средним доходностям по обыкновенным и привилегированным акциям.

Источник: оценки Альфа-Банка

Сан Интербрю

Илл. 99. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	351,5	409,7	525,4	637,9
EBITDA, млн. \$	61,5	103,0	103,0	131,6
Чистая прибыль, млн. \$	20,1	-3,4	27,1	43,5
P/E	19,96	Н/З	14,78	9,23
EV/EBITDA	7,73	4,61	4,61	3,61
Капитализация, млн. \$	401			
EV, млн. \$	475			
Производство, млн. гл	13			
Кол-во акций, млн.	109			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 100. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Вторая по величине российская пивоваренная компания с широко узнаваемыми марками
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Развитая дистрибьюторская сеть

Слабые стороны

- Удаленность предприятий друг от друга не позволяет сократить расходы

Возможности

- Программа фокусировки продаж на основных марках обещает рост выручки

Угрозы

- Замедление темпов роста потребления пива в России

Источники: оценки Альфа-банка

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ ГУМ

Илл. 101. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	83	84	102	122
EBITDA, млн. \$	16	19	19	25
Чистая прибыль, млн. \$	8	9	12	13
P/E	16,10	13,73	10,78	9,71
EV/EBITDA	8,47	6,99	6,99	5,45
Капитализация, млн. \$	126			
EV, млн. \$	136			
Кол-во акций, млн.	60			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 102. Краткий обзор компании

Сильные стороны

- Наиболее известное российское предприятие розничной торговли и удачное местоположение

Слабые стороны

- Зависимость от доходов потребителей, которые в данное время достаточно низки
- Отсутствие внешних источников финансирования

Возможности

- Рост доходов российских потребителей

Угрозы

- Ужесточение конкуренции, особенно в центре Москвы

Источники: оценки Альфа-банка



Наталья Орлова
(7 095) 795-3677

Телеконференция с В. Клейнером по итогам апрельского заседания Совета директоров Сбербанка

Клейнер полагает, что в состав СД будут введены О. Вьюгин и А. Дворкович для повышения прозрачности

Сильный рубль благоприятствует Сбербанку

Дума внесет поправки в закон о страховании вкладов до второго чтения ...

...но сохранит гарантии вкладчикам Сбербанка, пока на его долю приходится более 30% рынка

Банковский сектор

Заседание Совета директоров Сбербанка состоялось 15 апреля. На нем была назначена дата закрытия реестра акционеров – 10 мая, а также дата ежегодного собрания – 27 июня. По итогам этого заседания эксперты Альфа-Банка провели телеконференцию с Вадимом Клейнером, руководителем аналитического отдела Фонда «Эрмитаж» и членом СД Сбербанка.

Как заявил Клейнер, результаты финансовой отчетности по МСФО за 2002 г. будут опубликованы к ежегодному собранию акционеров. Он полагает, что дивидендные выплаты составят 1,6% по обыкновенным и 2-3% по привилегированным акциям. Он также отметил, что список кандидатов в члены СД, который будет обсуждаться на собрании, содержит два новых имени: А. Дворкович, Зам. Министра экономического развития и торговли, и О. Вьюгин, Зам. Председателя ЦБР. Если они попадут в состав СД, то можно ожидать усиления давления на менеджмент Сбербанка с целью повышения прозрачности банка и эффективности его деятельности. В состав СД может войти и Евгений Королев, возглавлявший ранее один из филиалов Сбербанка в Центральном регионе. Он обладает большим опытом работы с крупными филиальными сетями. Выдвижение его кандидатуры свидетельствует о возможных изменениях стратегии управления филиалами.

Мы полагаем, что сильный рубль станет одним из основных факторов развития Сбербанка в текущем году, т.к. обеспечит поступление около \$300 млн. за год, если курс рубля удержится на уровне R31,5/\$ до конца года. Мы не теряем надежды на либерализацию рынка банковских акций в этом году и подтверждаем нашу расчетную цену \$265 за обыкновенную акцию.

Вопрос о системе страхования вкладов остается актуальным для Сбербанка. Комитет ГД по кредитным организациям и финансовым рынкам намеревается внести две поправки в закон о страховании вкладов. Во-первых, депутаты хотят сохранить государственные гарантии вкладчикам Сбербанка до тех пор, пока его доля на рынке вкладов не уменьшится в 2,5 раза, т.е. до уровня 30% рынка. Во второй поправке содержится предложение не отменять государственные гарантии по вкладам в Сбербанке, открытым до принятия закона.

По нашему мнению, такие поправки существенно изменяют характер системы страхования вкладов. В результате принятия первого предложения Сбербанк присоединится к системе страхования вкладов только после 2007 г. (крайний срок, который ранее предусматривался в проекте закона). Если учесть, что в настоящее время на долю Сбербанка приходится 68% рынка вкладов и что она сокращается примерно на 2-3% в год, мы полагаем, что благодаря поправке Сбербанк сохранит государственные гарантии по вкладам еще на 10 лет. Следует напомнить, что доля ОТП, который сравним со Сбербанком, оставалась на уровне около 40% венгерского рынка вкладов. Вторая поправка и того хуже, т.к. она ущемляет интересы вкладчиков частных банков. Это противоречит целям закона, направленного на увеличение числа вкладов в частном банковском секторе.

Сбербанк
Илл. 103. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2001	2002П	2003П	2004П
Выручка, млн. \$	25 635	32 483	36 539	38 000
Чистая прибыль, млн. \$	912	1 089	1 198	1 220
P/E	4,8	4,0	3,7	3,6
Капитализация, млн. \$	4 567			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 104. Краткий обзор компании
Сильные стороны

- 75%-ная монополия на рынке депозитов
- Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков

Слабые стороны

- Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля
- Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая
- Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию

Возможности

- Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование
- Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%

Угрозы

- Пенсионная реформа может подолвать монополию на вклады пенсионеров
- Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%

Источники: оценки Альфа-банка

Илл. 105. Основные события

Дата	Событие
14 апреля	Поправки к закону о страховании вкладов может принести Сбербанку государственную гарантию после 2007 г.; частные банки разочарованы. Банковский комитет Думы порекомендовал последней утвердить предложенную схему страхования вкладов. Однако до второго чтения депутаты намерены внести две поправки в закон. Первое предложение предполагает предоставление Сбербанку государственной гарантии до тех пор, пока доля Сбербанка на рынке депозитов не сократится в 2,5 раза, т.е. до 30%. Второе предложение заключается в том, чтобы сохранить государственную гарантию по тем депозитам в Сбербанке, которые были открыты до принятия закона.
15 апреля	Собрание Совета Директоров Сбербанка назначило дату составления списка акционеров на 10 мая, а ежегодного собрания акционеров – на 27 июня. Реальный размер дивидендов будет объявлен на следующем собрании Совета, который пройдет между 15 и 20 мая. На собрании Совет сконцентрировал внимание на уже известных финансовых результатах. Чистая прибыль банка составила \$994 млн. (немного хуже, чем предварительно объявленный \$1 млрд.), а капитал банка равен \$3,7 млрд. Размер дивидендов будет объявлен в конце мая. Ожидается, что отчетность по МСФО за 2002 г. будет опубликована 27 мая, на собрании акционеров.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Валентина Крылова**

(7 095) 795-3742

Екатерина Леонова

(7 095) 785-9678

В апреле цены российских долговых обязательств следовали за ценами на других развивающихся рынках

Рост котировок российских облигаций продолжится благодаря погашению ОВВЗ-4

Рынок облигаций

Как мы ожидали, в апреле котировки российских долговых обязательств следовали за другими развивающимися рынками, при этом падение цен на нефть не оказало на них никакого влияния. В частности, к концу месяца котировки длинных выпусков российских еврооблигаций выросли на 1,2-2,2%, а котировки ОВВЗ – на 1,6-2,7%, как следствие ценового ралли на других рынках и притока средств на развивающиеся рынки. Окончание войны в Ираке и поток положительных макроэкономических новостей из Турции и Бразилии вызвали значительный рост цен на всех развивающихся рынках. Кроме того, в 1 кв. текущего года была отмечена высокая доходность открытых инвестиционных фондов, специализирующихся на развивающихся рынках, что привело к росту спроса на их бумаги и вызвало приток новых средств в облигации с высокой степенью рисков в начале 2 квартала. В результате котировки российских долговых бумаг поднялись до рекордного уровня, а цена облигаций Евро-30 достигла 88,8% номинала.

По нашим оценкам, в мае на российском долговом рынке будет преобладать восходящий ценовой тренд в ожидании крупных погашений российских облигаций (14 мая ОВВЗ-4 и 10 июня Евро-03). Хотя большая часть облигаций контролируется государством (по оценкам некоторых экспертов, 50-70% выпуска было выкуплено близкими к правительству банками), объем выплат будет достаточным, чтобы вызвать рост котировок. Кроме того, некоторые инвесторы будут открывать длинные позиции накануне погашения долговых обязательств. Таким образом, к концу месяца рост котировок российских долговых бумаг может достичь 2%.

Очередное заседание Комитета по открытому рынку ФРС США, запланированное на 6 мая, скорее всего, не принесет никаких сюрпризов, и процентные ставки не изменятся. В то же время заявления относительно перспектив дальнейшего развития экономики США будут важны для рынка.



Илл. 106. Основные события

Дата	Событие
2 апреля	Госсекретарь США Колин Пауэлл встретился с членами правительства Турции. Атмосфера на совместной пресс-конференции была в целом дружественной. Это говорит о том, что Турция и США остаются союзниками и их сотрудничество продолжится. Как заявил К. Пауэлл, ему удалось заручиться технической поддержкой действий американских военных в северном Ираке. Рынок очень позитивно воспринял эту новость накануне голосования в Конгрессе США по вопросу о выделении финансовой помощи Турции в размере \$1 млрд.
3 апреля	Конгресс США одобрил предоставление Турции финансовой помощи в размере \$1 млрд. Это решение поддержало ралли котировок, начавшееся во время визита Пауэлла в Турцию.
3 апреля	АФК Система разместила выпуск еврооблигаций объемом \$350 млн со сроком обращения 5 лет. Доходность к погашению составила 10,375%. По облигациям предусмотрена выплата ежегодного купона по ставке 10,25%.
9 апреля	Агентство Fitch объявило о намерении пересмотреть в мае суверенный рейтинг России, ссылаясь на происходящие в стране положительные перемены. В настоящее время рейтинг России по шкале Fitch находится на уровне «BB-», что на один пункт ниже ее рейтинга по шкале Moody's или S&P. Таким образом, велика вероятность повышения долгосрочного рейтинга России агентством Fitch на одну ступень до уровня «BB». Если агентство пойдет на неожиданное для рынка повышение сразу на две ступени (до «BB+»), такое решение может привести к краткосрочному росту котировок российских облигаций.
10 апреля	Администрация Нижнего Новгорода выплатила купонный доход и погасила часть основного долга по выпуску еврооблигаций. Общая сумма выплат составила \$29 млн. Необходимые средства были заимствованы у Министерства финансов и Сбербанка. При выплате следующего платежа в размере \$28 млн, срок которого наступает 3 октября текущего года, могут возникнуть дополнительные трудности.
11 апреля	Правительство Уругвая обнародовало детали предстоящего обмена долга. Ожидается обмен еврооблигаций в объеме \$5,2 млрд, при этом заявки на участие в реструктуризации будут приниматься до 15 мая. Инвесторам будет предложено на выбор два варианта. Первый предусматривает обмен задолженности на три новых «эталонных» выпуска облигаций с погашением в 2011 г., 2015 г. и в 2033 г. Второй вариант позволит инвесторам увеличить сроки обращения выпусков на 5 лет, оставив купонные ставки без изменений. При этом держатели облигаций с плавающей ставкой могут перейти к купону, увеличивающемуся с 4% до 7% годовых. Хотя рынок позитивно воспринял условия обмена долга, рейтинговые агентства Fitch и S&P понизили суверенный рейтинг Уругвая сразу на две ступени. S&P понизило долгосрочный рейтинг страны до «СС», а Fitch – до «С», ссылаясь на возможные убытки для инвесторов. Более того, представители агентств заявили, что если правительство все же проведет реструктуризацию, они намерены изменить кредитный рейтинг Уругвая на «дефолт», хотя бы временно. Эта новость не оказала никакого влияния на развивающиеся рынки.
17 апреля	Агентство Standard & Poor's повысило рейтинг Вымпелкома до уровня «В+», прогноз стабильный.
18 апреля	МВФ одобрил предоставление Турции финансовой помощи в размере \$700 млн. Первоначально было запланировано выделение \$1,6 млрд, однако по просьбе правительства Турции размер транша был сокращен, чтобы Турция могла получить более крупный кредит в конце текущего года. Кроме того, турецкое правительство согласилось с необходимостью ужесточения мониторинга со стороны МВФ. Эта новость вместе с благоприятными макроэкономическими показателями вызвала впечатляющее ралли котировок турецких облигаций.
23 апреля	Центральный Банк Бразилии оставил ставку «Selic» на уровне 26,5% и отказался от ужесточения кредитно-денежной политики. Поскольку это решение было вполне предсказуемым, оно не оказало никакого влияния на долговой рынок.
27 апреля	В Аргентине прошел первый тур президентских выборов. Во второй тур голосования, назначенный на 18 марта, прошли бывший президент Карлос Менем и Нестор Киршнер, пользующийся поддержкой президента Эдуардо Дуальде. Велика вероятность победы Менема, которого поддерживают инвесторы.

Источник: оценки Альфа-Банка

Илл. 107. Динамика валютных облигаций, на 29 апреля 2003 г.

	Дата погашения	Цена	Изменение %	Доходность к погашению %	Текущая доходность %	М Дюрация кол-во лет
Облигации Минфина						
Минфин 4	14.05.03	100,00	0,13	2,9	3,00	0,04
Минфин 5	14.05.08	87,63	2,64	5,9	3,42	4,33
Минфин 6	14.05.06	95,75	2,96	4,5	3,13	2,74
Минфин 7	14.05.11	78,50	1,62	6,5	3,82	6,47
Минфин 8	14.11.07	91,75	1,94	5,2	3,27	4,09
Еврооблигации						
Евро-03	10.06.03	100,75	-0,62	4,9	11,66	0,11
Евро-05	24.07.05	110,75	0,00	3,7	7,90	2,01
Евро-07	26.06.07	119,13	0,85	4,9	8,39	3,39
Евро-10	31.03.10	112,25	1,58	5,3	7,35	0,08
Евро-18	24.07.18	132,88	0,66	7,4	8,28	8,20
Евро-28	24.06.28	152,88	2,86	7,9	8,34	9,82
Евро-30	31.03.30	89,25	3,18	7,7	5,60	0,05
Муниципальные облигации						
Москва-04, €	25.10.04	106,86	0,96	5,3	9,59	1,33
Москва-06, €	28.04.06	112,84	1,38	6,1	9,70	2,57
Ниж. Новгород	10.03.02	96,75	5,45	11,6	9,04	0,06
Корпоративные облигации						
ММК, €	18.02.05	104,77	3,31	7,1	9,55	1,60
Газпромбанк-03	22.12.03	103,06	1,70	4,7	9,46	0,62
Газпромбанк-05	04.10.05	106,40	2,83	5,5	7,87	2,10
Альфа-Банк	19.11.05	105,63	1,76	8,3	10,18	2,12
МДМ-Банк	16.12.05	104,86	0,93	8,6	10,25	2,19
Роснефть	20.11.06	115,51	1,86	7,7	11,04	2,77
Сибнефть-07	13.02.07	114,56	2,61	7,0	10,04	3,05

Источники: Рейтер, оценки Альфа-Банка



Владимир Кравчук
(7 095) 795-3743

Технический анализ

Индекс РТС: новый технический расчетный уровень – 558

Илл. 108. Индекс РТС – Основные технические индикаторы.

Инд	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления	Уровень поддержки	Диапазон 1-30 апреля
		Краткосрочный	Долгосрочный			
РТС	ЗАКРЫВАТЬ 435-445	Бычий	Бычий	C4 558,78	100% раст. Фибоначчи	П1 414,67
	ПОКУПАТЬ 403-415	Замедляется		C3 500,00	Линия сопротивления	П2 403,01
	ЦЕЛЬ 550-560			C2 449,41	Максимум 28.04.03	П3 393,21
				C1 438,18	75% корр. Фибоначчи	П4 356,22
						200-дневная МА
						Откр. 360,88
						Макс. 449,41
						Мин. 358,47
						Закр. 421,34

Источник: оценка Альфа Банка

- Мы изменили наш нейтральный прогноз на бычий после прорыва уровня 400 на РТС
- Мы ожидаем, что индекс РТС достигнет расчетного уровня 558 в течение одного года
- В краткосрочном плане вероятно консолидация индекса РТС выше ключевого уровня 400
- Поэтому мы советуем **ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛЬ ПО ДЛИННЫМ ПОЗИЦИЯМ** по 435-445
- Мы рекомендуем **ОТКРЫВАТЬ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** по 403-415 с технической целью 558

Илл. 109. Индекс РТС – Месячные технические индикаторы по состоянию на 30 апреля 2003 г.

Источник: РТС, CQG, оценка Альфа Банка

Классический технический анализ

Наш новый долгосрочный расчетный уровень на РТС равен 558

Основным событием апреля на РТС стал прорыв вверх долгосрочной нисходящей линии тренда на уровне 400, который сопровождался двумя восходящими пробелами «на разрыв» и «на отрыв» (см. Илл. 109 и Илл. 110). Другим важным событием уходящего месяца стало резкое увеличение ликвидности российского рынка акций. Эти события сделали актуальным вопрос о дальнейших перспективах рынка и о новых ценовых ориентирах. Используя хорошо известную в техническом анализе методику «отмеренный ход» или «отмеренное колебание», мы сделали оцен-



ку долгосрочного технического расчетного уровня на РТС. Он оказался равным 558.

Илл. 110. Индекс РТС – Дневные технические индикаторы по состоянию на 30 апреля 2003 г.



Источник: РТС, CQG, оценка Альфа Банка

Краткосрочный тренд и циклы

Краткосрочный тренд на РТС стал бычьим

Краткосрочный тренд на РТС стал восходящим. На это прямо указывает медленная адаптивная линия тренда (ATL) и быстрая адаптивная скользящая средняя (АМА) в верхней части Илл. 111. Быстрая адаптивная линия тренда (результат наложения составного волнового цикла на медленную адаптивную линию тренда), наоборот, сформировала локальную «вершину», что указывает на начало консолидации или даже технической коррекции в сторону понижения.

Быстрый момент на Илл. 111 сигнализирует о наступлении фазы консолидации на РТС

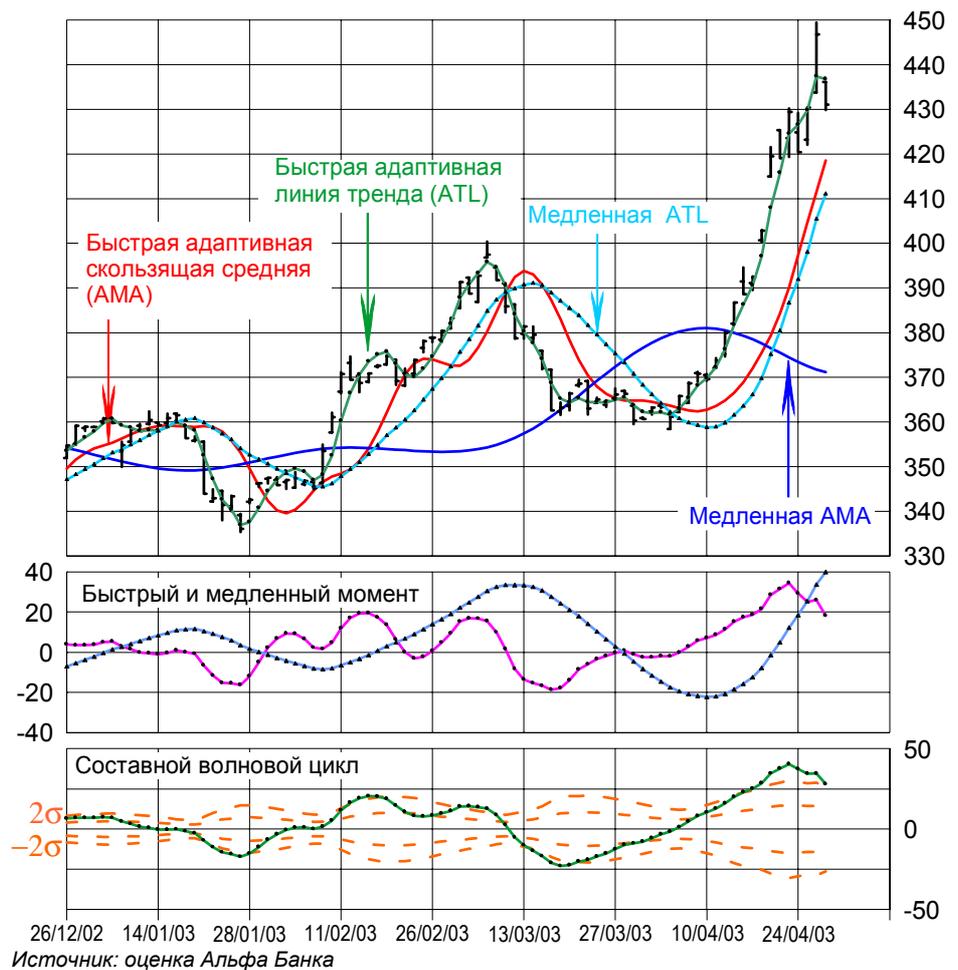
Медленный момент в средней части Илл. 111 прошел свой локальный минимум несколько дней назад и пока растет. Линия быстрого момента миновала локальный максимум на позитивной территории и стала понижаться, что можно расценивать как сигнал приближающейся консолидации. Кроме того, что очень важно, быстрый момент показывает дивергенцию по отношению к быстрой адаптивной линии тренда в верхней части Илл. 111.

Краткосрочная составная волна сформировала свой «гребень» в сильно перекупленной области

Краткосрочный составной волновой цикл сформировал новый «гребень» в сильно перекупленной области выше уровня плюс два «сигма» и в настоящий момент уже находится в фазе падения. Поэтому мы считаем, что потенциал роста за счет краткосрочного цикла полностью исчерпан. Волатильность краткосрочного составного цикла (уровень «сигма») остается значительно выше среднего уровня.



Илл. 111. Индекс РТС – Характеристики краткосрочного тренда и циклов по состоянию на 29 апреля 2003 г.



Долгосрочный тренд и циклы

Долгосрочный тренд на РТС стал восходящим

Долгосрочная тенденция на РТС стала бычьей, так как, во-первых, медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) прошла локальное «дно» и стала расти (см. Илл. 112). Во-вторых, медленный момент в средней части Илл. 112 миновал свой локальный минимум на положительной территории и тоже растет, что указывает на ускорение долгосрочной тенденции.

Пожалуй, единственным медвежьим сигналом является то, что быстрый момент в средней части Илл. 5 демонстрирует некоторое замедление, предупреждая о приближении фазы консолидации на рынке.

Долгосрочная составная волна растет в сильно перекупленной области

Долгосрочная составная волна сейчас по-прежнему находится в фазе роста в сильно перекупленной области выше «плюс два сигма» уровня. Волатильность долгосрочного цикла продолжает увеличиваться. На наш взгляд, потенциал роста индекса вследствие роста амплитуды долгосрочной составной волны еще не исчерпан, так фаза роста составной волны совпадает с доминирующим бычьим долгосрочным трендом. На этом фоне перекупленное состояние цикла – это хороший бычий знак, который указывает на растущий спрос со стороны игроков на повышение (спекулянтов и портфельных инвесторов). На рынке наступило время быков, хотя медведи некоторое время будут сопротивляться.



Илл. 112. Характеристики долгосрочного тренда и циклов по состоянию на 29 апреля 2003 г.



Источник: оценка Альфа Банка

Основные уровни сопротивления и поддержки на РТС – это 500 и 393 соответственно

Уровни поддержек и сопротивлений

Ближайшие уровни поддержек и сопротивлений РТС показаны на Илл. 108, Илл. 109 и Илл. 110. Основное сопротивление (500) определяется текущим значением долгосрочной восходящей линии сопротивления на Илл. 109. Другим важным уровнем сопротивления является уровень 438 (75,0%-ная коррекции Фибоначчи на падение индекса от 571 до 38). Сильная область поддержки по-прежнему ограничена зоной пробелов «на разрыв» и «на отрыв» между 393 и 415. Новый основной уровень долгосрочной поддержки равен 393.

Мы ожидаем, что индекс РТС достигнет нашего нового долгосрочного расчетного уровня 558 в течение одного года, начиная с мая месяца 2003 года

Потенциал роста

В свете приведенных выше технических факторов и рыночных тенденций, мы пришли к следующим выводам.

1. Мы изменили наш нейтральный прогноз на перспективы российского рынка акций на позитивный «бычий» прогноз после того, как индекс РТС прорвал ключевой уровень сопротивления 400. Дополнительные аргументы в пользу смены нашей нейтральной позиции в сторону ожидания сильного роста на РТС изложены выше.
2. Мы ожидаем, что индекс РТС достигнет расчетного уровня 558, а, возможно, и исторического максимума, в течение одного года, начиная с мая текущего года, т.е. не позднее мая 2004.



3. В краткосрочном плане вероятно консолидация индекса РТС выше ключевого уровня 400, поэтому мы советуем **ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛЬ ПО ДЛИННЫМ ПОЗИЦИЯМ** на уровне 435-445.
4. Мы видим хорошие возможности для портфельного инвестирования в российские акции в диапазоне значений индекса 393-415 и рекомендуем инвесторам **ОТКРЫВАТЬ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ДЛИННЫЕ ПОЗИЦИИ** на «откате» по 403-415 с долгосрочной технической целью 550-560.

Наиболее оптимистический сценарий включает рост индекса РТС до нашего расчетного уровня 558 до конца текущего года. Мы считаем, что вероятность такого благоприятного исхода достаточно велика.

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Доминик Гуалтиери
(7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897

Аналитический отдел

Телефон/Факс

(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897

И.О. Начальника аналитического отдела

Андрей Богданов

Главный стратег

Кристофер Уифер

Стратегия/Нефтяная и газовая
промышленность

Сергей Глазер CFA

Макроэкономика, банковский сектор

Наталья Орлова

Нефтяная и газовая промышленность

Константин Резников

Телекоммуникации/Интернет

Андрей Богданов, Елена Роговина

Металлургия, потребительские товары

Максим Матвеев CFA, Павел Соколов,
Наталья Шевелёва, Александр Свинов

Государственные ценные бумаги

Валентина Крылова, Екатерина Леонова

Технический анализ

Владимир Кравчук

Группа по работе с российскими
клиентами

Ангелика Генкель, к.э.н.

Переводчик

Ринат Гайнуллин

Торговые операции и продажи

Телефон

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673

Продажи иностранным клиентам

Кирилл Суриков
Александр Захаров

Продажи российским клиентам

Олег Мартыненко
Александр Насонов
Константин Шашаров

Рынки капиталов/Структурированные
продукты

Армен Петергов, Алексей Гурьянов,
Тамара Заречнева

Адрес

Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

Alfa Securities (Лондон)

Телефон/Факс

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170

Начальник управления рынков и акций

Гювен Гирей

Продажи

Максим Шашенков, Стив Доунер

Адрес

City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633

Продажи, торговые операции

Николас Бич

Продажи

Диана Императоре

Адрес

540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2002 г. Все права защищены

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать offerу, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.